

자동차/타이어

Overweight
(Maintain)

2017. 4. 19

중국 부진 우려 확대, 피할 수 있을까

이익 가시성 높은 타이어 중심으로 비중 확대, 중국 우려 축소가 예상되는 2Q17~3Q17 전후 부품주 중심의 저가 매수를 추천한다. 최근 섹터 내 중국 부진에 따른 실적 불확실성 우려가 확대 되어 이익 가시성 높은 타이어의 1H17 주가 상승 가능성이 높다. 하지만, 이머징 회복과 국내 믹스 개선, 수출 기저효과 등 이익 회복 기대감 높아지는 2H17에 중국 회복을 염두한 저가 매수 전략이 유효할 것으로 판단한다.



자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 중국 부진에 따른 섹터 내 해법은?	3
> 중국 내 현대차그룹 소비심리 악화 영향과 해법	3
> Solution 1. 단기, 한국타이어 중심의 비중 확대	6
> Solution 2. 저가 매수 시점, 중국 감소폭 축소 시 현대모비스 중심 매수	9
II. 자동차/부품/타이어 1Q17 Preview	11
> 자동차/부품: 중국 부진의 초입 + 부정적 환율 영향	11
> 타이어: 예상된 원가율 상승 대비 양호한 실적	16
> 1Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview	18
기업분석	25
> 현대차(005380)	26
> 기아차(000270)	30
> 현대모비스(012330)	34
> 현대위아(011210)	38
> 한온시스템(018880)	42
> S&T모티브(064960)	46
> 한국타이어(161390)	50
> 넥센타이어(002350)	54
> 금호타이어(073240)	58

- 당사는 4월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주
식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제
공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상
에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고
있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반
영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작
성되었음을 확인합니다.

중국 부진에 대한 섹터 내 해법은

>>> Solution 1. 타이어 중심 비중 확대

타이어 주가를 결정짓는 변수가 업황(수요 개선 기대)에
서 이익 가시성로 옮겨왔음에 주목한다. 타이어는 자동
차/부품과 달리 2018년 상반기까지 수익성이 계단식으
로 개선될 전망이다. 1) 태국 정부의 재고 방출로 공급과
잉이 재차 부각되며 원가율 하락이 기대되고, 2) 수요 부
진 국면에서 원가 부담시 소비자에 가격 전가가 가능함
을 재차 확인하며 이익 개선의 기대감을 높이고 있기 때
문이다. 한국타이어 중심 매수 전략이 단기적으로 유효
할 것으로 전망이다. 과거 판가인하 국면 Valuation 상
단인 PER 9.8배만 적용하더라도 주가는 73,500원으로
상승 여력이 돋보인다.(목표 PER 11.3배)

>>> Solution 2. 자동차/부품 저가 매수

현대차그룹의 중국 출하 부진은 2Q17까지 심화될 것으
로 예상된다. 이에 해당 기간 동안 중국 이익 기여도가
적고, 국내 가동률/믹스가 개선되며, 이머징 회복 기대
가 유효해 자동차/부품 내 가장 방어적인 현대차 중심으
로 보유할 것을 추천한다. 단, 2Q17 말 ~ 3Q17 초 현
대차그룹 중국 출하가 전월대비 개선(혹은 전년동기비
감소폭 축소)될 경우 현대모비스의 주가 상승이 탄력적
일 것으로 판단한다. 타 부품사 대비 높은 현대차그룹
비중을 보유하고 있으며, 단기적으로 현대차대비 이익
가시성 떨어져 Valuation 매력이 부각될 것으로 예상하
기 때문이다.

>>> 1Q17 Preview: 타이어 양호

전반적으로 타이어 실적이 양호할 것으로 전망한다. 완
성차의 경우 우호적 환율이 반영된 원가율 우수한 수출
재고의 1Q17 소진으로 매출총이익률 방어가 가능했고,
기말환율 급락으로 판매보증충당금이 일부 환입되었음에
도 세타엔진 리콜 이슈로 인한 일회성 비용이 실적 악화
에 기여했을 것으로 판단한다. 부품의 경우 1Q17 실적
은 낮아진 컨센서스 수준에 부합하거나 일부 하회했지만
2Q17 이후 골이 깊어질 중국 출하 부진 영향으로 실적
악화, 주가 부진은 지속될 것으로 전망한다.

I. 중국 부진에 따른 섹터 내 해법은?

>>> 중국 내 현대차그룹 소비심리 악화 영향과 해법

중국 부진에 따른 자동차/부품/타이어 섹터의 투자 해법

현대차그룹의 중국 출하 부진이 2Q17 더욱 심화될 것으로 전망함에 따라 자동차/부품/타이어 섹터 내 국면별 투자 대응 방안이 필요하다.

당사는 국면별로 자동차/부품/타이어 섹터에 대한 투자 전략을 다음과 같이 제시한다.

1) 단기: 타이어 중심의 비중확대 추천

- > 이익 개선 기대: 1Q17을 저점으로 1H18까지 계단식 이익 개선 전망
- > 원가 하락: 태국 정부의 재고 방출로 공급 과잉 재차 부각 → 원가율 하락
- > 평가 인상의 시사점: 수요 부진 국면에서 원가 부담 시 소비자 전가 가능한 가격 구조
- > 한국타이어 중심 매수 전략 (PER 8.0x - 11.0x, PER 10,3x 감안 시 주가 Upside 73,000원)

2) THAAD 이슈 구간 자동차/부품, 현대차 중심 보유 추천

- > 낮은 중국 이익 민감도: 주요 자동차/부품 중 중국법인이 순이익에 미치는 기여도 가장 낮음
- > 국내 가동률/믹스 개선: 그랜저 출시 이후 ASP 높은 신차 확대. 3Q17까지 볼륨 기저효과
- > 이머징 회복 기대 유효: 브라질, 러시아 등 신차 효과, 수요 개선, 환율 반등으로 수익성 개선
- > 현대차 중심 보유 추천. 부품사 대비 이익 안정성 높아 상대적으로 Outperform 가능

3) THAAD 회복 국면에서 Bottom Fishing, 현대모비스 주가 상승이 가장 탄력적일 전망

- > 높은 현대차그룹 비중: 중국 타 OE 대응하는 경쟁사 대비 현대차그룹 볼륨에 더 민감한 이익구조
- > A/S 부문 이익이 상대적으로 이익 변동 국면에서 방어적으로 작용
- > 단기적으로 현대차대비 이익 가시성 떨어져 Valuation Premium은 반납하는 구조이나,
- > 현대차그룹 중국 출하 mom 회복(or yoy 감소폭 축소) 시 주가 상승 탄력적일 것으로 판단

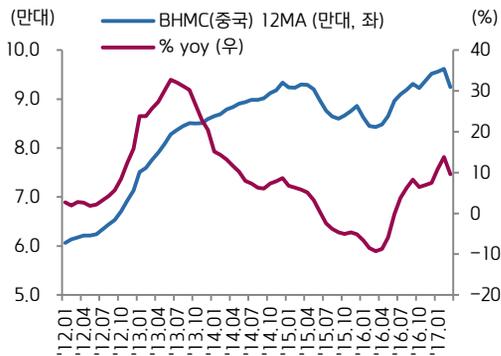
THAAD 이슈로 심화된 중국 출하 부진

현대차그룹의 중국 출하 부진은 2Q17 더욱 심화될 것으로 전망이다.

현대차그룹의 글로벌 판매 중 단일 지역으로 가장 많은 비중을 차지하고 있는 중국은 1) 완성차 업체에는 장기적 볼륨 성장을 가능하게 해주고, 2) 부품 업체에는 볼륨 증가를 비롯해 높은 수익성을 보장하는 지역이다.

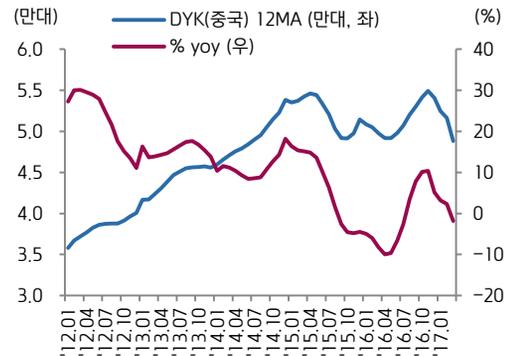
불리한 영업 환경과 높아진 재고로 딜러 관리에 어려움을 겪었던 기아차의 경우 지난 3Q16 이후 중국이 12MA 출하량 증가율이 둔화되었고, 소비세 인하 축소 이후 연말/연초 현대차 마저 12MA 출하량 증가율이 꺾였다.

현대차 중국법인 12개월 평균 출하량 추이



자료: 현대차, 키움증권

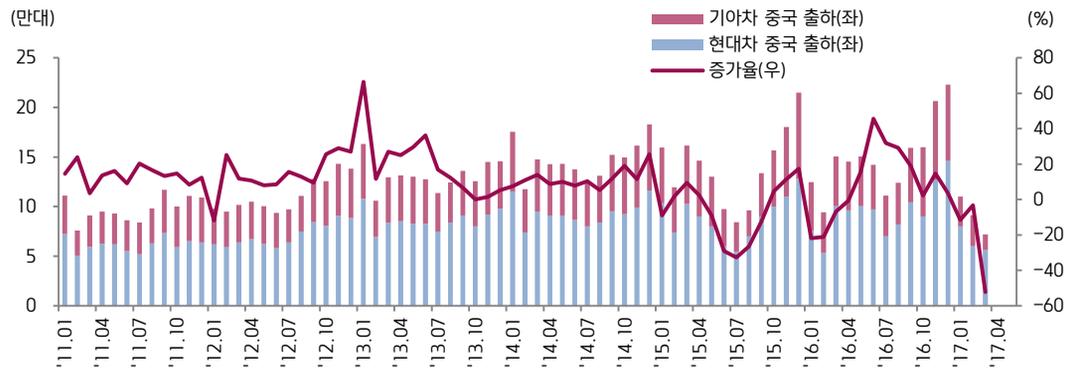
기아차 중국법인 12개월 평균 출하량 추이



자료: 기아차, 키움증권

이러한 중국 출하가 3월 현대차는 -44% yoy, 기아차는 -68% yoy 급감했다. THAAD 이슈로 인한 중국 소비자의 반한 감정이 더욱 심화되었던 시점이 3월 중순 이후인 점을 감안할 때 4월 이후 출하 부진은 더욱 심각해질 것으로 판단한다.

현대차그룹 중국 월별 출하량 추이



자료: 현대차, 기아차, 키움증권

일본 사례로 풀어본 회복 시점

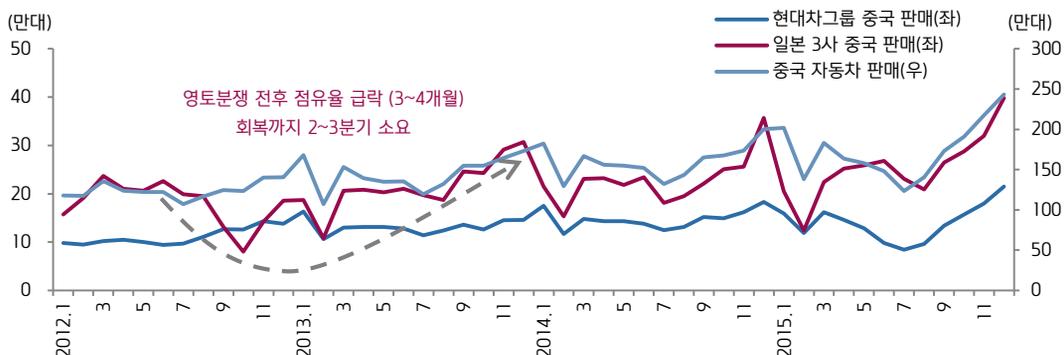
중국 부진으로 인한 주가 할인 회복은 적어도 2Q17 이후 가능할 것으로 판단한다.

과거 중일 영토분쟁이 있었던 2012년~2013년 당시, 일본 3사의 점유율은 고점 18.6%에서 4개월만에 6.5%까지 12.1%p 급락했다. 이후 점유율은 점차 회복되어 2~3분기 이후 예전 수준까지 회복했다.

당시 중국 소비자들의 반일감정과 현재의 반한감정을 동일한 상황으로 가정하고 해석하는 데에는 논리적으로 비약이 있으나, 1) 이벤트 발생 이후 소비 악화가 심화되는데 3~4개월, 2) 최악에서 회복되는데 2~3분기가 걸렸던 점은 시사하는 바가 있다.

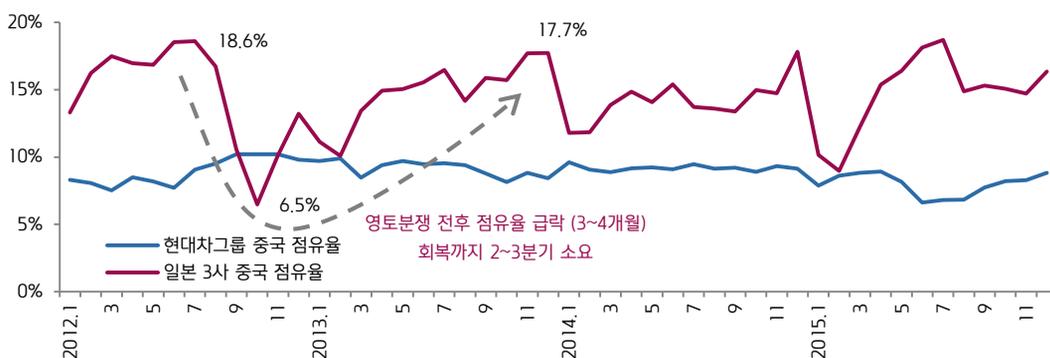
주가 상 할인이 회복되는 시점은 1) 전월대비 볼륨 감소(점유율 하락)에서 회복하거나, 2) 전년동기비 볼륨 감소폭이 축소되는 2Q17 말 ~ 3Q17 초에서 반등이 가능할 것으로 판단한다.

중일 영토분쟁 당시 일본 3사의 판매량 급락. 저점까지 3~4개월, 회복까지 2~3분기 소요



자료: 현대차, 기아차, 키움증권

중일 영토분쟁 당시 일본 3사의 점유율 급락. 저점까지 3~4개월, 회복까지 2~3분기 소요



자료: 현대차, 기아차, 키움증권

>>> Solution 1. 단기, 한국타이어 중심의 비중 확대

주가 Driver, 업황(수요 확대 기대감)에서 이익 가시성으로

타이어 주가를 결정하는 변수가 업황(Valuation)에서 이익 가시성(Earnings)로 변화하고 있다. 업황 호조를 가능하는 매출액 증가율은 수요(Q)가 연평균 3~4% 수준으로 낮기 때문에, 구조적인 판가(P) 이상이 어렵다면 Valuation 상승이 제한적일 것이다. 단, 영업환경이 이익 가시성을 높이는 방향(원가-판가 전가 용이, 원가율 하락 등)으로 움직인다면 이익 증가에 따른 주가 상승은 가능하다.

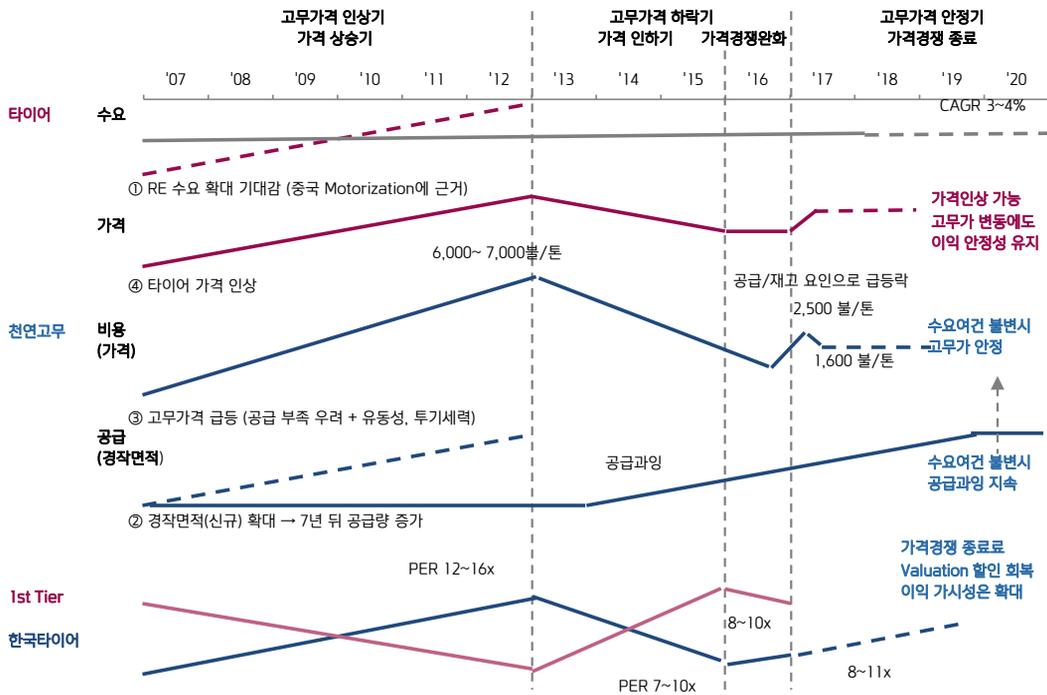
타이어 주가는 고무가격에 비례해왔다.

이유는 1) 타이어 수요 개선에 대한 기대감은 2) 경작에서 수확까지 7년이 소요되고, 수요의 70%가 타이어에 의존하는 천연고무 수요 개선 기대감으로 이어지며, 3) 천연고무가격 결정 변수로 작용했기 때문이다. 타이어 수요 개선으로 인한 타이어 업황 호조 기대는 역설적이게도 주가 결정변수인 Earnings를 낮추는 요인임에도 주가는 같은 방향으로 움직여왔다.

하지만, 최근 천연고무가격의 변동은 타이어 수요의 기대와는 거리가 멀게 움직여왔다.

1) 유가의 급등락과 이머징 시장 수요 회복에 기댄 매크로 변수, 2) 지역별로 수요 의존도가 가장 높은 중국 재고 변동 요인, 3) 인도네시아, 말레이시아의 홍수로 인한 공급 축소 우려 vs. 고무가격 반등 이후 태국정부 차원의 대규모 재고 방출이 고무가격 변동의 주요 요인이었다.

타이어 이익 구조 변화에 따른 Valuation 추이: 수요 → 고무가격 → 타이어가격 영향



자료: 키움증권

평가 인하 종료, 높아진 이익 가시성이 돋보이는 한국타이어에 주목

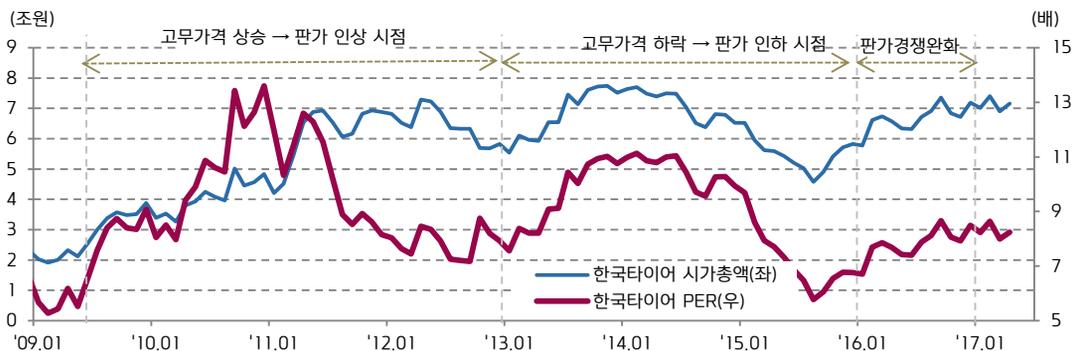
2013년 이후 Top-tier 업체들의 가동률 회복에 근거한 가격 인하 전략이 종결된 2015년 말 이후에는 수요 개선(혹은 업황 혹은 천연고무가격)에 근거한 주가 변동이 아닌, 이익 수준에 따른 주가 변동이 보다 의미 있는 변수로 주목해야 한다.

2017년 초 평가 인상으로 단기적인 Valuation 확대 기대감이 있었으나, 수요 회복이 지연되는 상황에서 1) 구조적인 공급과잉의 고무가격이 안정세를 찾고, 2) 낮아진 고무가격에도 Goodyear 등 일부 업체 가격 인상이 추가로 단행되며 “원가 상승 시 평가 전가”가 가능한 영업환경은 이익의 가시성은 높고 있다. 딜러들의 IQ17 유통재고 확충과 Goodyear의 추가 가격 인상은 이를 방증한다.

가격 경쟁이 완화된 국면에서 국내 타이어 업체의 Valuation 회복에는 탄력을 받을 전망이다. 추가적인 가격 인하 전략은 Top-tier의 가동률 회복을 제한된 가운데 가격 인상 전환되며 실질적인 평가 경쟁은 종료되었다. 가격 인상 시 국내 타이어 업체들은 1) 가격 인상(변동)에 Top-tier 대비 탄력적이고, 2) 원가 변동에 따른 수익성 민감도는 유사하며, 3) 수익성(영업이익률)은 높아 영업환경이 우호적이기 때문에 주가 할증을 받았던 경험이 있다. (반대로 가격 인하 국면에서는 주가 할인을 받았다.)

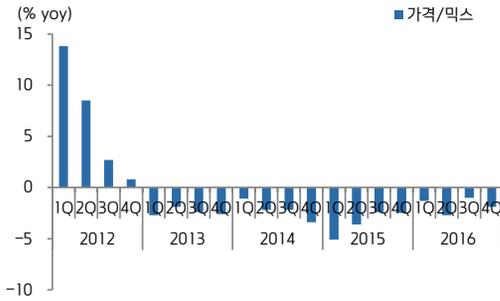
한국타이어 중심의 매수가 유효하다. 1) 평가 인상이 용이한 미국, 유럽 매출 비중이 국내 3사중 가장 높고, 2) 고인치 믹스 대응이 유리한 브랜드 가치를 보유하고 있음에도, 3) 높은 Valuation 매력을 보유하고 있기 때문이다.

한국타이어 vs. Top-tier 12개월 선행 PER과 평가 전략



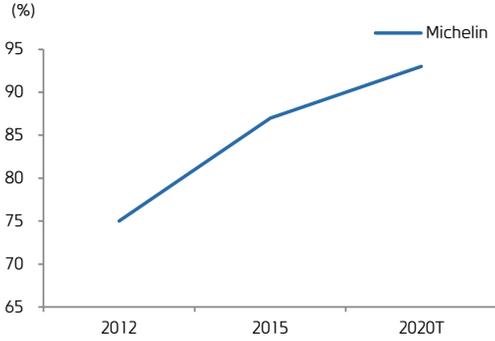
자료: Datastream, 키움증권

미쉐린 가격/믹스 전략



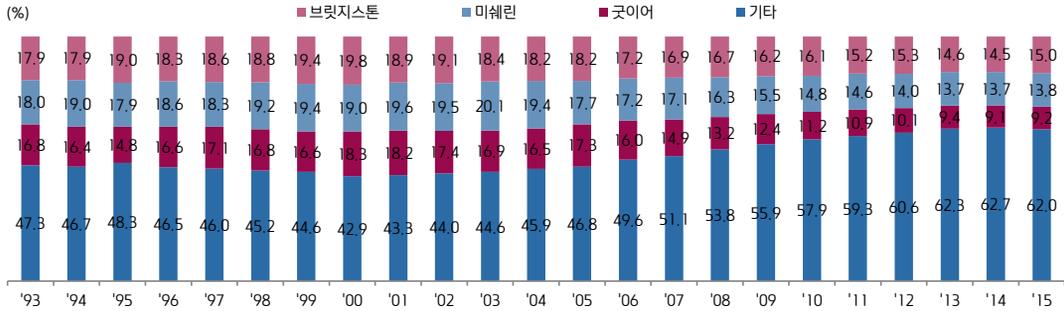
자료: Michelin, 키움증권

미쉐린 가동률 현황



자료: Michelin, 키움증권

Top-tier 점유율 장기 추이: 시사점은 1) 2000년 이후 2nd Tier(한국 타이어 3사 포함)가 1st Tier 점유율을 흡수했다는 점, 2) 2014년 이후 1st Tier 판가 인하 전략이 효과적이었다는 점 (M/S 확대)



자료: Tire Business, 키움증권

국내 3사 및 주요 타이어 업체의 비용 구조와 업체별 원재료비 - 수익성 민감도 (2016년 기준)

		한국	넥센	금호	미쉐린	굿이어	피렐리
원재료 매입액 (매출액대비)	천연고무	8%	6%	9%	5%	6%	6%
	합성고무	8%	9%	10%	5%	8%	8%
	고무계	16%	16%	18%	10%	14%	14%
	총계	32%	34%	39%	21%	29%	33%
OPM 민감도	고무가 10% 변동 시	1.6%	1.6%	1.8%	1.0%	1.4%	1.4%
	원재료비 10% 변동 시	3.2%	3.4%	3.9%	2.1%	2.9%	3.3%
영업이익률(% , 2016)		16.7%	12.5%	4.1%	12.9%	13.1%	19.0%
원재료비 변동에 따른 OPM 시뮬레이션 주1) 40%	30%	7.0%	2.2%	-7.6%	6.7%	4.4%	9.1%
	20%	10.2%	5.6%	-3.7%	8.8%	7.3%	12.4%
	10%	13.4%	9.0%	0.2%	10.8%	10.2%	15.7%
	0%	16.7%	12.5%	4.1%	12.9%	13.1%	19.0%
	-10%	19.9%	15.9%	8.0%	14.9%	16.0%	22.3%
	-20%	23.1%	19.3%	11.9%	17.0%	18.9%	25.6%
	-30%	26.3%	22.7%	15.8%	19.0%	21.8%	28.9%
	-40%	29.5%	26.2%	19.7%	21.1%	24.7%	32.2%
	-50%	32.7%	29.6%	23.6%	23.2%	27.6%	35.5%
	5% 불륨 증가, 30% 원재료비 상승 가정 시 필요 판가 인상률 주2)		9.3%	10.2%	12.1%	5.8%	8.5%

주1: CAPA 증가, 가격 경쟁, 믹스 개선, 환율 변동 모두 중립적을 가정 / 주2: 원가 상승을 오로지 판가 인상만으로 방어함을 전제로 계산
 자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

>>> Solution 2. 저가 매수 시점, 중국 감소폭 축소 시 현대모비스 중심 매수

중국 부진 완화 시 현대모비스 중심의 매수 대응 전략

이슈 해소 전까지 자동차/부품주 중 상대적으로 방어가 가능한 현대차 중심의 비중 보유가 유효하며, 반등 시점에서는 중국 현대기아차 출하 부진으로 이익 감소폭이 크고, Valuation이 매력적인 “현대모비스” 중심으로 매수 접근이 유효할 것으로 판단한다.

THAAD 이슈 구간 자동차/부품주 중에서는 현대차 중심 보유를 추천한다.

부품사 대비 이익 안정성 높아 상대적으로 Outperform 가능하다는 판단이다. 1) 낮은 중국 이익 민감도를 보유하고 있다. 주요 자동차/부품 중 중국법인이 순이익에 미치는 기여도 가장 낮다. 2) 국내 가동률/믹스 개선에 따른 이익 방어가 가능하다. 그랜저 출시 이후 ASP 높은 신차 확대되고 있으며, 3Q17까지 볼륨 기저효과가 기대된다. 3) 이머징 회복 기대감은 여전히 유효하다. 브라질, 러시아 등 신차 효과, 수요 개선, 환율 반등으로 수익성 개선되고 있다.

현대차 러시아, 브라질 법인 순이익률과 WTI 가격 추이



자료: 현대차, Bloomberg, 키움증권

단, THAAD 회복 국면에서 Bottom Fishing, 현대모비스 주가 상승이 가장 탄력적일 전망이다. 현대차그룹 중국 출하 mom 회복(or yoy 감소폭 축소) 시 주가 상승 탄력적일 것으로 판단하며 적극적인 매수 대응 전략을 추천한다. 1) 높은 현대차그룹 중국 비중을 보유하고 있어 반등 시 탄력적인 회복이 기대된다. 중국 타 OE 대응하는 경쟁사 대비 현대차그룹 볼륨에 더 민감한 이익구조를 보유하고 있다. 2) A/S 부문 이익이 상대적으로 이익 변동 국면에서 방어적으로 작용할 것으로 판단한다. 3) 또한, 단기적으로 현대차대비 이익 가시성 떨어져 Valuation Premium은 반납하는 구조이기 때문에 THAAD 회복 국면에서 여전히 주가는 저평가되어 있을 것으로 판단한다.

주요 자동차/부품업체의 중국 매출액 및 이익 기여도

(단위: 십억원, %)	현대차	기아차	현대모비스	현대위아	만도	한온시스템
매출액	93,649	52,713	38,262	7,589	5,866	5,359
영업이익	5,194	2,461	2,905	263	228	169
순이익	5,720	2,755	3,047	131	-	-
지분법이익 (중국법인)	560	128	-	10	-	-
중국 매출액	-	-	9,787	626	1,705	1,176
중국 영업이익	-	-	358	39	146	79
중국 자본법이익/순이익	9.8	4.6	-	7.8	-	-
중국 매출비중	-	-	25.6	8.2	29.1	21.9
중국 영업이익비중	-	-	12.3	14.8	63.9	46.9

주: 만도는 영업이익 항목은 당기손익 기준, 한온시스템은 매출액과 영업이익 항목의 경우 단순 법인매출 합산 기준 매출액, 총포괄손익 기준
 자료: 각 사, 키움증권

II. 자동차/부품/타이어 1Q17 Preview

>>> 자동차/부품: 중국 부진의 초입 + 부정적 환율 영향

주요 실적 변수: 긍정 vs. 부정, 혼조세

완성차의 경우 1Q17 주요 실적변수를 살펴보면 중국제외 출하는 가격/믹스가 긍정적이거나 주요 환율과 출하는 예상보다 부진했다. 단, 지난 12월 우호적 환율이 반영된 수출물량의 1~2월 중 재고 소진된 점을 감안할 때 이익 기여도 높은 국내법인 수익성은 1Q17 평균환율 감안 시 예상대비 호조를 보일 것으로 추정한다. 일회적 요인인 세타엔진 리콜 이슈로 현대차 2,500억원, 기아차 1,200억원 규모의 일회성 비용이 발생했을 것으로 추정하고 있는 점을 감안하면 시장 예상치보다 실적은 양호할 전망이다.

자동차 부품의 완성차 실적에 영향을 주는 주요 변수는 혼조세였다.

전반적으로 원/달러, 원/위안 등 환율 환경은 부정적인 가운데 수익성 높은 중국 출하가 부진했던 점이 이번 분기 실적 기대감을 낮추는 큰 요인으로 작용했다. 특히, 중국 경쟁심화와 단가 인하압력으로 전반적인 유지가능 수익성이 낮아지고 있는 점을 감안할 때 사드로 인한 현대차그룹 판매 부진이 지속 될 것으로 예상하는 2Q17까지도 부진한 흐름은 지속될 전망이다.

1) 평균 환율:

- > 원/달러: 1,524.28 원/달러, -3.9% yoy, -0.3% qoq
- > 원/위안: 168.05 원/위안, -8.3% yoy, -0.6% qoq
- > 원/유로: 1,229.54 원/유로, -7.2% yoy, -1.4% qoq
- > 원/루피: 17.24 원/루피, -3.1% yoy, +0.4% qoq
- > 원/헤알: 366.98 원/헤알, +19.0% yoy, +4.6% qoq
- > 원/루블: 19.65 원/루블, +21.5% yoy, +7.0% qoq
- > 원/페소: 56.91 원/페소, -14.7% yoy, -26% qoq
- > 원/엔: 1,015.23 원/엔, -2.6% yoy, -4.1% qoq

2) 글로벌 출하: 중국 출하 부진을 감안할 시 전년동기비 개선

- > 현대차: 글로벌 109.0만대(-1.6% yoy), 중국 외 88.2만대(+1.8% yoy)
- > 기아차: 글로벌 65.9만대(-6.5% yoy), 중국 외 58.2만대(+3.1% yoy)

3) 주요 실적 이슈:

- > 환율 급락: 기말환율 급락으로 판매보증충당금 환입, 평균환율 하락에도 4Q 재고소진으로 수익성 방어
- > 품질 이슈: 현대차, 기아차 판매보증충당금 증가 (현대차 2,500 억원, 기아차 1,200 억원 추정)
- > 중국출하 부진: 세제 혜택 축소 후 수요 둔화 및 사드 이슈로 인한 한국 자동차 소비심리 악화

1Q17 Preview에서는 긍정적 요인과 부정적 요인 혼조를 보인 상기 실적 변수를 반영해 실적을 추정하였다.

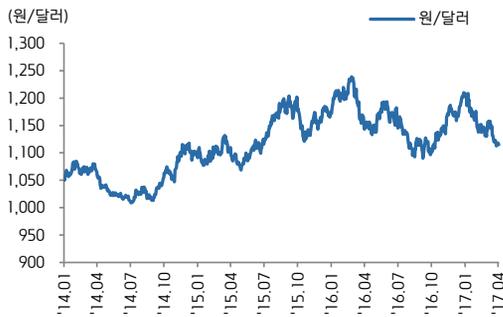
1Q17 주요 환율 추이

1Q17 주요 환율 변동 추이: 이머징 통화대비 원화 약세, 주요통화대비 원화 강세로 손익 악화 영향

1Q17	원/달러	원/위안	원/100엔	원/유로	원/루피	원/페소	원/헤알	원/루블
평균환율	1,154.28	168.05	1,015.23	1,229.54	17.24	56.91	366.98	19.65
yoy	-3.9%	-8.3%	-2.6%	-7.2%	-3.1%	-14.7%	19.0%	21.5%
qoq	-0.3%	-0.6%	-4.1%	-1.4%	0.4%	-2.6%	4.6%	7.0%
기말환율	1,116.10	162.27	998.52	1,192.61	17.21	59.61	354.42	19.92
yoy	-3.2%	-8.7%	-2.7%	-8.8%	-1.0%	-10.7%	10.7%	17.7%
qoq	-7.6%	-6.3%	-3.7%	-5.9%	-3.3%	2.2%	-4.5%	-0.4%

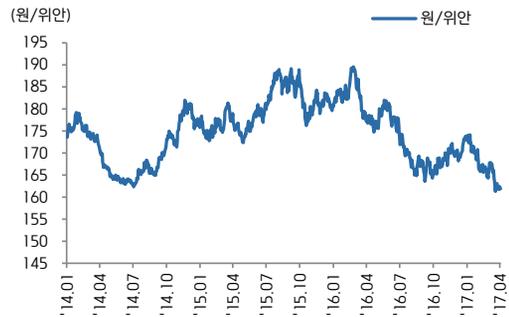
자료: BOK, Bloomberg, 키움증권

원/달러: 1Q17 1,154.28, -3.9% yoy, -0.3% qoq



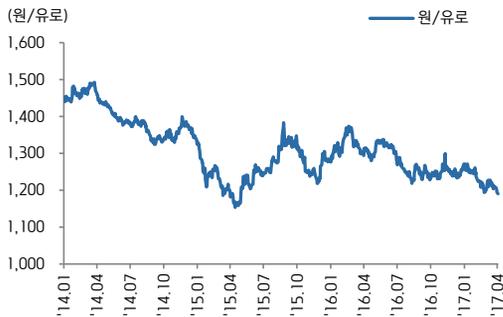
자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

원/위안: 1Q17 168.05, -8.3% yoy, -0.6% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

원/유로: 1Q17 1,229.54, -7.2% yoy, -1.4% qoq



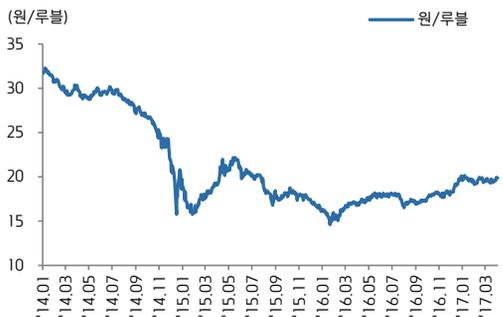
자료: Bloomberg, 키움증권

원/헤알 환율: 1Q17 366.98, +19.0% yoy, +4.6% qoq



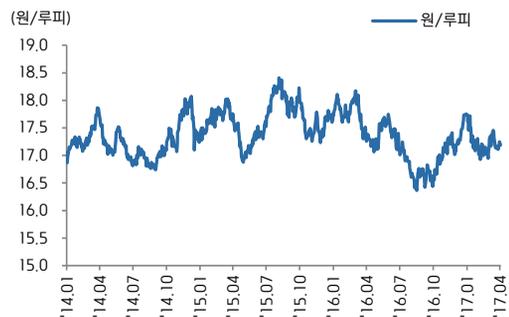
자료: Bloomberg, 키움증권

원/루블 환율: 1Q17 19.65, +21.5% yoy, +7.0% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

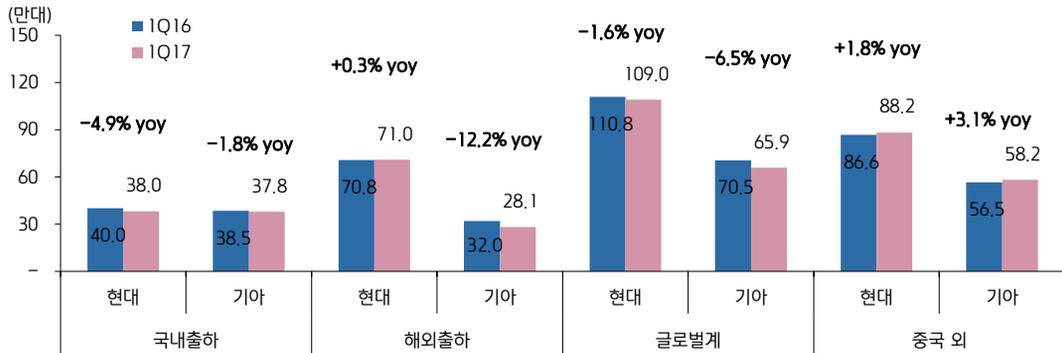
원/루피 환율: 1Q17 17.24, -3.1% yoy, +0.4% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

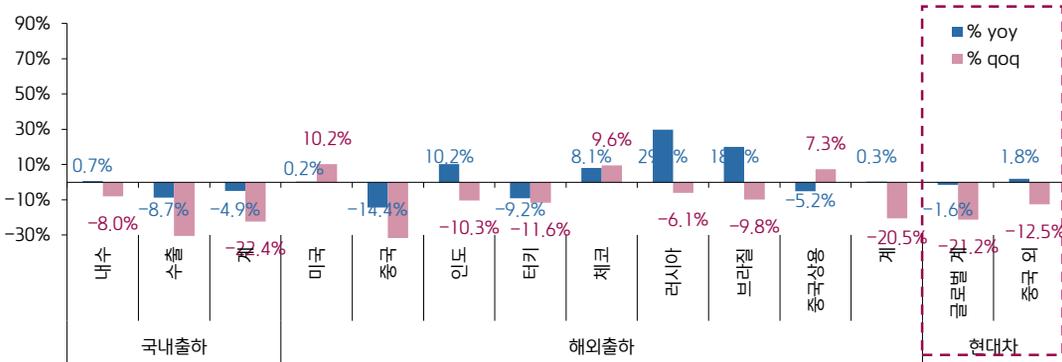
1Q17 현대기아차 출하 실적

현대기아차 1Q17 출하: 글로벌(중국 외) 현대 +1.8% yoy, 기아 +3.1% yoy



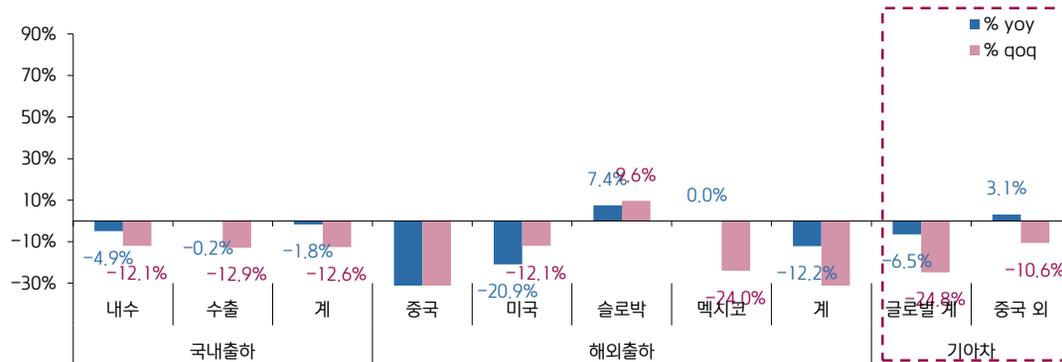
자료: 각 사, 키움증권

현대차 1Q17 출하 증가율: 중국 외 +1.8% yoy, -12.5% qoq



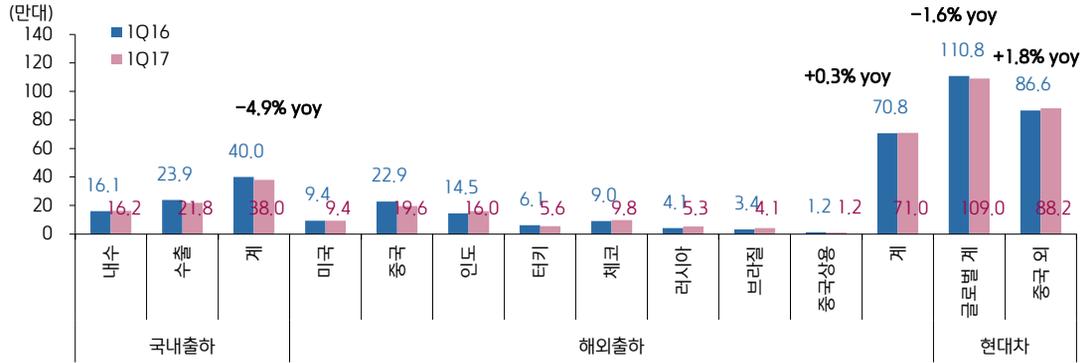
자료: 현대차, 키움증권

기아차 1Q17 출하 증가율: 중국 외 +3.1% yoy, -10.6% qoq



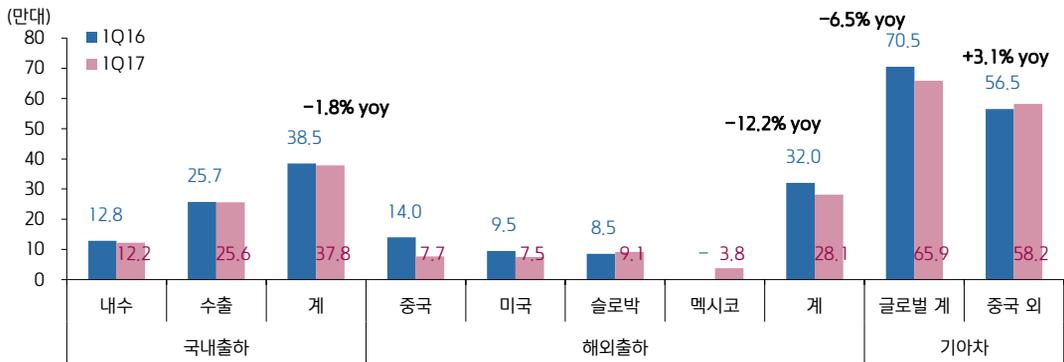
자료: 기아차, 키움증권

현대차 1Q17 출하량: 중국 외 +1.8% yoy, -12.5% qoq



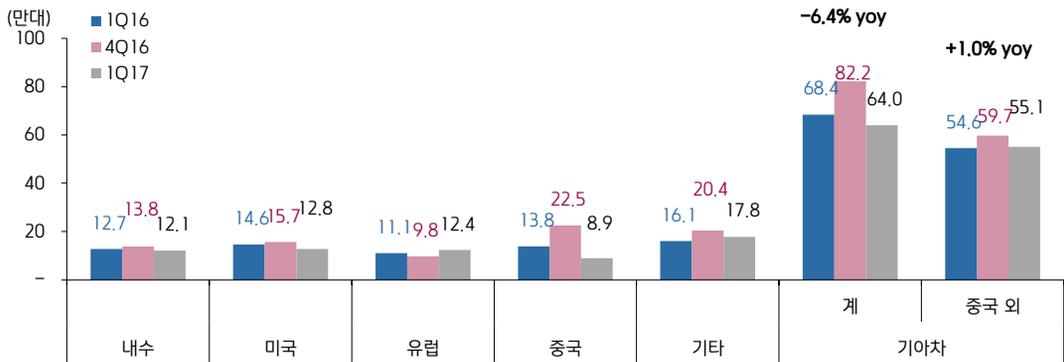
자료: 현대차, 키움증권

기아차 1Q17 출하량: 중국 외 +3.1% yoy, -10.6% qoq



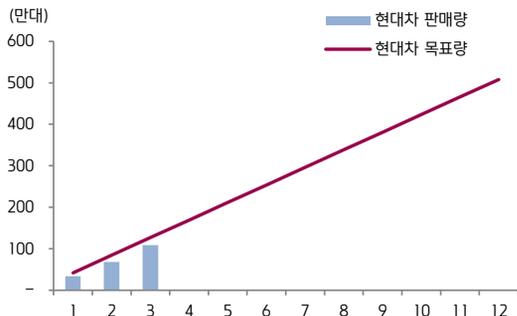
자료: 기아차, 키움증권

기아차 1Q17 리테일: 중국 외 +1.0% yoy, -7.7% qoq



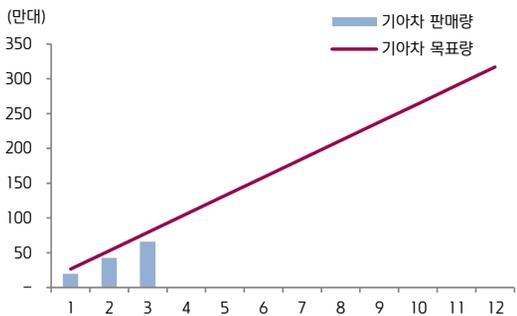
자료: 기아차, 키움증권

현대차 연간출하목표 달성률: 16.5% 미달



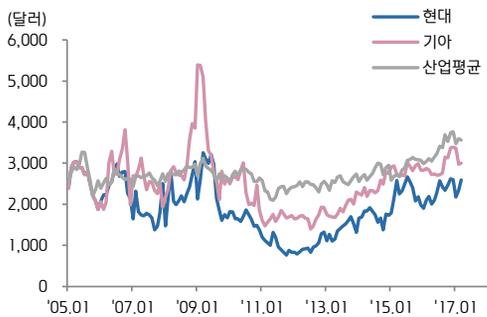
주: 연간 판매목표 508만대를 월할 계산해 누적으로 산정
자료: 현대차, 키움증권

기아차 연간출하목표 달성률: 20.2% 미달



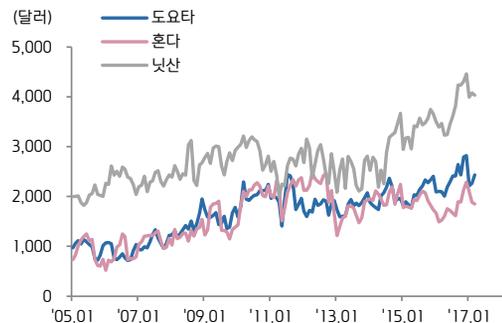
주: 연간 판매목표 317만대를 월할 계산해 누적으로 산정
자료: 기아차, 키움증권

북미 인센티브 추이: 현대차, 기아차



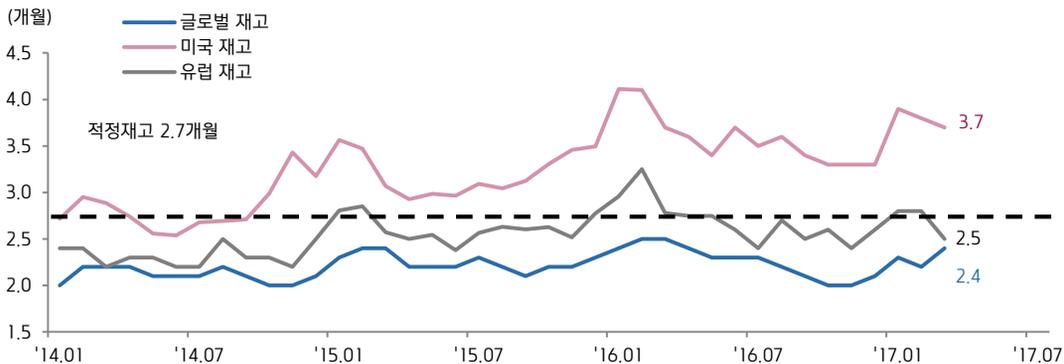
자료: Truecar, 키움증권

북미 인센티브 추이: 일본 Big 3



자료: Truecar, 키움증권

현대차 지역별 재고 추이



자료: 현대차, 키움증권

>>> 타이어: 예상된 원가율 상승 대비 양호한 실적

주요 실적 변수

타이어의 경우 1Q17 주요 실적 변수를 살펴보면, 1) 환율은 완성차와 마찬가지로 부정적인 상황이다. 원/유로, 원/달러 하락은 매출 성장을 제한하는 요인으로 판단한다. 2) ASP도 평가 인상이 2Q17 이후 반영되는 점을 감안하면 1~2% yoy 수준의 인하 추세가 지속되었을 것으로 판단한다. 3) 단, 볼륨은 평가 인상 전 달러들의 유통재고 확충 수요로 유럽과 북미 중심의 RE 수요 증가세가 강했을 것으로 판단한다.

글로벌 타이어 업체 북미/유럽 가격 인상 추이

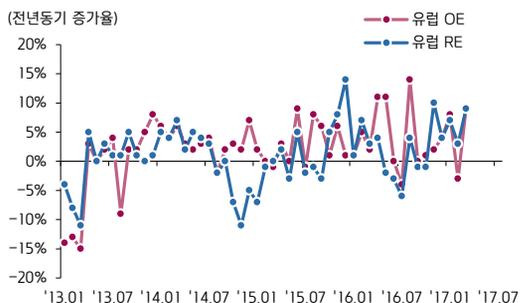
날짜	업체	지역	제품	인상시점	인상률
2017-04-07	Trelleborg	-	산업용/건설용	2017.5~	평균 7%
2017-04-05	Goodyear (2차 인상)	북미	전제품	2017.5~	~6%
2017-03-06	Camso	-	-	2017.4~	평균 8%
2017-03-01	Continental/General	북미	PCR/LTR	2017.5~	~7%
2017-03-01	Trelleborg	북미	농업용/입업용	2017.4~	8%
2017-02-24	Titan/Goodyear Farm	북미	농업용	2017.4~	-
2017-02-15	Giti	북미	-	2017.4~	-
2017-02-13	Alliance	-	상용/오프로드	2017.4~	-
2017-02-10	Continental	북미	상용	-	-
2017-02-10	Hankook	북미	-	2017.4~	-
2017-02-09	Pirelli	북미/유럽	전제품	2017.4~	-
2017-02-07	Kumho	북미	전제품	2017.4~	~8%
2017-02-02	Toyo	북미	전제품	-	-
2017-02-02	Bridgestone	북미	상용	-	-
2017-02-02	Falken	-	전제품	-	-
2017-02-01	Yokohama	-	전제품	2017.4~	-
2017-01-31	Michelin	북미	전제품	-	~8%
2017-01-26	Bridgestone	북미	-	-	원가 상승에 따른 가격 인상 가능성 시사
2017-01-23	Nexen	북미	전제품	-	평균 5%
2017-01-20	Carlstar	-	특수용	2017.3~	-
2017-01-17	Goodyear (1차 인상)	-	전제품	2017.2~	~8%
2017-01-16	Cooper	-	-	-	원가 상승에 따른 가격 인상 가능성 시사
2017-01-06	Goodyear	-	-	-	원가 상승에 따른 가격 인상 가능성 시사
2016-12-21	Trelleborg	유럽	농업용/입업용	2017.2~	~5%
2016-12-21	Mitas	유럽	농업용	2017.2~	~5%
2016-12-01	Bridgestone	유럽	PCR/TBR	2017.1~	3%/1%

자료: 각 사, 언론 종합, 키움증권

2Q17 이후에는 볼륨 증가 속도는 소폭 둔화되지만 계절 성수기에 진입하며 1Q17 대비 증가 지속할 것으로 예상된다. 1Q17 추가로 급등한 원가가 투입되는 2Q17에는 추가적으로 반영되는 평가 인상이 이를 상당부분 상쇄하며 마진 하락을 제한할 것으로 판단한다.

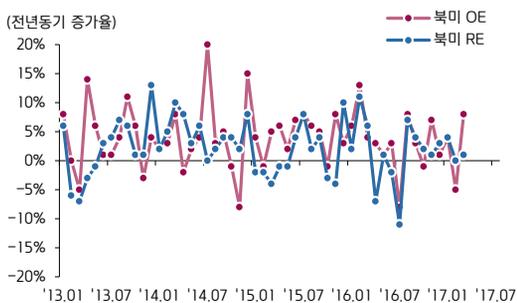
한국타이어의 경우 볼륨 증가, 믹스 개선, 평가 인상이 투입 원가 상승을 상당부분 방어하며 수익성 훼손 없이 이익은 1Q17대비 증가할 것으로 예상된다. 이에 1H17 이익 가시성 확인 이후 2H17 Valuation 상승을 모색할 것으로 판단한다.

유럽 타이어 수요 증가율



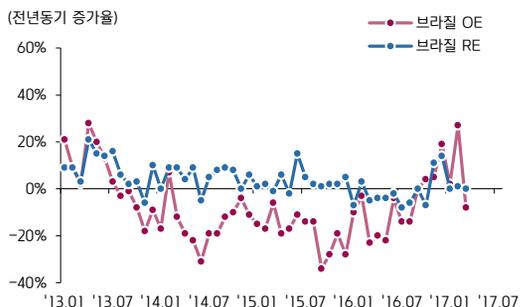
자료: Michelin, 키움증권

북미 타이어 수요 증가율



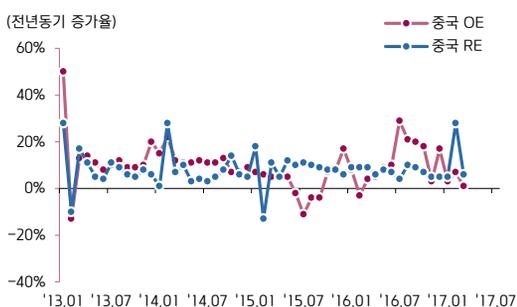
자료: Michelin, 키움증권

브라질 타이어 수요 증가율



자료: Michelin, 키움증권

중국 타이어 수요 증가율



자료: Michelin, 키움증권

한국타이어 PER 추이



자료: 현대차, 키움증권

>>> IQ17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

IQ17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

자동차/부품 IQ17 Preview: 전반적 부진 지속 (단위: 십억원, %, %p)

	IQ16	4Q16	IQ17	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
현대차	매출액	22,350.6	24,538.0	22,894.3	2.4	(6.7)	22,463.2	1.9
	영업이익	1,342.4	1,021.2	1,031.0	(23.2)	1.0	1,181.3	(12.7)
	세전이익	2,163.4	1,267.4	1,446.2	(33.2)	14.1	1,687.0	(14.3)
	지배순이익	1,687.0	1,000.0	1,074.7	(36.3)	7.5	1,204.9	(10.8)
	영업이익률	6.0	4.2	4.5	(1.5)	0.3	5.3	(0.8)
	세전이익률	9.7	5.2	6.3	(3.4)	1.2	7.5	(1.2)
	지배순이익률	7.5	4.1	4.7	(2.9)	0.6	5.4	(0.7)
기아차	매출액	12,649.4	12,914.7	12,205.3	(3.5)	(5.5)	12,530.0	(2.6)
	영업이익	633.6	532.2	400.7	(36.8)	(24.7)	516.8	(22.5)
	세전이익	1,046.7	456.4	544.1	(48.0)	19.2	755.3	(28.0)
	지배순이익	944.6	320.0	430.4	(54.4)	34.5	604.7	(28.8)
	영업이익률	5.0	4.1	3.3	(1.7)	(0.8)	4.1	(0.8)
	세전이익률	8.3	3.5	4.5	(3.8)	0.9	6.0	(1.6)
	지배순이익률	7.5	2.5	3.5	(3.9)	1.0	4.8	(1.3)
현대모비스	매출액	9,339.5	10,290.1	8,965.4	(4.0)	(12.9)	9,163.3	(2.2)
	영업이익	718.4	679.9	629.9	(12.3)	(7.3)	684.3	(7.9)
	세전이익	1,100.7	889.6	891.9	(19.0)	0.3	982.1	(9.2)
	지배순이익	793.1	694.2	660.0	(16.8)	(4.9)	725.0	(9.0)
	영업이익률	7.7	6.6	7.0	(0.7)	0.4	7.5	(0.4)
	세전이익률	11.8	8.6	9.9	(1.8)	1.3	10.7	(0.8)
	지배순이익률	8.5	6.7	7.4	(1.1)	0.6	7.9	(0.6)
현대위아	매출액	1,838.7	2,058.1	1,853.0	0.8	(10.0)	1,890.2	(2.0)
	영업이익	80.0	28.0	56.1	(29.9)	100.7	59.9	(6.4)
	세전이익	66.8	50.7	36.2	(45.8)	(28.6)	47.6	(24.0)
	지배순이익	48.7	22.9	26.6	(45.3)	16.5	39.2	(32.1)
	영업이익률	4.4	1.4	3.0	(1.3)	1.7	3.2	(0.1)
	세전이익률	3.6	2.5	2.0	(1.7)	(0.5)	2.5	(0.6)
	지배순이익률	2.6	1.1	1.4	(1.2)	0.3	2.1	(0.6)
한온시스템	매출액	1,428.1	1,501.7	1,447.9	1.4	(3.6)	1,421.2	1.9
	영업이익	104.8	116.0	102.7	(2.1)	(11.5)	106.8	(3.9)
	세전이익	104.2	121.6	107.9	3.5	(11.3)	106.9	0.9
	지배순이익	68.5	94.6	78.8	15.0	(16.7)	75.5	4.4
	영업이익률	7.3	7.7	7.1	(0.3)	(0.6)	7.5	(0.4)
	세전이익률	7.3	8.1	7.4	0.2	(0.6)	7.5	(0.1)
	지배순이익률	4.8	6.3	5.4	0.6	(0.9)	5.3	0.1
S&T모티브	매출액	285.2	316.4	309.1	8.4	(2.3)	304.4	1.6
	영업이익	26.5	1.0	25.7	(2.9)	2,534.6	26.2	(1.9)
	세전이익	26.7	5.4	25.4	(5.1)	369.5	22.6	12.2
	지배순이익	17.0	(2.8)	18.7	10.5	(778.5)	15.4	21.8
	영업이익률	9.3	0.3	8.3	(1.0)	8.0	8.6	(0.3)
	세전이익률	9.4	1.7	8.2	(1.2)	6.5	7.4	0.8
	지배순이익률	5.9	(0.9)	6.1	0.1	6.9	5.1	1.0

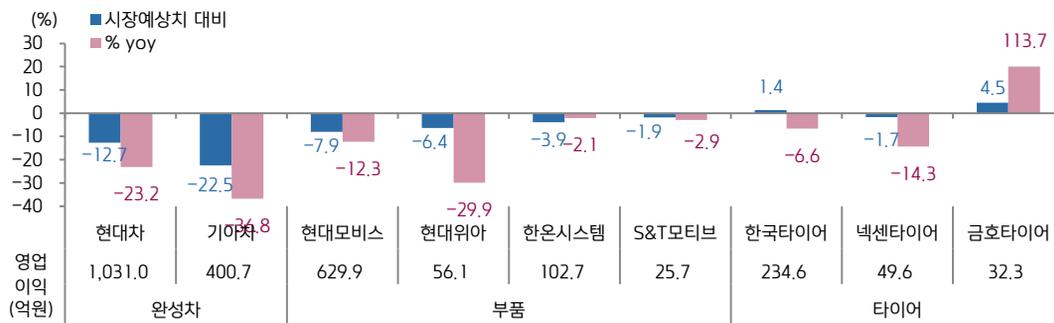
자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

타이어 IQ17 Preview: 고무가격 상승 영향에도 예상대비 실적 호조 기록 (단위: 십억원, %, %p)

	IQ16	4Q16	IQ17	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
한국 타이어	매출액	1,626.0	1,610.6	1,671.7	2.8	3.8	1,654.6	1.0
	영업이익	251.1	239.2	234.6	(6.6)	(1.9)	231.4	1.4
	세전이익	247.2	263.9	243.4	(1.5)	(7.8)	239.1	1.8
	지배순이익	195.6	206.5	194.7	(0.4)	(5.7)	183.5	6.1
	영업이익률	15.4	14.9	14.0	(1.4)	(0.8)	14.0	0.0
	세전이익률	15.2	16.4	14.6	(0.6)	(1.8)	14.4	0.1
	지배순이익률	12.0	12.8	11.6	(0.4)	(1.2)	11.1	0.6
넥센 타이어	매출액	458.0	473.4	461.7	0.8	(2.5)	467.4	(1.2)
	영업이익	57.9	55.1	49.6	(14.3)	(10.0)	50.5	(1.7)
	세전이익	54.3	50.7	37.0	(31.9)	(27.2)	43.9	(15.8)
	지배순이익	41.5	42.7	29.9	(27.9)	(29.9)	33.2	(9.8)
	영업이익률	12.6	11.6	10.7	(1.9)	(0.9)	10.8	(0.1)
	세전이익률	11.9	10.7	8.0	(3.9)	(2.7)	9.4	(1.4)
	지배순이익률	9.1	9.0	6.5	(2.6)	(2.5)	7.1	(0.6)
금호 타이어	매출액	701.8	790.6	702.4	0.1	(11.2)	736.6	(4.6)
	영업이익	15.1	54.7	32.3	113.7	(41.0)	30.9	4.5
	세전이익	(13.1)	7.0	(0.5)	적지	적전	-0.3	-
	지배순이익	(14.4)	17.3	(0.4)	적지	적전	1.2	-
	영업이익률	2.2	6.9	4.6	2.4	(2.3)	4.2	0.4
	세전이익률	(1.9)	0.9	(0.1)	적지	적전	(0.0)	-
	지배순이익률	(2.0)	2.2	(0.1)	적지	적전	0.2	-

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

IQ17 Preview: 타이어 예상 상회, 완성차/부품 예상 하회



자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

종목별 Comments 및 투자 전략

현대차(005380) (BUY/ TP 170,000원/ 하향) (자동차/부품 Top-pick)

- 1Q17 영업이익 1.03조원(-23.2% yoy, +1.0% qoq, OPM 4.5%), 컨센서스 1.18조원 12.7% 하회 전망
- 세타엔진 관련 리콜비용 2,500억원 추정 감안 시 영업이익은 1.28조원으로 시장 컨센서스 상회. 예상대비 실적호조 원인은 1) 지난 4Q16 우호적 환율(원가율)이 적용된 수출 물량의 재고가 1~2월 중 소진 되었을 것으로 추정함에 따라 방어적 매출총이익률 기록, 2) 기말환율 급락에 따른 판매보증충당금 환입에 근거
- '17년 PER 7.4배로 주가 회복 위해선 개선 중인 믹스, 이머징 실적 외에도 환율 개선, 중국 회복 필요. 목표가는 중국 회복되는 2018년 EPS 20,644원과 목표 PER 8.0배(모델노후화 시점 PER 밴드 상단) 적용
- 추정치 조정으로 목표가 기존 200,000원→170,000원으로 15.0% 하향. 1H17 자동차부품내 가장 방어적

기아차(000270) (BUY/ TP 52,000원/ 하향)

- 1Q17 영업이익 4,007억원(-36.8% yoy, -24.7% qoq, OPM 3.3%), 컨센서스 5,168억원 23% 하회 전망
- 세타엔진 관련 리콜비용 1,200억원 추정 감안 시 영업이익은 5,207억원으로 시장 컨센서스 부합. 원인은 현대차와 동일하게 1) 지난 4Q16 우호적 환율(원가율)이 적용된 수출 물량의 재고가 1~2월 중 소진 되었을 것으로 추정, 2) 기말환율 급락에 따른 판매보증충당금 환입에 근거
- '17년 PER 6.7배. 통상임금 이슈 지연(1조원 규모, 2Q17말~3Q17초 판결 전망)으로 주가 할인 지속. 목표가는 2018년 EPS 6,242원과 목표 PER 7.2배(모델노후화 시점 PER 밴드 상단) 적용. 추정치 조정으로 목표가 기존 52,000원에서 45,000원으로 13.5% 하향. 중국 회복과 통상임금 이슈 해소 시 매수 추천

현대모비스(012330) (BUY/ TP 300,000원/ 하향) (자동차/부품 Second-Pick)

- 1Q17 영업이익 6,299억원(-12.3% yoy, -7.3% qoq, OPM 7.0%), 컨센서스 6,843억원 7.9% 하회 전망
- 부정적 환율과 현대차그룹 글로벌 출하 감소로 매출액은 모듈을 중심으로 감소하는 가운데, 중국 출하 부진, 위안화 약세로 모듈 마진(3.7%) 하락, 원/달러 및 원/유로 환율 하락으로 A/S(20.0%) 부진 전망
- '17년 PER 7.2배. 1H17 사드로 인한 현대차그룹 중 부진 우려는 주가 상승을 제한할 것으로 전망하나, 2Q~3Q17 현대차그룹 중국출하 감소폭이 축소되는 시점 전후해 주가 상승탄력은 업종 내 가장 높을 전망
- 목표가는 기존 370,000원에서 300,000원으로 18.9% 하향 조정, 2017년 EPS 30,224원에 목표 PER 9.6배(현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증)을 감안해 산출. 이익 가시성 높은 구간에서 할증이 확대된 점 감안 시 중국 출하 부진 회복 시 업종 내 상승이 탄력적일 것으로 기대

현대위아(011210) (Outperform/ TP 70,000원/ 하향)

- 1Q17 영업이익 561억원(-29.9% yoy, +101% qoq, OPM 3.0%), 컨센서스 599억원 6.4% 하회 전망
- 중국 출하 부진에 따른 CKD 물량 감소, 2.0L 이하 소비세 인하 축소에도 해당 차급 모델 확대 영향으로 중국 부진이 지속. 디젤, 서산, 멕시코 등 가동률 정상화 시점이 지연됨에 따라 고정비 부담 1H17 지속되고 있어 이익 가시성이 업종 내 낮음. 기계부문도 부정적 환율 지속됨에 따라 회복 지연
- '17년 PER 10.1배. 서산, 디젤 초기 가동, 멕시코 불확실성 확대. 기계 및 중국 엔진 회복 지연은 부담. 목표가는 2017년 EPS, 목표 PER 9.6배(현대차 목표 PER과 현대차 대비 PER 할증을 평균) 적용했으며, 추정치 하향으로 기존 80,000원에서 70,000원으로 12.5% 하향 조정

한온시스템(018880) (BUY/ TP 14,000원/ 유지)

- 1Q17 영업이익 1,027억원(-2.1% yoy, -11.5% qoq, OPM 7.1%), 컨센서스 1,068억원 3.9% 하회 전망
- 이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 부진과 원/위안 환율 하락, 중국 내 완성차 경쟁 심화로 인한 부품사 마진 하락 압력 등 경영 환경이 불리해졌음에도 1) 유럽 턴어라운드 효과 가시화, 2) 전사 비용 절감 노력 영향으로 실적은 시장 예상치에 크게 벗어나지 않을 것으로 판단
- '18년 PER 10.1배로 중국 사업 확대 가시화, 친환경 부품 수주 지속. E-Comp의 진입장벽 높아 경쟁사 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 매수 기회로 판단

S&T모티브(064960) (BUY/ TP 63,000원/ 유지)

- 1Q17 영업이익 257억원(-2.9% yoy, +2534.6% qoq, OPM 8.3%), 컨센서스 262억원 1.9% 하회 전망
- 원/달러 하락에 따른 S&TC과 본사 매출 50% 이상인 직수출 수익성 악화로 관련 실적 부진하나 소총 덮개 발열 이슈로 납품이 지연된 방산 물량 매출 인식에 따른 기저효과 영향
- '17년 PER 10.5배. K2 납품 재개 보도, 모터 등 친환경 관련 부품의 물량 확대에 성장 기대감은 높으나, 방산 부문 실적이 과거대비 축소된 점과 2017년 이익의 성장의 가시성 다소 낮은 점은 과거 PER 고점까지 상승을 제한하는 요인. 목표가는 방산부문 실적 변동이 배제된 2018년 EPS에 목표 PER 12.1배(방산 실적 안정기 PER 밴드 상단) 적용

한국타이어(161390) (BUY/ TP 80,000원/ 유지) (업종 전체 및 타이어 Top-pick)

- 1Q17 영업이익 2,346억원(-6.6% yoy, -1.9% qoq, OPM 14.0%), 컨센서스 2,314억원 1.4% 상회 전망
- 부정적 환율과 원재료비 상승에도 판가 인상 전 딜러들의 Restocking으로 볼륨 증가, 유럽 및 미국 믹스 개선 (RE 고인치 비중 확대) 영향으로 수익성은 시장 우려와 달리 14.0% 수준에 근접할 것으로 추정
- 2Q17 원재료비 추가 상승에도 믹스 개선, 볼륨 증가, 판가 상승이 마진 방어. 2H17에는 최근 하락 고무 가격 투입으로 원가율은 개선, 가격 재인상한 Goodyear 등 경쟁 재발 가능성 낮아 이익 가시성 확대
- '17년 PER 7.8배. 최근 미국, 유럽 등 판가 인상 후 가격 경쟁 종료로 영업 레버리지 높은 한국 타이어 업체들의 이익 개선 효과 클 전망. 판가 인상 시 Valuation 평균인 PER 11.2배까지 주가 상승 가능하며, 적어도 가격 인하시점 PER 상단 9.8배인 73,500원까지 상승 기대. 자동차/부품/타이어 Top-pick 추천

넥센타이어(073240) (BUY/ TP 18,000원/ 유지)

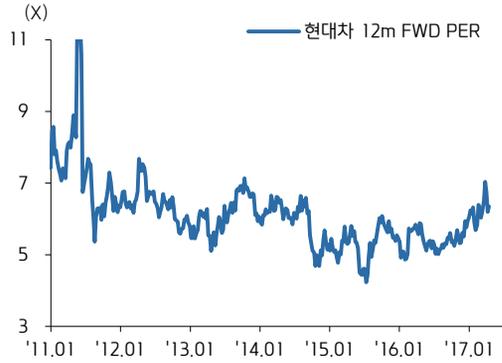
- 1Q17 영업이익 496억원(-14.3% yoy, -10.0% qoq, OPM 10.7%), 컨센서스 505억원 1.7% 하회 전망
- 2Q17 투입원가는 최근 하락한 일부 고무가 반영될 것으로 기대. 2H17에도 급락한 고무가 투입으로 원가율은 재차 하락하고 가격 경쟁 재발 가능성은 낮아 이익 가시성 더욱 높아질 전망
- '17년 PER 9.5배. 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 한국타이어 대비 1) 판가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위이기 때문. 수요 회복 시 주가 상승 업종 내 가장 탄력적일 전망

금호타이어(073240) (BUY/ TP 10,000원/ 유지)

- 1Q17 영업이익 323억원(+113.7% yoy, -41.0% qoq, OPM 4.6%), 컨센서스 309억원 4.9% 상회 전망
- 매출액대비 원가율 높아 실적 가시성은 2Q17까지 업종 내 가장 낮으나, 2H17 1) 중국 공장 이전 및 미국 정상화로 가동률 회복, 2) 더블스타 인수 후 시너지 창출 기대. 단, 금호산업의 상표권 관련 소송 지속으로 M&A 차질 시 주가는 노이즈로 작용할 것으로 판단

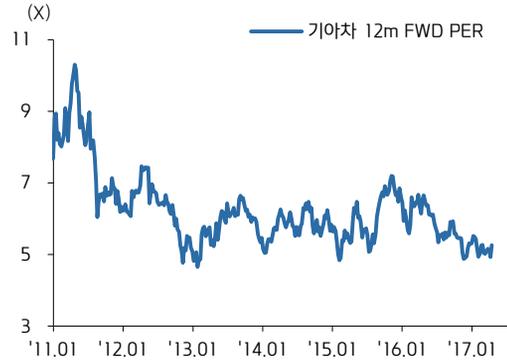
참고: 키움 Coverage Valuation Trend

현대차 12개월 선행 PER 추이



자료: Datastream, 키움증권

기아차 12개월 선행 PER 추이



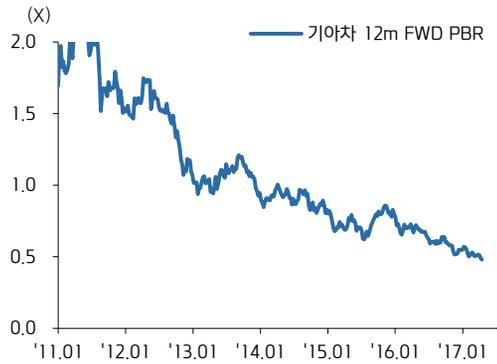
자료: Datastream, 키움증권

현대차 12개월 선행 PBR 추이



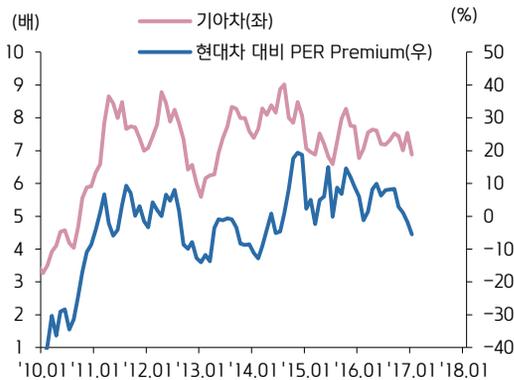
자료: Datastream, 키움증권

기아차 12개월 선행 PBR 추이



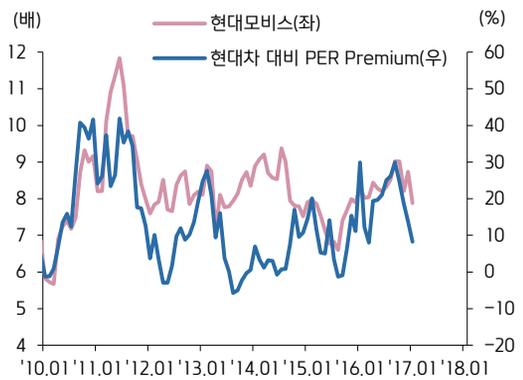
자료: Datastream, 키움증권

기아차, 현대차 대비 PER Premium 추이



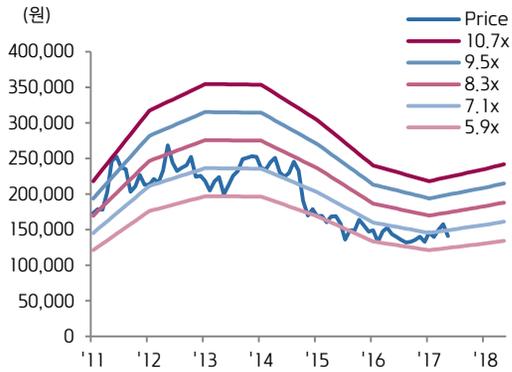
자료: 키움증권

현대모비스, 현대차 대비 PER Premium 추이



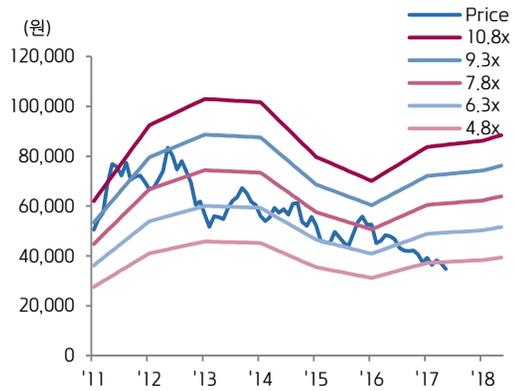
자료: 키움증권

현대차 PER Band



자료: 키움증권

기아차 PER Band



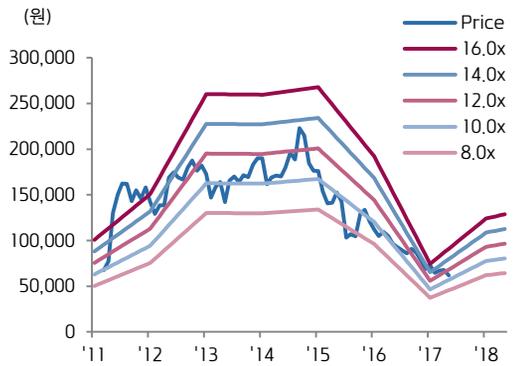
자료: 키움증권

현대모비스 PER Band



자료: 키움증권

현대위아 PER Band



자료: 키움증권

한온시스템 PER Band



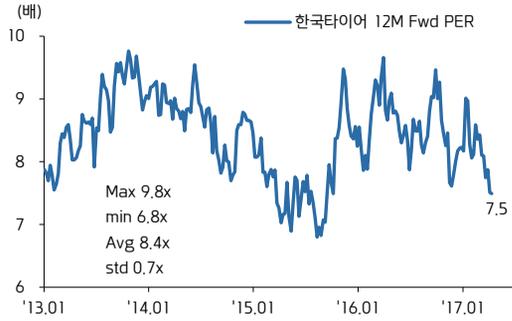
자료: 키움증권

S&T모티브 PER Band



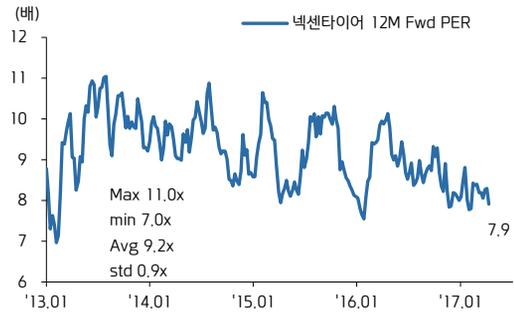
자료: 키움증권

한국타이어 12개월 선행, PER Band



자료: Datastream, 키움증권

넥센타이어 12개월 선행, PER Band



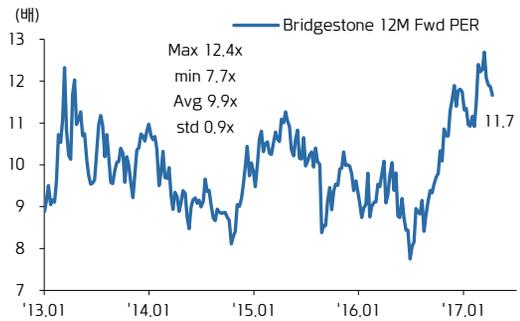
자료: Datastream, 키움증권

금호타이어 12개월 선행, PER Band



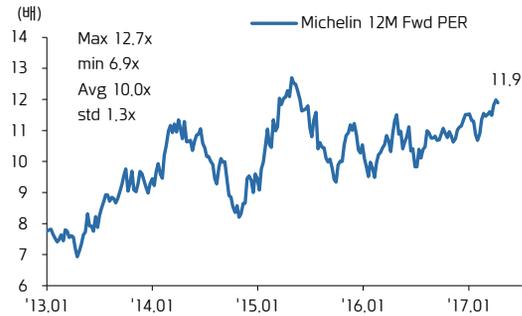
자료: Datastream, 키움증권

Bridgestone 12개월 선행, PER Band



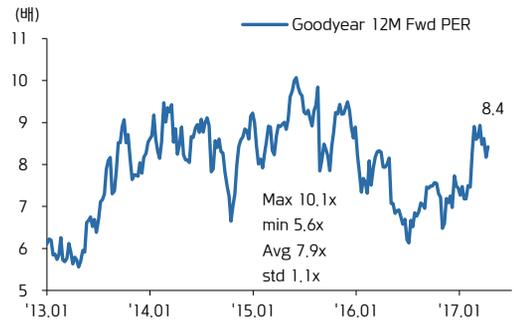
자료: Datastream, 키움증권

Michelin 12개월 선행, PER Band



자료: Datastream, 키움증권

Goodyear 12개월 선행, PER Band



자료: Datastream, 키움증권



기업분석

- 현대차(005380) 상반기 업종내 방어주 BUY(Maintain)/TP 170,000원(하향)
- 기아차(000270) 설상가상(雪上加霜) BUY(Maintain)/TP 45,000원(하향)
- 현대모비스(012330) 중국 회복 시 매수 대응 추천 BUY(Maintain)/TP 300,000원(하향)
- 현대위아(011210) 부진 지속 Outperform(Maintain)/TP 70,000원(하향)
- 한온시스템(018880)기델 곳은 유럽 턴어라운드뿐 BUY(Maintain)/TP 14,000원(유지)
- S&T모티브(064960) 회복을 위해 필요한 것들 BUY(Maintain)/TP 63,000원(유지)
- 한국타이어(161390) 너의 주가 상승만 보여 BUY(Maintain)/TP 80,000원(유지)
- 넥센타이어(002350) 우호적인 업황 진입 BUY(Maintain)/TP 18,000원(유지)
- 금호타이어(073240) 턴어라운드 vs. M&A 진통 BUY(Maintain)/TP 10,000원(유지)

현대차 (005380)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 141,000원

목표주가 170,000원

중국 사드 이슈 운기 반영되기 전인 3월 중국 출하가 -44.3% yoy로 부진해 원화 강세와 더불어 회복 지연 요인으로 지목되었다. 1) 국내 믹스 개선, 2) 이머징 회복, 3) 수출 볼륨 기저효과는 여전히 유효하지만 중국 부진 우려가 축소될 것으로 기대되는 3Q17 이후 주가 회복을 전망한다. 추정치 변경으로 목표주가는 170,000원으로 15.0% 하향 조정한다.

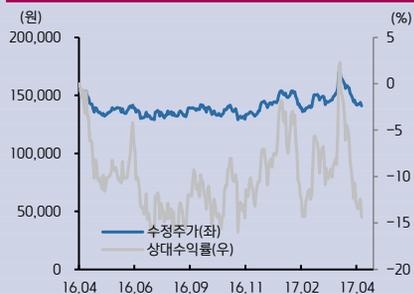
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	371,804억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	170,000원	129,000원	
최고/최저가 대비 등락	-17.06%	9.30%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-6.9%	-6.2%
	6M	4.8%	-0.4%
	1Y	-8.4%	-14.4%

Company Data

발행주식수	285,479천주
일평균 거래량(3M)	539천주
외국인 지분율	52.9%
배당수익률(17.E)	2.9%
BP (17.E)	249,037원
주요 주주	현대모비스(주) 28.2%
	국민연금공단 8.0%
	The Capital Group Companies 5.0%

Price Trend



상반기 업종내 방어주

>>> 중국 부진으로 불거진 회복 지연

현재 사드 이슈로 인해 현대차그룹 중국 출하 부진 확대 초기 국면. 2Q17까지 중국 출하 감소폭이 확대될 전망. 이익기여도 높은 국내법인의 환율 영향에 따른 수익성 악화와 판매비중 가장 높은 중국의 출하 부진 영향으로 주가 부진할 전망. 현대차는 국내 믹스 개선과 이머징 회복, 수출 볼륨 기저효과는 여전히 유효해 이머징 회복으로 장기적 매수 관점 접근에 대한 기존 시각 유지. 주가 회복은 부진 우려 축소 전망되는 2H17 이후 기대

>>> 1Q17 영업이익 1.03조원 전망

1Q17 영업이익 1.03조원(-23.2% yoy, +1.0% qoq, OPM 4.5%), 컨센서스 1.18조원 12.7% 하회 전망. 세타엔진 관련 리콜비용 2,500억원 추정 감안 시 영업이익은 1.28조원으로 시장 컨센서스 상회. 예상대비 실적 호조 원인은 1) 지난 4Q16 우호적 환율(원가율)이 적용된 수출 물량의 재고가 1~2월 중 소진 되었을 것으로 추정함에 따라 방어적 매출총이익률 기록하고, 2) 기말할을 급락에 따른 판매보증충당금 환입함에 근거

>>> 목표주가 170,000원으로 15.0% 하향

현대차에 대한 투자 의견 Buy는 유지하나, 목표주가 170,000원으로 15.0% 하향. 주가 회복 위해선 개선 중인 믹스, 이머징 실적 외에도 환율 개선, 중국 회복 필요. 목표가는 중국 회복되는 2018년 EPS 20,644원과 목표 PER 8.0배(모델노후화 시점 PER 밴드 상단) 적용. 1H17까지 자동차와 자동차/부품 내 가장 방어적

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	919,587	936,490	952,307	1,000,830	1,077,035
영업이익(억원)	63,579	51,935	50,625	58,446	64,223
EBITDA(억원)	91,519	85,523	80,561	88,181	93,995
세전이익(억원)	84,594	73,071	65,570	78,700	85,597
순이익(억원)	65,092	57,197	50,948	61,150	66,509
지배주주지분순이익(억원)	64,173	54,064	49,060	58,934	64,100
EPS(원)	24,884	20,964	19,024	20,644	22,454
증감율(%YoY)	-12.7	-15.8	-9.3	8.5	8.8
PER(배)	6.0	7.0	7.4	6.8	6.3
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	7.4	6.8	7.0
영업이익률(%)	6.9	5.5	5.3	5.8	6.0
순이익률(%)	7.1	6.1	5.3	6.1	6.2
ROE(%)	10.1	8.2	6.9	7.8	7.9
순부채비율(%)	24.8	28.5	25.8	25.0	29.9

현대차 1Q17 Preview: 영업이익은 1.03조원을 기록해 컨센서스 12.7% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	22,350.6	24,538.0	22,894.3	2.4	(6.7)	22,463.2	1.9
영업이익	1,342.4	1,021.2	1,031.0	(23.2)	1.0	1,181.3	(12.7)
세전이익	2,163.4	1,267.4	1,446.2	(33.2)	14.1	1,687.0	(14.3)
지배순이익	1,687.0	1,000.0	1,074.7	(36.3)	7.5	1,204.9	(10.8)
영업이익률	6.0	4.2	4.5	(1.5)	0.3	5.3	(0.8)
세전이익률	9.7	5.2	6.3	(3.4)	1.2	7.5	(1.2)
지배순이익률	7.5	4.1	4.7	(2.9)	0.6	5.4	(0.7)

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	97,259.8	102,172.2	95,230.7	100,083.0	(2.1)	(2.0)
영업이익	5,786.4	6,524.6	5,062.5	5,844.6	(12.5)	(10.4)
영업이익률(%)	5.9	6.4	5.3	5.8	(0.6)	(0.5)
EBITDA	9,186.2	10,220.1	8,056.1	8,818.1	(12.3)	(13.7)
EBITDA 이익률(%)	9.4	10.0	8.5	8.8	(1.0)	(1.2)
순이익	6,229.3	6,901.3	5,094.8	6,115.0	(18.2)	(11.4)

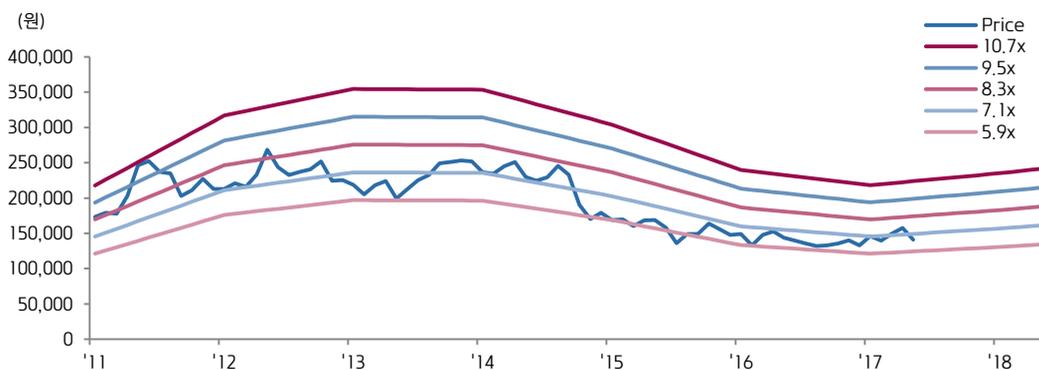
자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 목표주가 산출 내역

목표 PER	8.0 배	(a), 모델 노후화 시점 PER band (5.8~8.0 배) 상단
적용 EPS	20,644 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	170,000 원	(a) x (b), 목표주가 하향(기존 200,000 원, -15.0% 변경)
전일 증가	141,000 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	20.6 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017F	2018F	2019F
매출액	22,350.6	24,676.7	22,083.7	24,538.0	22,894.3	24,489.3	21,960.5	25,886.6	95,230.7	100,083.0	107,703.5
>자동차	17,238.6	19,421.0	16,617.7	19,406.0	17,601.2	19,040.6	16,415.3	20,277.8	72,683.2	73,334.8	77,153.3
>금융	3,529.0	3,561.0	3,767.0	3,195.2	3,694.3	3,734.4	3,836.9	3,649.0	14,052.2	14,914.5	15,880.0
>기타	1,583.0	1,694.0	1,699.0	1,936.9	1,598.8	1,714.3	1,708.3	1,959.9	6,912.9	6,981.4	7,049.7
영업이익	1,342.4	1,761.8	1,068.1	1,021.2	1,031.0	1,429.5	1,151.7	1,450.3	5,062.5	5,844.6	6,422.3
세전이익	2,163.4	2,381.6	1,494.7	1,267.4	1,446.2	1,703.7	1,469.5	1,937.6	6,557.0	7,870.0	8,559.7
순이익	1,768.1	1,763.9	1,118.8	1,068.8	1,120.8	1,303.6	1,083.4	1,587.0	5,094.8	6,115.0	6,650.9
영업이익률	6.0	7.1	4.8	4.2	4.5	5.8	5.2	5.6	5.3	5.8	6.0
세전이익률	9.7	9.7	6.8	5.2	6.3	7.0	6.7	7.5	6.9	7.9	7.9
순이익률	7.9	7.1	5.1	4.4	4.9	5.3	4.9	6.1	5.3	6.1	6.2
% yoy											
매출액	6.7	8.1	(5.7)	(0.9)	2.4	(0.8)	(0.6)	5.5	1.7	5.1	7.6
>자동차	4.3	9.0	(9.1)	(3.1)	2.1	(2.0)	(1.2)	4.5	0.0	0.9	5.2
>금융	22.3	11.4	11.8	7.0	4.7	4.9	1.9	14.2	13.0	6.1	6.5
>기타	3.9	(6.0)	(4.2)	11.1	1.0	1.2	0.5	1.2	1.0	1.0	1.0
영업이익	(15.5)	0.6	(29.0)	(32.6)	(23.2)	(18.9)	7.8	42.0	(2.5)	15.4	9.9
세전이익	(6.8)	0.5	(12.4)	(38.6)	(33.2)	(28.5)	(1.7)	52.9	(10.3)	20.0	8.8
순이익	(10.8)	(1.5)	(7.2)	(30.1)	(36.6)	(26.1)	(3.2)	48.5	(10.9)	20.0	8.8
% qoq											
매출액	(9.7)	10.4	(10.5)	11.1	(6.7)	7.0	(10.3)	17.9			
>자동차	(14.0)	12.7	(14.4)	16.8	(9.3)	8.2	(13.8)	23.5			
>금융	18.2	0.9	5.8	(15.2)	15.6	1.1	2.7	(4.9)			
>기타	(9.2)	7.0	0.3	14.0	(17.5)	7.2	(0.3)	14.7			
영업이익	(11.4)	31.2	(39.4)	(4.4)	1.0	38.7	(19.4)	25.9			
세전이익	4.9	10.1	(37.2)	(15.2)	14.1	17.8	(13.7)	31.9			
순이익	15.6	(0.2)	(36.6)	(4.5)	4.9	16.3	(16.9)	46.5			
글로벌판매대수(천대)	1,107.7	1,286.7	1,085.0	1,382.3	1,089.9	1,132.1	1,036.6	1,286.5	4,545.0	5,155.0	5,480.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,150.0	1,150.0	1,155.0	1,152.3	1,170.0	1,170.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,251.1	1,145.0	1,160.0	1,196.4	1,195.0	1,195.0

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	919,587	936,490	952,307	1,000,830	1,077,035
매출원가	737,013	759,597	770,267	807,605	870,172
매출총이익	182,574	176,893	182,040	193,225	206,863
판매비및일반관리비	118,995	124,958	131,414	134,779	142,639
영업이익	63,579	51,935	50,625	58,446	64,223
영업이익률(%)	6.9%	5.5%	5.3%	5.8%	6.0%
영업외손익	21,015	21,136	14,945	20,254	21,374
이자수익	4,909	3,776	3,979	4,132	4,409
배당금수익	138	351	389	399	422
외환이익	9,062	9,517	7,334	9,739	11,098
이자비용	2,592	2,721	1,966	2,183	2,430
외환손실	11,114	8,565	5,926	7,630	8,628
관계기업자본손익	19,307	17,249	10,648	15,692	16,413
투자및기타자산처분손익	-151	1,427	-222	-161	-65
금융상품평가및기타금융이익	-252	99	4	-3	-2
기타	1,708	-43	703	270	157
법인세차감전이익	84,594	73,071	65,570	78,700	85,597
법인세비용	19,502	15,874	14,622	17,550	19,088
유효법인세율(%)	23.1%	21.7%	22.3%	22.3%	22.3%
당기순이익	65,092	57,197	50,948	61,150	66,509
지배주주지분손이익(억원)	64,173	54,064	49,060	58,934	64,100
EBITDA	91,519	85,523	80,561	88,181	93,995
현금순이익(Cash Earnings)	93,032	90,785	80,884	90,886	96,281
수정당기순이익	65,402	56,002	51,113	61,275	66,560
증감률(% YoY)					
매출액	3.0	1.8	1.7	5.1	7.6
영업이익	-15.8	-18.3	-2.5	15.4	9.9
법인세차감전이익	-15.0	-13.6	-10.3	20.0	8.8
당기순이익	-14.9	-12.1	-10.9	20.0	8.8
지배주주지분당기순이익	-12.7	-15.8	-9.3	20.1	8.8
EBITDA	-9.4	-6.6	-5.8	9.5	6.6
EPS	-12.7	-15.8	-9.3	8.5	8.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	10,439	16,191	19,668	21,614	23,690
당기순이익	65,092	57,197	50,948	61,150	66,509
감가상각비	19,727	21,646	20,162	18,780	17,492
무형자산상각비	8,213	11,942	9,774	10,956	12,280
외환손익	1,091	-981	-1,409	-2,109	-2,470
자산처분손익	150	1,065	222	161	65
지분법손익	-18,873	-17,284	-10,648	-15,692	-16,413
영업활동자산부채 증감	-137,019	-129,430	-121,916	-128,313	-134,564
기타	72,059	72,037	72,535	76,680	80,790
투자활동현금흐름	-78,433	-69,285	-13,860	-50,520	-118,966
투자자산의 처분	15,099	-26,955	-12,809	-38,777	-60,712
유형자산의 처분	627	1,333	0	0	0
유형자산의 취득	-81,417	-29,712	0	0	-34,290
무형자산의 처분	-12,030	-13,957	-14,967	-16,777	-18,805
기타	-711	6	13,917	5,034	-5,158
재무활동현금흐름	72,012	56,861	79,434	87,787	107,970
단기차입금의 증가	18,747	-13,746	-6,347	-6,671	-7,179
장기차입금의 증가	69,898	84,939	90,364	94,968	112,199
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-13,525	-10,845	-10,777	-11,314	-12,120
기타	-3,108	-3,488	6,195	10,805	15,070
현금및현금성자산의순증가	2,350	5,586	85,242	58,881	12,695
기초현금및현금성자산	70,965	73,315	78,901	164,143	223,024
기말현금및현금성자산	73,315	78,901	164,143	223,024	235,719
Gross Cash Flow	147,458	145,621	79,584	84,927	90,254
Op Free Cash Flow	-153,604	-98,858	55,426	58,948	26,795

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	675,292	724,496	820,642	912,973	978,202
현금및현금성자산	73,315	78,901	164,143	223,024	235,719
유동금융자산	410,170	449,513	457,105	480,396	516,974
매출채권및유동채권	97,144	88,281	89,772	94,346	101,530
재고자산	91,990	105,238	107,016	112,468	121,032
기타유동비금융자산	2,673	2,563	2,606	2,739	2,948
비유동자산	978,387	1,063,863	1,103,847	1,173,380	1,301,720
장기매출및기타비유동채권	17,160	20,857	21,209	22,290	23,987
투자자산	446,369	478,598	485,115	506,561	536,722
유형자산	286,989	294,057	273,895	255,115	271,913
무형자산	42,981	45,862	51,055	56,876	63,401
기타비유동자산	184,889	224,489	272,572	332,538	405,697
자산총계	1,653,679	1,788,359	1,924,489	2,086,354	2,279,922
유동부채	412,135	436,098	476,401	525,100	582,276
매입채무및기타유동채무	175,203	171,495	174,391	183,277	197,232
단기차입금	93,849	87,607	81,259	74,588	67,410
유동성장기차입금	107,880	148,370	189,543	232,814	279,379
기타유동부채	35,203	28,627	31,208	34,421	38,255
비유동부채	572,730	628,816	684,471	747,801	829,805
장기매입채무및비유동채무	13,441	15,981	16,251	17,079	18,379
사채및장기차입금	447,601	498,464	547,654	599,351	664,985
기타비유동부채	111,688	114,371	120,566	131,370	146,441
부채총계	984,865	1,064,914	1,160,872	1,272,901	1,412,081
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
주식발행초과금	33,213	33,213	33,213	33,213	33,213
이익잉여금	600,351	643,614	682,665	731,066	783,852
기타자본	-28,215	-19,821	-19,821	-19,821	-19,821
지배주주지분자본총계	620,240	671,897	710,948	759,348	812,134
비지배주주지분자본총계	48,574	51,549	52,669	54,104	55,707
자본총계	668,814	723,446	763,617	813,453	867,841
순차입금	165,846	206,026	197,208	203,333	259,081
총차입금	649,331	734,440	818,456	906,753	1,011,774

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	24,884	20,964	19,024	20,644	22,454
BPS	217,263	235,358	249,037	265,991	284,482
주당EBITDA	35,488	33,163	31,239	30,889	32,925
CFPS	36,074	35,203	31,364	31,836	33,726
DPS	4,000	4,000	4,200	4,500	5,000
주가배수(배)					
PER	6.0	7.0	7.4	6.8	6.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	7.2	7.4	6.8	7.0
PCFR	4.1	4.1	4.5	4.4	4.2
수익성(%)					
영업이익률	6.9	5.5	5.3	5.8	6.0
순이익률	7.1	6.1	5.3	6.1	6.2
EBITDA margin	10.0	9.1	8.5	8.8	8.7
총자산이익률(ROA)	4.2	3.3	2.7	3.0	3.0
자기자본이익률(ROE)	10.1	8.2	6.9	7.8	7.9
투하자본이익률(ROIC)	17.7	12.5	11.7	14.1	15.4
안정성(%)					
부채비율	147.3	147.2	152.0	156.5	162.7
순차입금비율	24.8	28.5	25.8	25.0	29.9
이자보상배율(배)	24.5	19.1	25.7	26.8	26.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	10.1	10.7	10.9	11.0
재고자산회전율	11.1	9.5	9.0	9.1	9.2
매입채무회전율	5.5	5.4	5.5	5.6	5.7

기아차 (000270)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 34,700원

목표주가 45,000원

기아차는 중국 달러 재고 이슈로 영업환경이 어려운 가운데 사드 이슈로 출하 부진까지 심해지고 있다. 멕시코 불확실성과 통상임금 판결까지 감안하면 앞친데 뒷친격이다. 2H17 부진 요인이 해소되면 인도 공장 신설과 멕시코 회복에 근거한 외형 성장이 다시 주목받을 것으로 전망한다. 이익 추정치 조정으로 목표주가를 45,000원으로 하향 조정한다.

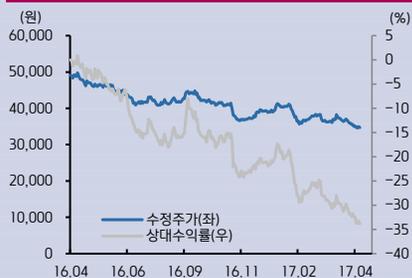
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	140,661억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	49,750원	34,550원	
최고/최저가 대비 등락	-30.25%	0.43%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.8%	-5.1%
	6M	-16.7%	-20.9%
	1Y	-29.3%	-33.8%

Company Data

발행주식수	405,363천주
일평균 거래량(3M)	951천주
외국인 지분율	37.6%
배당수익률(17.E)	3.1%
BP (17.E)	69,684원
주요 주주	현대자동차(주) 35.6%
	국민연금공단 7.1%

Price Trend



설상가상(雪上加霜)

>>> 설상가상(雪上加霜): 중국과 멕시코

기아차는 중국 달러 재고 부담에 따른 소송 이슈가 해소되기 전, 사드 이슈로 인한 출하 부진까지 겹침. 이에 판매 비중이 가장 높은 중국 시장에서 부정적 경영환경 심화. 하반기 볼륨이 집중된 멕시코 출하 목표에 대한 달성이 부담스러워진 가운데 추가 변론으로 대법원 판결 지연될 가능성은 높아지고 있어 주가 흐름에 부담인 상황. 해당 이슈가 완화될 시 멕시코 공장 가동과 인도 공장 신설 가능성으로 볼륨 증가로 인한 매출 장기 성장 기대감이 높아지며 주가 회복이 탄력적일 전망

>>> 1Q17 영업이익 4,007억원 전망

1Q17 영업이익 4,007억원(-36.8% yoy, -24.7% qoq, OPM 3.3%), 컨센서스 5,168억원 23% 하회 전망. 세타 엔진 관련 리콜비용 1,200억원 추정 감안 시 영업이익은 5,207억원으로 시장 컨센서스 부합. 원인은 현대차와 동일하게 1) 지난 4Q16 우호적 환율(원가율)이 적용 수출 물량의 재고가 1~2월 중 소진 되었을 것으로 추정, 2) 기말환율 급락에 따른 판매보충충당금 환입에 근거

>>> 목표주가 45,000원으로 13.5% 하향

기아차에 대한 투자 의견 Buy는 유지하나, 목표주가 45,000원으로 13.5% 하향. 목표가는 2018년 EPS 6,242원과 목표 PER 7.2배(모델노후화 시점 PER 밴드 상단) 적용했으며 목표가 하향은 추정치 조정에 근거. 장기적으로 인도공장 신설 등 매출성장 요인 커 Buy 의견 유지. 중국 회복과 통상임금 이슈 해소 시 매수 추천

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	495,214	527,129	542,682	568,510	596,279
영업이익(억원)	23,543	24,615	21,875	23,064	24,306
EBITDA(억원)	37,768	41,481	36,991	38,215	39,705
세전이익(억원)	31,003	34,420	26,664	31,991	33,261
순이익(억원)	26,306	27,546	21,091	25,305	26,310
지배주주지분순이익(억원)	26,306	27,546	21,091	25,305	26,310
EPS(원)	6,489	6,795	5,203	6,242	6,490
증감율(%YoY)	-12.1	4.7	-23.4	20.0	4.0
PER(배)	8.1	5.8	6.7	5.6	5.3
PBR(배)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	5.5	3.7	3.6	2.9	2.6
영업이익률(%)	4.8	4.7	4.0	4.1	4.1
순이익률(%)	5.3	5.2	3.9	4.5	4.4
ROE(%)	11.3	10.8	7.7	8.6	8.4
순부채비율(%)	-3.0	-2.0	-9.7	-16.3	-17.2

기아차 1Q17 Preview: 영업이익은 4,007억원을 기록해 컨센서스 22.5% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	12,649.4	12,914.7	12,205.3	(3.5)	(5.5)	12,530.0	(2.6)
영업이익	633.6	532.2	400.7	(36.8)	(24.7)	516.8	(22.5)
세전이익	1,046.7	456.4	544.1	(48.0)	19.2	755.3	(28.0)
지배순이익	944.6	320.0	430.4	(54.4)	34.5	604.7	(28.8)
영업이익률	5.0	4.1	3.3	(1.7)	(0.8)	4.1	(0.8)
세전이익률	8.3	3.5	4.5	(3.8)	0.9	6.0	(1.6)
지배순이익률	7.5	2.5	3.5	(3.9)	1.0	4.8	(1.3)

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	55,755.8	59,030.3	54,268.2	56,851.0	(2.7)	(3.7)
영업이익	2,690.7	2,972.4	2,187.5	2,306.4	(18.7)	(22.4)
영업이익률(%)	4.8	5.0	4.0	4.1	(0.8)	(1.0)
EBITDA	4,407.8	4,846.4	3,699.1	3,821.5	(16.1)	(21.1)
EBITDA 이익률(%)	7.9	8.2	6.8	6.7	(1.1)	(1.5)
순이익	3,221.1	3,431.6	2,109.1	2,530.5	(34.5)	(26.3)

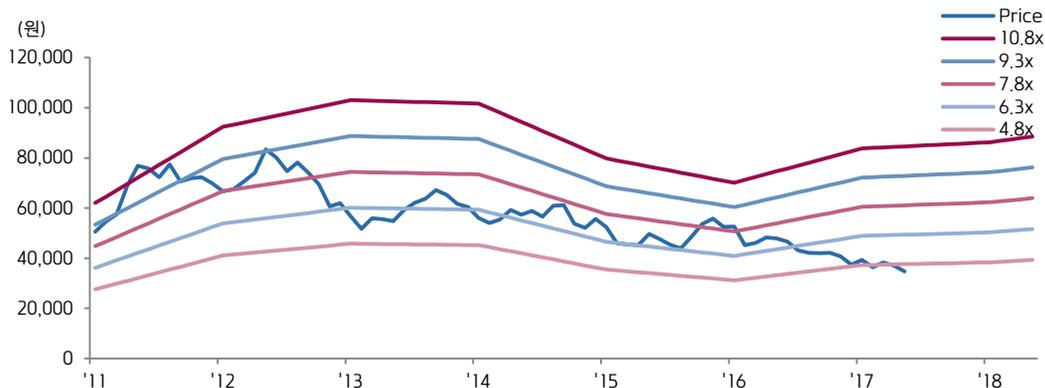
자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 목표주가 산출 내역

목표 PER	7.2 배	(a), 모델 노후화 시점 PER band (5.8~7.2배) 상단
적용 EPS	6,242 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	45,000 원	(a) x (b), 목표주가 하향(기존 52,000원, -13.5% 변경)
전일 증가	34,700 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	29.7 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

기아차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	12,649.4	14,450.0	12,698.9	12,914.7	12,205.3	14,145.3	12,448.7	15,468.9	54,268.2	56,851.0	59,627.9
영업이익	633.6	770.9	524.7	532.2	400.7	625.2	489.6	672.0	2,187.5	2,306.4	2,430.6
세전이익	1,046.7	1,059.7	879.3	456.4	544.1	771.3	609.0	742.0	2,666.4	3,199.1	3,326.1
순이익	944.6	825.7	664.4	320.0	430.4	610.1	481.7	586.9	2,109.1	2,530.5	2,631.0
영업이익률	5.0	5.3	4.1	4.1	3.3	4.4	3.9	4.3	4.0	4.1	4.1
세전이익률	8.3	7.3	6.9	3.5	4.5	5.5	4.9	4.8	4.9	5.6	5.6
순이익률	7.5	5.7	5.2	2.5	3.5	4.3	3.9	3.8	3.9	4.5	4.4
% yoy											
매출액	13.2	16.1	(3.1)	1.0	(3.5)	(2.1)	(2.0)	19.8	3.0	4.8	4.9
영업이익	23.8	18.5	(22.5)	3.5	(36.8)	(18.9)	(6.7)	26.3	(11.1)	5.4	5.4
세전이익	13.8	7.3	23.8	(5.4)	(48.0)	(27.2)	(30.7)	62.6	(22.5)	20.0	4.0
순이익	4.6	10.6	20.8	(25.7)	(54.4)	(26.1)	(27.5)	83.4	(23.4)	20.0	4.0
% qoq											
매출액	(1.1)	14.2	(12.1)	1.7	(5.5)	15.9	(12.0)	24.3			
영업이익	23.2	21.7	(31.9)	1.4	(24.7)	56.0	(21.7)	37.3			
세전이익	116.9	1.2	(17.0)	(48.1)	19.2	41.8	(21.0)	21.8			
순이익	119.3	(12.6)	(19.5)	(51.8)	34.5	41.8	(21.0)	21.8			
글로벌판매대수(천대)	705.2	737.9	640.2	827.9	621.8	677.5	604.4	746.3	2,890.0	3,310.0	3,390.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,150.0	1,150.0	1,155.0	1,152.3	1,170.0	1,170.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,251.1	1,145.0	1,160.0	1,196.4	1,195.0	1,195.0

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	495,214	527,129	542,682	568,510	596,279
매출원가	396,538	422,816	432,073	451,759	472,917
매출총이익	98,677	104,313	110,609	116,751	123,362
판매비및일반관리비	75,134	79,698	88,734	93,687	99,056
영업이익	23,543	24,615	21,875	23,064	24,306
영업이익률(%)	4.8%	4.7%	4.0%	4.1%	4.1%
영업외손익	7,460	9,806	4,789	8,927	8,956
이자수익	1,740	1,513	1,457	1,517	1,590
배당금수익	58	50	57	59	62
외환이익	5,678	7,294	4,138	4,717	4,911
이자비용	891	1,392	695	781	871
외환손실	7,194	7,765	5,263	6,263	6,593
관계기업지분법손익	8,949	11,599	5,570	9,726	9,810
투자및기타자산처분손익	1,209	-701	-374	-152	-56
금융상품평가및기타금융이익	18	208	113	46	17
기타	-2,106	-1,002	-215	58	85
법인세차감전이익	31,003	34,420	26,664	31,991	33,261
법인세비용	4,697	6,874	5,573	6,686	6,952
유효법인세율(%)	15.1%	20.0%	20.9%	20.9%	20.9%
당기순이익	26,306	27,546	21,091	25,305	26,310
지배주주지분손이익(억원)	26,306	27,546	21,091	25,305	26,310
EBITDA	37,768	41,481	36,991	38,215	39,705
현금순이익(Cash Earnings)	40,531	44,412	36,208	40,456	41,709
수정당기순이익	25,265	27,941	21,289	25,385	26,340
증감률(% YoY)					
매출액	5.1	6.4	3.0	4.8	4.9
영업이익	-8.5	4.6	-11.1	5.4	5.4
법인세차감전이익	-18.8	11.0	-22.5	20.0	4.0
당기순이익	-12.1	4.7	-23.4	20.0	4.0
지배주주지분 당기순이익	-12.1	4.7	-23.4	20.0	4.0
EBITDA	-3.4	9.8	-10.8	3.3	3.9
EPS	-12.1	4.7	-23.4	20.0	4.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	33,752	32,759	34,121	34,110	35,570
당기순이익	26,306	27,546	21,091	25,305	26,310
감가상각비	9,693	11,293	10,421	9,616	8,873
무형자산상각비	4,532	5,573	4,696	5,535	6,526
외환손익	1,507	1,003	1,125	1,546	1,682
자산처분손익	250	615	374	152	56
지분법손익	-8,949	-11,599	-5,570	-9,726	-9,810
영업활동자산부채 증감	-18,361	-22,323	1,144	1,172	1,458
기타	9,825	9,053	842	509	475
투자활동현금흐름	-56,138	-23,123	-13,076	-14,872	-32,260
투자자산의 처분	-11,146	-1,222	-2,195	-3,177	-3,308
유형자산의 처분	746	663	0	0	0
유형자산의 취득	-39,146	-15,595	0	0	-15,108
무형자산의 처분	-6,605	-8,110	-8,735	-10,297	-12,139
기타	13	1,142	-2,146	-1,398	-1,705
재무활동현금흐름	9,064	9,454	9,783	11,008	11,577
단기차입금의 증가	1,226	13,639	14,041	14,709	15,428
장기차입금의 증가	14,561	15,168	-3,615	-3,787	-3,972
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,041	-4,410	-4,410	-4,811	-5,212
기타	-2,683	-14,943	3,768	4,897	5,334
현금및현금성자산의순증가	-13,735	19,593	30,828	30,246	14,887
기초현금및현금성자산	24,785	11,049	30,642	61,470	91,716
기말현금및현금성자산	11,049	30,642	61,470	91,716	106,603
Gross Cash Flow	52,113	55,082	32,977	32,938	34,112
Op Free Cash Flow	-29,910	-9,464	24,106	23,508	8,034

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	183,908	209,122	245,217	284,208	308,497
현금및현금성자산	11,049	30,642	61,470	91,716	106,603
유동금융자산	59,502	55,292	56,923	59,632	62,545
매출채권및유동채권	34,705	34,550	35,569	37,262	39,082
재고자산	76,953	88,544	91,156	95,495	100,159
기타유동비금융자산	1,698	95	98	102	107
비유동자산	275,893	299,770	299,457	304,200	325,975
장기매출및기타비유동채권	2,860	4,362	4,490	4,704	4,934
투자자산	118,488	133,317	137,110	145,096	153,088
유형자산	130,421	134,932	124,511	114,895	121,129
무형자산	21,338	22,953	26,992	31,754	37,368
기타비유동자산	2,786	4,207	6,353	7,751	9,456
자산총계	459,801	508,893	544,674	588,408	634,472
유동부채	145,795	162,469	181,184	203,041	226,357
매입채무및기타유동채무	106,720	110,310	113,565	118,970	124,781
단기차입금	15,124	28,763	42,804	57,513	72,941
유동성장기차입금	12,730	12,552	12,367	12,174	11,972
기타유동부채	11,220	10,845	12,449	14,385	16,664
비유동부채	71,966	80,629	81,015	82,398	84,048
장기매입채무및비유동채무	1,475	1,639	1,687	1,767	1,854
사채및장기차입금	35,319	39,370	35,940	32,345	28,576
기타비유동부채	35,171	39,620	43,388	48,285	53,619
부채총계	217,761	243,098	262,199	285,439	310,406
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
주식발행초과금	15,607	15,607	15,607	15,607	15,607
이익잉여금	210,391	234,658	251,338	271,832	292,930
기타자본	-5,350	-5,863	-5,863	-5,863	-5,863
지배주주지분자본총계	242,040	265,794	282,475	302,969	324,066
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	242,040	265,794	282,475	302,969	324,066
순차입금	-7,377	-5,249	-27,283	-49,316	-55,660
총차입금	63,174	80,685	91,110	102,032	113,488

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	6,489	6,795	5,203	6,242	6,490
BPS	59,709	65,569	69,684	74,740	79,945
주당EBITDA	9,317	10,233	9,126	9,427	9,795
CFPS	9,999	10,956	8,932	9,980	10,289
DPS	1,100	1,100	1,200	1,300	1,400
주가배수(배)					
PER	8.1	5.8	6.7	5.6	5.3
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.5	3.7	3.6	2.9	2.6
PCFR	5.3	3.6	3.9	3.5	3.4
수익성(%)					
영업이익률	4.8	4.7	4.0	4.1	4.1
순이익률	5.3	5.2	3.9	4.5	4.4
EBITDA margin	7.6	7.9	6.8	6.7	6.7
총자산이익률(ROA)	6.0	5.7	4.0	4.5	4.3
자기자본이익률(ROE)	11.3	10.8	7.7	8.6	8.4
투하자본이익률(ROIC)	15.3	12.7	10.5	11.5	12.0
안정성(%)					
부채비율	90.0	91.5	92.8	94.2	95.8
순차입금비율	-3.0	-2.0	-9.7	-16.3	-17.2
이자보상배율(배)	26.4	17.7	31.5	29.5	27.9
활동성(배)					
매출채권회전율	14.7	15.2	15.5	15.6	15.6
재고자산회전율	7.2	6.4	6.0	6.1	6.1
매입채무회전율	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9

현대모비스 (012330)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 219,000원

목표주가 300,000원

현대모비스는 현대차그룹의 친환경차, 자율주행차 탑재되는 핵심 부품을 생산하는 주요 업체이다. 다만 1H17 환율 여건과 출하 부진 등 주요 실적변수가 비우호적이며 사드 이슈 지속으로 주가는 회복 지연될 전망이다. 이익 추정치 조정으로 목표주가는 18.9% 하향 조정하지만 2H17 중국 부진 완화 시 주가 상승 탄력이 높을 것으로 전망하며 2Q17~3Q17 비중확대 추천한다.

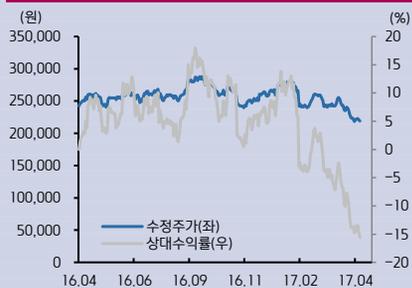
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	213,183억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	288,000원	218,500원	
최고/최저가 대비 등락	-23.96%	0.23%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.7%	-9.0%
	6M	-16.9%	-21.1%
	1Y	-9.7%	-15.5%

Company Data

발행주식수	97,348천주	
일평균 거래량(3M)	226천주	
외국인 지분율	48.5%	
배당수익률(17.E)	1.4%	
BP (17.E)	319,535원	
주요 주주	기아자동차(주)	30.2%
	국민연금공단	9.0%

Price Trend



중국 회복 시 매수 대응 추천

>>> 사드 이슈로 주가 부진 전망

현대모비스는 1H17 사드로 인한 현대차그룹 중국 부진 우려는 주가 상승을 제한할 것으로 전망하나, 2Q~3Q17 현대차그룹 중국 출하 감소폭이 축소되는 시점을 전후해 주가 상승 탄력은 업종 내 높을 전망. 친환경, 자율주행 기술 내재화, 고도화로 타 OE 수주 확대 가능성은 높아지고 있어 장기적으로 현대차 대비 주가 할증 가능

>>> 1Q17 영업이익 6,299억원 전망

1Q17 영업이익 6,299억원(-12.3% yoy, -7.3% qoq, OPM 7.0%), 컨센서스 6,843억원 7.9% 하회 전망. 부정적 환율과 현대차그룹 글로벌 출하 감소로 매출액은 모듈을 중심으로 감소하는 가운데, 중국 출하 부진, 위안화 약세로 모듈 마진(3.7%) 하락, 원/달러 및 원/유로 환율 하락으로 A/S(20.0%) 부진 전망

>>> 목표주가 300,000원으로 18.9% 하향

현대모비스에 대한 투자여건은 Buy는 유지하나, 목표가는 기존 370,000원에서 300,000원으로 18.9% 하향 조정, 2017년 EPS 30,224원에 목표 PER 9.6배(현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증)를 감안해 산출. 이익 가시성 높은 구간에서 할증이 확대된 점 감안 시 중국 출하 부진 회복 시 업종 내 상승이 탄력적일 것으로 기대. 중국 회복 시 현대모비스 중심의 매수 대응 추천

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	360,197	382,617	368,632	417,379	438,293
영업이익(억원)	29,346	29,047	28,474	34,322	37,257
4,487(%) (E) (억원)	34,760	35,510	34,479	39,939	42,510
267,492(%) (E) (억원)	42,127	41,112	39,760	47,220	51,642
순이익(억원)	30,400	30,473	29,422	34,990	40,665
지배주주지분순이익(억원)	30,554	30,378	29,422	34,990	40,665
EPS(원)	288,000원	31,387	1,090,205	30,224	35,943
증감율(%YoY)	-4.51%	-10.7	19.05%	-3.1	18.9
PER(배)	7.9	8.5	7.2	6.1	5.2
PBR(배)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	6.2%	5.8	4.9%	5.3	3.8
영업이익률(%)	10.2%	8.1	5.6%	7.7	8.2
순이익률(%)		8.4	8.0	8.0	8.4
ROE(%)		12.4	11.2	9.9	10.7
순부채비율(%)		-14.0	-16.4	-23.6	-30.2
		15.3%	7.9%		

현대모비스 IQ17 Preview: 영업이익은 6,299억원을 기록해 컨센서스 7.9% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	9,339.5	10,290.1	8,965.4	(4.0)	(12.9)	9,163.3	(2.2)
영업이익	718.4	679.9	629.9	(12.3)	(7.3)	684.3	(7.9)
세전이익	1,100.7	889.6	891.9	(19.0)	0.3	982.1	(9.2)
지배순이익	793.1	694.2	660.0	(16.8)	(4.9)	725.0	(9.0)
영업이익률	7.7	6.6	7.0	(0.7)	0.4	7.5	(0.4)
세전이익률	11.8	8.6	9.9	(1.8)	1.3	10.7	(0.8)
지배순이익률	8.5	6.7	7.4	(1.1)	0.6	7.9	(0.6)

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	39,605.8	41,758.0	36,863.2	41,737.9	(6.9)	(0.0)
영업이익	3,218.1	3,467.6	2,847.4	3,432.2	(11.5)	(1.0)
영업이익률(%)	8.1	8.3	7.7	8.2	(0.4)	(0.1)
EBITDA	3,868.2	4,228.7	3,447.9	3,993.9	(10.9)	(5.6)
EBITDA 이익률(%)	9.8	10.1	9.4	9.6	(0.4)	(0.6)
순이익	3,426.7	3,681.0	2,942.2	3,499.0	(14.1)	(4.9)

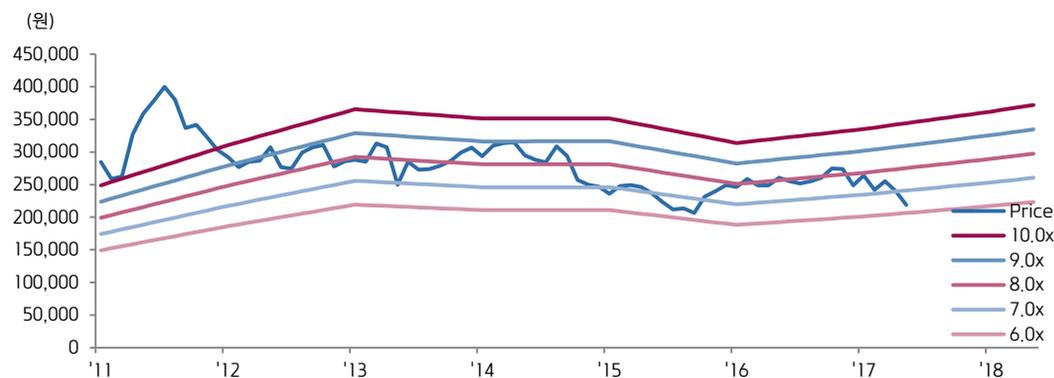
자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 목표주가 산출 내역

목표 PER	9.6 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0 배에 20% 할증
적용 EPS	30,224 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	300,000 원	(a) x (b), 목표주가 하향(기존 370,000 원, -18.9% 변경)
전일 증가	219,000 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	37.0 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 PER Band



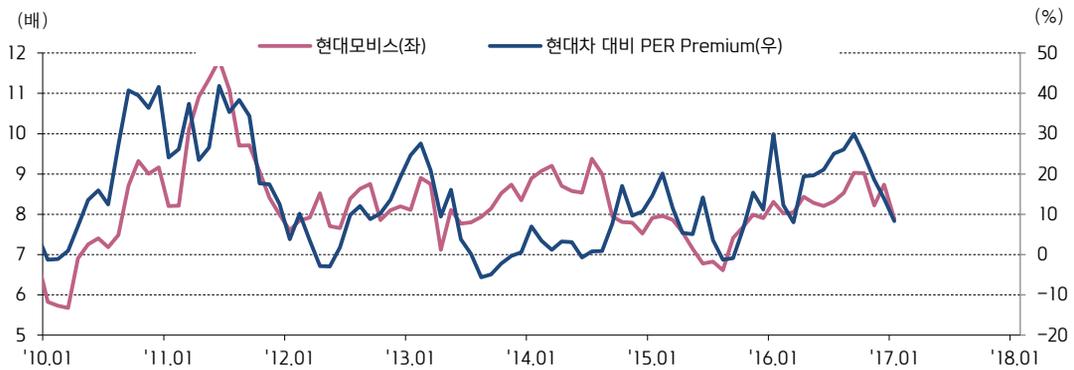
자료: Bloomberg, 키움증권

현대모비스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	9,339.5	9,854.1	8,778.1	10,290.1	8,965.4	9,116.4	8,960.2	9,821.2	36,863.2	41,737.9	43,829.3
>모듈	7,677.0	8,207.0	7,136.8	8,583.9	7,117.5	7,246.0	7,102.2	7,814.3	31,604.8	29,279.9	33,685.9
>A/S	1,662.5	1,647.1	1,641.2	1,736.2	1,848.0	1,870.4	1,858.1	2,006.9	6,686.9	7,583.3	8,051.9
영업이익	718.4	784.7	721.7	679.9	629.9	701.5	705.0	811.0	2,847.4	3,432.2	3,725.7
세전이익	1,100.7	1,161.7	959.2	889.6	891.9	1,011.4	972.6	1,100.2	3,976.0	4,722.0	5,164.2
순이익	795.2	848.8	705.8	697.4	660.0	748.4	719.7	814.1	2,942.2	3,499.0	4,066.5
영업이익률	7.7	8.0	8.2	6.6	7.0	7.7	7.9	8.3	7.7	8.2	8.5
세전이익률	11.8	11.8	10.9	8.6	9.9	11.1	10.9	11.2	10.8	11.3	11.8
순이익률	8.5	8.6	8.0	6.8	7.4	8.2	8.0	8.3	8.0	8.4	9.3
% yoy											
매출액	6.8	11.9	3.5	3.0	(4.0)	(7.5)	2.1	(4.6)	(3.7)	13.2	5.0
>모듈	6.4	13.7	3.6	2.2	(7.3)	(11.7)	(0.5)	(9.0)	6.4	(7.4)	15.0
>A/S	8.5	3.8	3.1	9.1	11.2	13.6	13.2	15.6	6.1	13.4	6.2
영업이익	2.2	13.0	7.7	(21.6)	(12.3)	(10.6)	(2.3)	19.3	(2.0)	20.5	8.6
세전이익	0.1	2.2	18.3	(23.7)	(19.0)	(12.9)	1.4	23.7	(3.3)	18.8	9.4
순이익	11.4	(1.1)	14.3	(18.0)	(17.0)	(11.8)	2.0	16.7	(3.4)	18.9	16.2
% qoq											
매출액	(6.5)	5.5	(10.9)	17.2	(12.9)	1.7	(1.7)	9.6			
>모듈	(8.6)	6.9	(13.0)	20.3	(17.1)	1.8	(2.0)	10.0			
>A/S	4.4	(0.9)	(0.4)	5.8	6.4	1.2	(0.7)	8.0			
영업이익	(17.2)	9.2	(8.0)	(5.8)	(7.3)	11.4	0.5	15.0			
세전이익	(5.5)	5.5	(17.4)	(7.3)	0.3	13.4	(3.8)	13.1			
순이익	(6.5)	6.7	(16.8)	(1.2)	(5.4)	13.4	(3.8)	13.1			
HMG 출하대수(천대)	1,812.8	2,035.6	1,769.8	2,259.5	1,749.3	1,872.6	1,762.3	2,050.8	7,435.0	8,465.0	8,870.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,150.0	1,150.0	1,155.0	1,152.3	1,170.0	1,170.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,251.1	1,145.0	1,160.0	1,196.4	1,195.0	1,195.0

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 PER Premium 추이 (현대차 PER 대비)



자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	360,197	382,617	368,632	417,379	438,293
매출원가	308,719	329,660	314,921	354,995	371,743
매출총이익	51,478	52,957	53,711	62,384	66,551
판매비및일반관리비	22,133	23,910	25,237	28,061	29,293
영업이익(보고)	29,346	29,047	28,474	34,322	37,257
영업이익률(%)	8.1%	7.6%	7.7%	8.2%	8.5%
영업외손익	12,781	12,065	11,286	12,897	14,384
이자수익	1,343	1,206	1,330	1,419	1,531
배당금수익	6	5	6	6	7
외환이익	3,994	4,186	3,661	5,064	5,762
이자비용	340	418	459	469	480
외환손실	5,860	3,688	3,199	4,406	5,007
관계기업자본법손익	13,043	10,900	11,163	12,807	14,253
투자및기타자산처분손익	256	-434	-258	-108	-40
금융상품평가및기타금융이익	34	77	-2	-5	-2
기타	305	230	-955	-1,411	-1,640
법인세차감전이익	42,127	41,112	39,760	47,220	51,642
법인세비용	11,311	10,639	10,338	12,230	10,977
유효법인세율(%)	26.9%	25.9%	26.0%	25.9%	21.3%
당기순이익	30,400	30,473	29,422	34,990	40,665
지배주주지분손이익(억원)	30,554	30,378	29,422	34,990	40,665
EBITDA	34,760	35,510	34,479	39,939	42,510
현금순이익(Cash Earnings)	35,815	36,936	35,428	40,606	45,917
수정당기순이익	30,188	30,737	29,620	35,075	40,697
증감률(% YoY)					
매출액	2.5	6.2	-3.7	13.2	5.0
영업이익	-6.6	-1.0	-2.0	20.5	8.6
법인세차감전이익	-9.6	-2.4	-3.3	18.8	9.4
당기순이익	-10.4	0.2	-3.4	18.9	16.2
지배주주지분 당기순이익	-10.7	-0.6	-3.1	18.9	16.2
EBITDA	-4.5	2.2	-2.9	15.8	6.4
EPS	-10.7	-0.6	-3.1	18.9	16.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	36,946	28,542	29,729	28,442	35,886
당기순이익	30,400	30,473	29,422	34,990	40,665
감가상각비	4,750	5,774	5,407	5,064	4,743
무형자산상각비	664	689	598	552	510
외환손익	1,365	-450	-462	-658	-755
자산처분손익	161	481	258	108	40
지분법손익	-12,569	-10,900	-11,163	-12,807	-14,253
영업활동자산부채 증감	-2,125	-4,570	2,633	-2,378	1,123
기타	14,298	7,045	3,035	3,571	3,814
투자활동현금흐름	-42,913	-29,609	1,636	-8,132	-12,997
투자자산의 처분	-1,709	-16,346	1,927	-7,724	-3,308
유형자산의 처분	326	150	0	0	0
유형자산의 취득	-40,798	-12,961	0	0	-9,288
무형자산의 처분	-539	-322	-355	-328	-303
기타	-193	-131	64	-80	-98
재무활동현금흐름	1,698	-3,363	-1,766	2,806	723
단기차입금의 증가	-4,265	-5,139	-1,074	-1,216	-1,277
장기차입금의 증가	9,104	5,093	1,739	1,968	2,067
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,923	-3,317	-3,315	-3,599	-3,883
기타	-218	0	885	5,653	3,816
현금및현금성자산의순증가	-4,136	-4,486	29,599	23,116	23,612
기초현금및현금성자산	29,114	24,979	20,493	50,092	73,208
기말현금및현금성자산	24,979	20,493	50,092	73,208	96,820
Gross Cash Flow	39,070	33,112	27,096	30,820	34,763
Op Free Cash Flow	-16,582	10,141	29,866	28,927	25,025

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	159,248	182,631	206,304	250,077	282,551
현금및현금성자산	24,979	20,493	50,092	73,208	96,820
유동금융자산	43,185	59,275	57,109	64,661	67,901
매출채권및유동채권	65,462	74,562	71,836	81,336	85,411
재고자산	25,623	28,301	27,267	30,873	32,420
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	218,500	234,485	237,305	242,184	257,897
장기매출및기타비유동채권	863	1,012	975	1,104	1,160
투자자산	128,355	138,269	146,840	156,798	168,020
유형자산	79,467	85,164	79,757	74,693	79,238
무형자산	9,310	9,610	9,368	9,143	8,936
기타비유동자산	505	429	365	445	543
자산총계	377,748	417,116	443,609	492,260	540,449
유동부채	82,906	88,334	84,374	92,064	95,541
매입채무및기타유동채무	57,421	65,457	63,065	71,404	74,982
단기차입금	15,649	14,534	13,459	12,243	10,966
유동성장기차입금	3,492	1,705	-17	-1,966	-4,014
기타유동부채	6,344	6,638	7,867	10,383	13,606
비유동부채	38,080	43,202	47,547	57,118	65,048
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	13,077	16,669	20,129	24,047	28,161
기타비유동부채	25,003	26,533	27,418	33,071	36,887
부채총계	120,986	131,536	131,921	149,182	160,588
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
주식발행초과금	12,833	12,833	12,833	12,833	12,833
이익잉여금	248,119	275,209	301,324	332,722	369,511
기타자본	-9,645	-8,007	-8,007	-8,007	-8,007
지배주주지분자본총계	256,218	284,945	311,060	342,459	379,248
비지배주주지분자본총계	545	635	627	620	613
자본총계	256,762	285,580	311,688	343,079	379,861
순차입금	-35,945	-46,861	-73,629	-103,545	-129,607
총차입금	32,218	32,907	33,572	34,324	35,113

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	31,387	31,205	30,224	35,943	41,773
BPS	263,198	292,708	319,535	351,789	389,580
주당EBITDA	35,707	36,477	35,419	41,027	43,668
CFPS	36,791	37,942	36,393	41,712	47,168
DPS	3,500	3,500	3,800	4,100	4,400
주가배수(배)					
PER	7.9	8.5	7.2	6.1	5.2
PBR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.8	5.9	5.3	3.8	3.0
PCFR	6.7	7.0	6.0	5.3	4.6
수익성(%)					
영업이익률	8.1	7.6	7.7	8.2	8.5
순이익률	8.4	8.0	8.0	8.4	9.3
EBITDA margin	9.7	9.3	9.4	9.6	9.7
총자산이익률(ROA)	7.9	7.7	6.8	7.5	7.9
자기자본이익률(ROE)	12.4	11.2	9.9	10.7	11.2
투하자본이익률(ROIC)	23.5	18.7	18.6	23.6	25.5
안정성(%)					
부채비율	47.1	46.1	42.3	43.5	42.3
순차입금비율	-14.0	-16.4	-23.6	-30.2	-34.1
이자보상배율(배)	86.2	69.5	62.0	73.2	77.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.6	5.5	5.0	5.4	5.3
재고자산회전율	14.5	14.2	13.3	14.4	13.8
매입채무회전율	6.4	6.2	5.7	6.2	6.0

현대위아 (011210)



Outperform(Maintain)

주가(4/18) 61,900원

목표주가 70,000원

현대위아는 지속된 실적 부진으로 하락한 주가의 회복 시점을 포착하는 것이 가장 중요한 과제이다. 중국 2.0L 엔진 증설, 디젤 엔진 등 주요 성장 전략의 성과가 지연됨에 따라 이익 회복을 단정하기엔 확인할 부분이 많을 것으로 판단한다. 중국 엔진공장 가동률 회복과 멕시코, 서산 가동 정상화 시 적정 마진에 대한 윤곽이 드러나는 2H17 이후 주가 Upside가 보다 명확해질 전망이다.

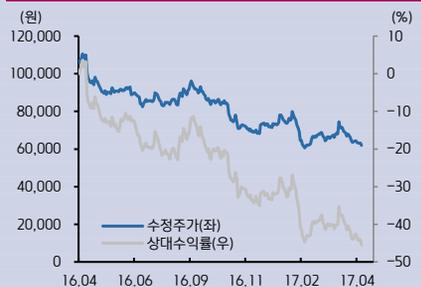
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	16,834억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	110,500원	60,600원	
최고/최저가 대비 등락	-43.98%	2.15%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.4%	-8.7%
	6M	-28.4%	-32.0%
	1Y	-41.6%	-45.4%

Company Data

발행주식수	27,195천주
일평균 거래량(3M)	193천주
외국인 지분율	16.9%
배당수익률(17.E)	1.6%
BP (17.E)	124,875원
주요 주주	현대자동차(주) 40.7%
	국민연금공단 8.1%

Price Trend



부진 지속

>>> 정상화 시점의 마진에 대한 확인 필요

현대위아는 지속된 실적 부진으로 이익 정상화에 따른 주가 회복 시점을 찾는 것이 가장 중요. 다만 사드 이슈로 현대차그룹 중국 출하 부진이 예상되는 가운데, 해결되지 않은 멕시코 가동 정상화(가이던스 상 하반기 불룸 집중), 서산 및 디젤엔진 공장의 가동 정상화 시 기대되는 수익성의 레벨이 자동차 수익성 악화로 낮아지고 있어 주가 상승을 발목 잡는 요인으로 지목

>>> 1Q17 영업이익 786억원 전망

1Q17 영업이익 561억원(-29.9% yoy, +101% qoq, OPM 3.0%), 컨센서스 599억원 6.4% 하회 전망. 중국 출하 부진에 따른 CKD 물량 감소, 2.0L 이하 소비세 인하 축소에도 해당 차급 모델 확대 영향으로 중국 부진 지속. 디젤, 서산, 멕시코 등 가동률 정상화 시점이 지연됨에 따라 고정비 부담 1H17 지속되고 있어 이익 가시성이 낮음. 기계도 부정적 환율 지속으로 회복 지연

>>> 목표주가 70,000원으로 12.5% 하향

서산, 디젤 초기 가동, 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) 적용했으며, 추정치 하향으로 기존 80,000원에서 70,000원으로 12.5% 하향 조정. 중국 가동 회복과 멕시코, 서산 가동 정상화 시 적정 마진에 대한 윤곽이 드러나는 2H17 이후 주가 상승이 명확해질 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	78,842	75,894	76,483	81,628	85,257
영업이익(억원)	5,009	2,627	2,800	3,518	4,039
EBITDA(억원)	6,835	4,826	4,843	5,466	5,898
세전이익(억원)	4,433	2,328	2,234	3,890	4,734
순이익(억원)	3,269	1,307	1,666	2,901	3,723
지배주주지분순이익(억원)	3,269	1,307	1,666	2,901	3,723
EPS(원)	12,020	4,807	6,127	10,666	13,689
증감율(%YoY)	-28.2	-60.0	27.5	74.1	28.3
PER(배)	9.3	15.2	10.1	5.8	4.5
PBR(배)	1.0	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	5.0	5.1	4.4	3.2	2.8
영업이익률(%)	6.4	3.5	3.7	4.3	4.7
순이익률(%)	4.1	1.7	2.2	3.6	4.4
ROE(%)	10.9	4.1	5.0	8.2	9.7
순부채비율(%)	10.8	14.5	3.9	-6.7	-9.0

현대위아 1Q17 Preview: 영업이익은 561억원을 기록해 컨센서스 6.4% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,838.7	2,058.1	1,853.0	0.8	(10.0)	1,890.2	(2.0)
영업이익	80.0	28.0	56.1	(29.9)	100.7	59.9	(6.4)
세전이익	66.8	50.7	36.2	(45.8)	(28.6)	47.6	(24.0)
지배순이익	48.7	22.9	26.6	(45.3)	16.5	39.2	(32.1)
영업이익률	4.4	1.4	3.0	(1.3)	1.7	3.2	(0.1)
세전이익률	3.6	2.5	2.0	(1.7)	(0.5)	2.5	(0.6)
지배순이익률	2.6	1.1	1.4	(1.2)	0.3	2.1	(0.6)

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	8,102.3	8,598.3	7,648.3	8,162.8	(5.6)	(5.1)
영업이익	324.6	386.5	280.0	351.8	(13.8)	(9.0)
영업이익률(%)	4.0	4.5	3.7	4.3	(0.3)	(0.2)
EBITDA	557.0	636.4	484.3	546.6	(13.1)	(14.1)
EBITDA 이익률(%)	6.9	7.4	6.3	6.7	(0.5)	(0.7)
순이익	211.6	237.1	166.6	290.1	(21.2)	22.3

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 목표주가 산출 내역

목표 PER	10.4 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증(모비스 할증을 평균)
적용 EPS	6,127 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	70,000 원	(a) x (b), 목표주가 하향(기존 80000원, -12.5% 변경)
전일 증가	61,900 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	13.1 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자의견	Outperform	투자의견 유지

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대위아 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,838.7	1,948.7	1,743.9	2,058.1	1,853.0	1,976.7	1,841.4	1,977.1	7,648.3	8,162.8	8,525.7
>부품	1,524.4	1,602.4	1,491.2	1,814.8	1,558.7	1,674.7	1,586.0	1,732.6	6,432.8	6,551.9	6,999.7
>기계	314.3	346.2	252.8	243.3	294.4	302.1	255.4	244.6	1,156.7	1,096.5	1,163.1
영업이익	80.0	90.8	64.0	28.0	56.1	74.3	69.5	80.1	280.0	351.8	403.9
세전이익	66.8	89.6	25.6	50.7	36.2	55.9	40.8	90.5	223.4	389.0	473.4
순이익	48.7	58.5	0.7	22.9	26.6	41.1	30.0	69.0	166.6	290.1	372.3
영업이익률	4.4	4.7	3.7	1.4	3.0	3.8	3.8	4.1	3.7	4.3	4.7
세전이익률	3.6	4.6	1.5	2.5	2.0	2.8	2.2	4.6	2.9	4.8	5.6
순이익률	2.6	3.0	0.0	1.1	1.4	2.1	1.6	3.5	2.2	3.6	4.4
% yoy											
매출액	(7.6)	(2.7)	(3.9)	(0.9)	0.8	1.4	5.6	(3.9)	0.8	6.7	4.4
>부품	(7.8)	(5.5)	(2.9)	0.3	2.2	4.5	6.4	(4.5)	(3.9)	1.9	6.8
>기계	(6.3)	12.6	(9.7)	(8.8)	(6.3)	(12.8)	1.1	0.5	(2.8)	(5.2)	6.1
영업이익	(38.5)	(31.6)	(42.7)	(77.9)	(29.9)	(18.2)	8.7	186.5	6.6	25.7	14.8
세전이익	(52.8)	(43.0)	(80.4)	262.9	(45.8)	(37.7)	59.4	78.6	(4.0)	74.1	21.7
순이익	(54.4)	(51.0)	(99.2)	569.5	(45.3)	(29.8)	3,932.4	201.8	27.5	74.1	28.3
% qoq											
매출액	(11.4)	6.0	(10.5)	18.0	(10.0)	6.7	(6.8)	7.4			
>부품	(15.7)	5.1	(6.9)	21.7	(14.1)	7.4	(5.3)	9.2			
>기계	17.9	10.1	(27.0)	(3.7)	21.0	2.6	(15.4)	(4.3)			
영업이익	(36.7)	13.5	(29.6)	(56.3)	100.7	32.4	(6.4)	15.2			
세전이익	378.5	34.1	(71.4)	98.1	(28.6)	54.3	(27.0)	121.9			
순이익	1,325.6	20.2	(98.7)	2,972.9	16.5	54.3	(27.0)	130.0			

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	78,842	75,894	76,483	81,628	85,257
매출원가	70,431	70,127	70,413	74,686	77,615
매출총이익	8,411	5,767	6,070	6,942	7,642
판매비및일반관리비	3,402	3,140	3,271	3,424	3,604
영업이익(보고)	5,009	2,627	2,800	3,518	4,039
영업이익률(%)	6.4%	3.5%	3.7%	4.3%	4.7%
영업외손익	-576	-300	-566	372	695
이자수익	227	181	171	179	188
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	859	817	1,119	1,947	2,416
이자비용	399	453	545	645	751
외환손실	568	883	781	1,257	1,530
관계및지분법손익	289	148	-44	349	499
투자및기타자산처분손익	-7	18	10	4	2
금융상품평가및기타금융이익	-127	-77	-33	-12	-5
기타	-848	-50	-463	-192	-125
법인세차감전이익	4,433	2,328	2,234	3,890	4,734
법인세비용	1,165	1,020	568	989	1,011
유효법인세율 (%)	26.3%	43.8%	25.4%	25.4%	21.4%
당기순이익	3,269	1,307	1,666	2,901	3,723
지배주주지분순이익(억원)	3,269	1,307	1,666	2,901	3,723
EBITDA	6,835	4,826	4,843	5,466	5,898
현금순이익(Cash Earnings)	5,095	3,506	3,709	4,848	5,582
수정당기순이익	3,368	1,341	1,684	2,907	3,725
증감률(% YoY)					
매출액	3.8	-3.7	0.8	6.7	4.4
영업이익	-4.7	-47.6	6.6	25.7	14.8
법인세차감전이익	-24.3	-47.5	-4.0	74.1	21.7
당기순이익	-25.6	-60.0	27.5	74.1	28.3
지배주주지분 당기순이익	-24.8	-60.0	27.5	74.1	28.3
EBITDA	1.5	-29.4	0.4	12.9	7.9
EPS	-28.2	-60.0	27.5	74.1	28.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,289	3,550	3,705	4,003	4,743
당기순이익	3,269	1,307	1,666	2,901	3,723
감가상각비	1,472	1,761	1,648	1,541	1,441
무형자산상각비	354	437	396	407	418
외환손익	-41	-65	-339	-690	-886
자산처분손익	143	168	-10	-4	-2
지분법손익	-203	-148	44	-349	-499
영업활동자산부채 증감	790	561	-68	-524	-372
기타	506	-471	369	722	920
투자활동현금흐름	-8,757	-4,700	-498	-991	-4,151
투자자산의 처분	-2,328	-299	-49	-512	-363
유형자산의 처분	164	443	0	0	0
유형자산의 취득	-5,760	-4,383	0	0	-3,296
무형자산의 처분	-682	-460	-465	-478	-491
기타	-151	-1	15	-1	-1
재무활동현금흐름	3,437	3,310	3,984	4,436	4,573
단기차입금의 증가	-1,861	-1,550	0	0	0
장기차입금의 증가	5,510	5,177	3,877	4,138	4,322
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-212	-292	-292	-305	-332
기타	0	-25	399	604	583
현금및현금성자산의순증가	1,010	2,147	7,191	7,449	5,165
기초현금및현금성자산	4,835	5,845	7,993	15,184	22,633
기말현금및현금성자산	5,845	7,993	15,184	22,633	27,798
Gross Cash Flow	5,499	2,989	3,774	4,528	5,115
Op Free Cash Flow	-133	-608	3,632	3,612	762

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	36,233	37,433	44,853	54,298	60,870
현금및현금성자산	5,845	7,993	15,184	22,633	27,798
유동금융자산	6,519	6,915	6,968	7,437	7,768
매출채권및유동채권	16,069	14,810	14,925	15,929	16,637
재고자산	7,799	7,716	7,776	8,299	8,668
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	30,598	32,787	31,127	30,049	32,495
장기매출및기타비유동채권	349	388	391	418	436
투자자산	4,498	4,440	4,371	4,735	5,235
유형자산	23,228	25,483	23,836	22,295	24,149
무형자산	2,433	2,457	2,526	2,596	2,669
기타비유동자산	91	20	4	5	6
자산총계	66,831	70,221	75,981	84,347	93,366
유동부채	18,431	16,989	17,104	18,136	18,865
매입채무및기타유동채무	15,679	14,965	15,081	16,095	16,811
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	1,543	1,549	1,555	1,562	1,569
기타유동부채	1,209	475	468	479	485
비유동부채	16,768	20,646	24,917	29,655	34,555
장기매입채무및비유동채무	47	42	43	45	47
사채및장기차입금	14,222	18,067	21,938	26,069	30,384
기타비유동부채	2,499	2,537	2,937	3,541	4,124
부채총계	35,199	37,635	42,021	47,792	53,420
자본금	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
주식발행초과금	4,990	4,990	4,990	4,990	4,990
이익잉여금	25,846	26,895	28,269	30,865	34,255
기타자본	-565	-660	-660	-660	-660
지배주주지분자본총계	31,632	32,586	33,960	36,555	39,946
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	31,632	32,586	33,960	36,555	39,946
순차입금	3,401	4,709	1,341	-2,439	-3,612
총차입금	15,766	19,616	23,493	27,631	31,953

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	12,020	4,807	6,127	10,666	13,689
BPS	116,315	119,823	124,875	134,418	146,886
주당EBITDA	25,135	17,745	17,807	20,099	21,688
CFPS	18,734	12,891	13,640	17,828	20,526
DPS	1,100	1,100	1,150	1,250	1,350
주가배수(배)					
PER	9.3	15.2	10.1	5.8	4.5
PBR	1.0	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.0	5.1	4.4	3.2	2.8
PCFR	6.0	5.7	4.5	3.5	3.0
수익성(%)					
영업이익률	6.4	3.5	3.7	4.3	4.7
순이익률	4.1	1.7	2.2	3.6	4.4
EBITDA margin	8.7	6.4	6.3	6.7	6.9
총자산이익률(ROA)	5.2	1.9	2.3	3.6	4.2
자기자본이익률(ROE)	10.9	4.1	5.0	8.2	9.7
투자자본이익률(ROIC)	11.7	4.3	6.1	8.0	9.0
안정성(%)					
부채비율	111.3	115.5	123.7	130.7	133.7
순차입금비율	10.8	14.5	3.9	-6.7	-9.0
이자보상배율(배)	12.5	5.8	5.1	5.5	5.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.9	5.1	5.3	5.2
재고자산회전율	10.9	9.8	9.9	10.2	10.1
매입채무회전율	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2

한온시스템 (018880)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 8,570원

목표주가 14,000원

최근 부품업종의 고마진 중국 지역의 단가 인하 압력과 경쟁업체의 전동컴프레서 사업 진출 우려로 성장 기대감이 낮아지며 주가는 하락했다. 중국 출하 및 수익성 하락은 우려스럽지만, 동사의 실적 개선 요인인 유럽의 마진이 지속 회복 중이며 핵심 부품에 대한 진입장벽은 여전히 높은 것으로 파악된다.

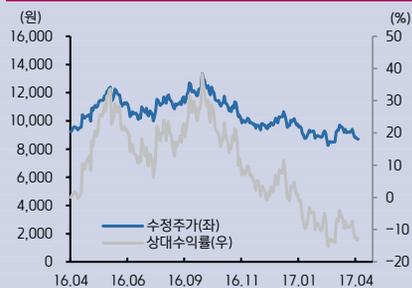
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	45,747억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	13,350원	8,250원	
최고/최저가 대비 등락	-35.81%	3.88%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-11.8%	-11.2%
	6M	-25.2%	-28.9%
	1Y	-10.2%	-16.0%

Company Data

발행주식수	533,800천주
일평균 거래량(3M)	1,166천주
외국인 지분율	19.6%
배당수익률(17.E)	2.2%
BP (17.E)	3,866원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 70.0%
	국민연금공단 5.0%

Price Trend



기대 곳은 유럽 턴어라운드뿐

>>> 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. 중국 단가 인하에 따른 기대 수익성의 레벨은 다소 낮아졌으나, 유럽 턴어라운드가 가시화되고 있는 점은 긍정 요인

>>> 1Q17 영업이익 1,027억원 전망

1Q17 영업이익 1,027억원(-2.1% yoy, -11.5% qoq, OPM 7.1%), 컨센서스 1,068억원 3.9% 하회 전망. 이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 부진과 원/위안 환율 하락, 중국 내 완성차 경쟁 심화로 인한 부품사 마진 하락 압력 등 경영 환경이 불리해졌음에도 1) 유럽 턴어라운드 효과 가시화, 2) 전사 비용 절감 노력 영향으로 실적은 시장 예상치에 크게 벗어나지 않을 것으로 판단

>>> 투자의견 Buy, TP 14,000원 유지

한온시스템에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원 유지. 중국 사업 확대, 친환경 부품 수주 지속. E-Comp 진입장벽 높아 경쟁사 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 주가하락은 매수 기회 판단

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	55,581	57,037	58,945	64,068	69,251
영업이익(억원)	3,596	4,225	4,472	5,442	6,001
EBITDA(억원)	5,334	6,087	6,113	6,955	7,392
세전이익(억원)	3,457	4,157	4,683	5,681	6,272
순이익(억원)	2,434	3,038	3,564	4,562	5,153
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,528	4,516	5,101
EPS(원)	432	547	661	846	956
증감율(%YoY)	-16.3	26.7	20.8	28.0	13.0
PER(배)	24.0	18.8	13.0	10.1	9.0
PBR(배)	3.2	3.0	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	10.9	9.7	8.9	7.3	6.5
영업이익률(%)	6.5	7.4	7.6	8.5	8.7
순이익률(%)	4.4	5.3	6.0	7.1	7.4
ROE(%)	14.0	16.5	17.8	19.9	19.5
순부채비율(%)	-3.3	10.6	-5.1	-20.0	-25.6

한온시스템 4Q16 Preview: 영업이익은 1,027억원을 기록해 컨센서스 3.9% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,428.1	1,501.7	1,447.9	1.4	(3.6)	1,421.2	1.9
영업이익	104.8	116.0	102.7	(2.1)	(11.5)	106.8	(3.9)
세전이익	104.2	121.6	107.9	3.5	(11.3)	106.9	0.9
지배순이익	68.5	94.6	78.8	15.0	(16.7)	75.5	4.4
영업이익률	7.3	7.7	7.1	(0.3)	(0.6)	7.5	(0.4)
세전이익률	7.3	8.1	7.4	0.2	(0.6)	7.5	(0.1)
지배순이익률	4.8	6.3	5.4	0.6	(0.9)	5.3	0.1

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,940.1	6,452.6	5,894.5	6,406.8	(0.8)	(0.7)
영업이익	477.1	537.6	447.2	544.2	(6.3)	1.2
영업이익률(%)	8.0	8.3	7.6	8.5	(0.4)	0.2
EBITDA	667.1	744.3	611.3	695.5	(8.4)	(6.6)
EBITDA 이익률(%)	11.2	11.5	10.4	10.9	(0.9)	(0.7)
순이익	387.0	450.3	356.4	456.2	(7.9)	1.3

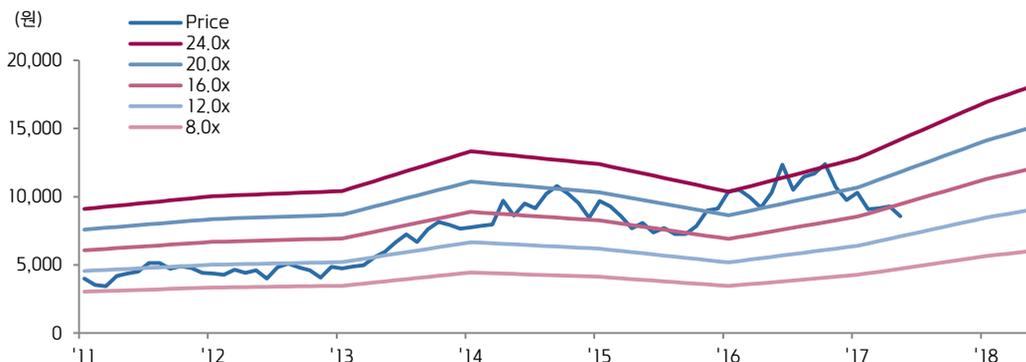
자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 목표주가 산출 내역

목표 PER	16.4 배	(a), 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균
적용 EPS	846 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	14,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	8,570 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	63.4 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

한온시스템 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,501.7	1,447.9	1,507.1	1,384.0	1,555.5	5,894.5	6,406.8	6,925.1
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,096.3	1,055.2	1,064.2	1,018.0	1,128.9	4,126.0	4,266.3	4,452.5
>미주	252.3	276.1	269.7	253.0	264.9	289.9	288.6	273.2	1,051.1	1,116.7	1,194.9
>유럽	656.2	678.0	512.7	650.0	682.4	705.2	590.6	700.7	2,496.9	2,678.9	2,926.9
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(497.6)	(554.6)	(552.2)	(513.2)	(547.3)	(1,970.3)	(2,167.4)	(2,167.4)
영업이익	104.8	95.0	106.7	116.0	102.7	112.3	102.7	129.6	447.2	544.2	600.1
세전이익	104.2	88.1	101.8	121.6	107.9	117.7	107.5	135.2	468.3	568.1	627.2
순이익	72.3	63.9	73.6	93.9	78.8	86.0	78.5	113.0	356.4	456.2	515.3
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	7.1	7.4	7.4	8.3	7.6	8.5	8.7
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.4	7.8	7.8	8.7	7.9	8.9	9.1
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.3	5.4	5.7	5.7	7.3	6.0	7.1	7.4
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	2.8	1.4	1.1	7.9	3.6	3.3	8.7	8.1
>아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	3.1	2.5	5.3	3.0	2.8	3.4	4.4
>미주	4.5	13.8	5.1	8.6	5.0	5.0	7.0	8.0	7.9	6.2	7.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	10.6	4.0	4.0	15.2	7.8	5.3	7.3	9.3
>조정	12.6	12.3	1.8	11.0	10.0	10.0	10.0	10.0	9.4	10.0	0.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	(3.8)	(2.1)	18.2	(3.7)	11.7	5.8	21.7	10.3
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	21.4	3.5	33.6	5.6	11.2	12.7	21.3	10.4
순이익	19.6	(1.8)	63.1	29.2	9.0	34.6	6.7	20.3	17.3	28.0	13.0
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.0	(3.6)	4.1	(8.2)	12.4			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	13.3	(3.8)	0.9	(4.3)	10.9			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(6.2)	4.7	9.4	(0.5)	(5.3)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	26.8	5.0	3.3	(16.2)	18.6			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	6.6	11.5	(0.4)	(7.1)	6.6			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	8.8	(11.5)	9.4	(8.5)	26.2			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	19.4	(11.3)	9.1	(8.7)	25.8			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	27.6	(16.1)	9.1	(8.7)	43.9			

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	58,945	64,068	69,251
매출원가	46,970	48,048	49,322	53,020	57,209
매출총이익	8,611	8,989	9,623	11,049	12,041
판매비및일반관리비	5,015	4,763	5,151	5,606	6,040
영업이익(보고)	3,596	4,225	4,472	5,442	6,001
영업이익률(%)	6.5%	7.4%	7.6%	8.5%	8.7%
영업외손익	-139	-69	210	238	271
이자수익	73	56	54	57	62
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	901	1,157	1,146	1,553	1,826
이자비용	135	209	145	131	116
외환손실	1,007	1,188	1,104	1,468	1,720
관계기업지분법손익	126	90	91	99	106
투자및기타자산처분손익	-16	-5	-3	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	-99	16	-5	-4	-2
기타	19	15	177	134	114
법인세차감전이익	3,457	4,157	4,683	5,681	6,272
법인세비용	1,023	1,119	1,119	1,119	1,119
유효법인세율(%)	29.6%	26.9%	23.9%	19.7%	17.8%
당기순이익	2,434	3,038	3,564	4,562	5,153
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,528	4,516	5,101
EBITDA	5,334	6,087	6,113	6,955	7,392
현금순이익(Cash Earnings)	4,173	4,899	5,204	6,074	6,543
수정당기순이익	2,515	3,030	3,570	4,565	5,154
증감률(% YoY)					
매출액	1.9	2.6	3.3	8.7	8.1
영업이익	-2.9	17.5	5.8	21.7	10.3
법인세차감전이익	-6.8	20.2	12.7	21.3	10.4
당기순이익	-16.2	24.8	17.3	28.0	13.0
지배주주지분 당기순이익	-16.3	26.7	20.8	28.0	13.0
EBITDA	-0.4	14.1	0.4	13.8	6.3
EPS	-16.3	26.7	20.8	28.0	13.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,475	3,892	4,997	5,560	6,020
당기순이익	2,434	3,038	3,564	4,562	5,153
감가상각비	1,698	1,758	1,530	1,331	1,158
무형자산상각비	41	104	111	181	232
외환손익	64	-76	-42	-84	-106
자산처분손익	170	104	3	1	0
지분법손익	-126	-90	-91	-99	-106
영업활동자산부채 증감	-596	-2,049	-179	-481	-487
기타	790	1,103	101	148	175
투자활동현금흐름	-2,559	-4,519	-1,061	-1,007	-2,889
투자자산의 처분	-40	-147	-11	-23	-22
유형자산의 처분	116	192	0	0	0
유형자산의 취득	-2,269	-2,497	0	0	-2,147
무형자산의 처분	-390	-851	-1,013	-829	-530
기타	24	-1,238	-37	-156	-190
재무활동현금흐름	-1,118	483	-1,410	-1,364	-1,446
단기차입금의 증가	-28	-469	-342	-372	-402
장기차입금의 증가	-11	2,948	-217	-236	-255
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,228	-1,335
기타	0	37	351	472	546
현금및현금성자산의순증가	658	-220	2,526	3,189	1,684
기초현금및현금성자산	3,813	4,471	4,252	6,778	9,966
기말현금및현금성자산	4,471	4,252	6,778	9,966	11,650
Gross Cash Flow	5,072	5,941	5,176	6,041	6,507
Op Free Cash Flow	1,015	-448	3,838	4,327	2,775

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	24,613	29,352	32,604
현금및현금성자산	4,471	4,252	6,778	9,966	11,650
유동금융자산	128	203	210	228	247
매출채권및유동채권	11,514	11,862	12,259	13,324	14,402
재고자산	3,822	4,297	4,441	4,827	5,217
기타유동비금융자산	0	896	925	1,006	1,087
비유동자산	14,658	17,088	16,534	16,057	17,587
장기매출및기타비유동채권	116	146	151	164	177
투자자산	906	987	1,020	1,057	1,098
유형자산	10,927	11,781	10,252	8,920	9,909
무형자산	2,074	3,503	4,405	5,052	5,351
기타비유동자산	636	670	707	863	1,052
자산총계	34,594	38,597	41,147	45,409	50,191
유동부채	14,309	14,634	14,680	15,350	16,002
매입채무및기타유동채무	10,320	10,435	10,784	11,721	12,670
단기차입금	3,365	3,034	2,692	2,320	1,918
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	624	1,165	1,204	1,309	1,415
비유동부채	2,290	5,114	5,255	5,513	5,825
장기매입채무및비유동채무	258	240	248	270	292
사채및장기차입금	646	3,428	3,211	2,974	2,719
기타비유동부채	1,386	1,446	1,796	2,269	2,814
부채총계	16,599	19,748	19,936	20,863	21,827
자본금	534	534	534	534	534
주식발행초과금	481	481	481	481	481
이익잉여금	18,296	19,366	21,729	25,051	28,849
기타자본	-1,864	-2,104	-2,104	-2,104	-2,104
지배주주지분자본총계	17,447	18,276	20,639	23,961	27,759
비지배주주지분자본총계	547	573	572	585	605
자본총계	17,994	18,849	21,212	24,546	28,364
순차입금	-588	2,007	-1,085	-4,900	-7,260
총차입금	4,011	6,462	5,903	5,294	4,637

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	432	547	661	846	956
BPS	3,268	3,424	3,866	4,489	5,200
주당EBITDA	999	1,140	1,145	1,303	1,385
CFPS	782	918	975	1,138	1,226
DPS	970	225	230	250	260
주가배수(배)					
PER	24.0	18.8	13.0	10.1	9.0
PBR	3.2	3.0	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.9	9.7	8.9	7.3	6.5
PCFR	13.3	11.2	8.8	7.5	7.0
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	7.6	8.5	8.7
순이익률	4.4	5.3	6.0	7.1	7.4
EBITDA margin	9.6	10.7	10.4	10.9	10.7
총자산이익률(ROA)	7.3	8.3	8.9	10.5	10.8
자기자본이익률(ROE)	14.0	16.5	17.8	19.9	19.5
투자자본이익률(ROIC)	16.4	18.0	18.5	22.9	24.2
안정성(%)					
부채비율	92.2	104.8	94.0	85.0	77.0
순차입금비율	-3.3	10.6	-5.1	-20.0	-25.6
이자보상배율(배)	26.7	20.3	30.9	41.6	51.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0
재고자산회전율	14.7	14.0	13.5	13.8	13.8
매입채무회전율	5.6	5.5	5.6	5.7	5.7

S&T모티브 (064960)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 47,000원

목표주가 63,000원

S&T모티브는 과거대비 축소된 방산 이익 비중과 이익 기저효과를 제거하고 성장의 속도가 과거대비 둔화되었다는 점 때문에 추가적인 주가 활증이 쉽지 않을 전망이다. 현재 주가는 방산 물량 이연과 일회성 비용 이슈 이후 이익 회복에 근거한 반등으로 추가적인 주가 상승을 위해서는 이익의 성장 속도가 관건이 될 것으로 판단한다.

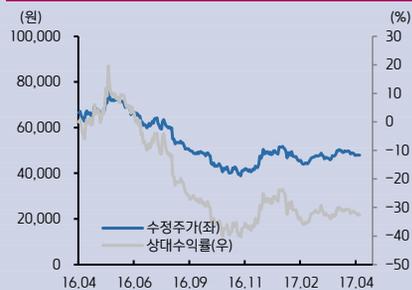
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	6,873억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	77,500원	38,850원	
최고/최저가 대비 등락	-39.35%	20.98%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.6%	-1.9%
	6M	8.3%	2.8%
	1Y	-29.3%	-33.9%

Company Data

발행주식수	14,623천주	
일평균 거래량(3M)	46천주	
외국인 지분율	13.9%	
배당수익률(17.E)	2.1%	
BP (17.E)	50,192원	
주요 주주	S&T홀딩스	37.2%
	국민연금공단	12.9%
	KB자산운용	10.3%

Price Trend



회복을 위해 필요한 것들

>>> 이익 성장 속도가 주가 상승의 관건

S&T모티브는 전장, 모터 등 자율주행, 친환경차에 채용되는 핵심 부품을 생산하는 업체. 다만 이익 비중이 높은 방산 비중이 과거대비 많이 축소되었고, 원화 강세인 현 상황에서 S&TC와 본사 직수출 마진 확보가 쉽지 않다는 판단. 지속되어 온 실적 부진에서 이익 회복이 가시화 시 주가 회복이 일부 가능하고 과거와 같은 주가 활증을 위해서는 이익 회복 여지가 아닌 성장 속도가 관건. 소총 덮개 발열 이슈는 해소되었으나 중장기 납품과 관련한 불확실성이 남은 점도 주가 상승 제한 요인

>>> 1Q17 영업이익 257억원 전망

1Q17 영업이익 257억원(-2.9% yoy, +2534.6% qoq, OPM 8.3%), 컨센서스 262억원 1.9% 하회 전망. 원/달러 하락에 따른 S&TC과 본사 매출 50% 이상인 직수출 수익성 악화로 관련 실적 부진하나 소총 덮개 발열 이슈로 납품이 지연된 방산 물량 매출 인식에 따른 기저효과 영향

>>> 투자의견 Buy, TP 63,000원 유지

S&T모티브에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 63,000원 유지. K2 납품 재개 보도, 모터 등 친환경 관련 부품의 물량 확대로 성장 기대감은 높으나, 방산 부문 실적이 과거대비 축소된 점과 2017년 이익의 성장의 가시성 다소 낮은 점은 과거 PER 고점까지 상승을 제한하는 요인. 목표가는 방산부문 실적 변동이 배제된 2018년 EPS에 목표 PER 12.1배(방산실적 안정기 PER 밴드 상단) 적용

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	12,105	11,538	12,460	13,992	15,648
영업이익(억원)	1,231	716	1,019	1,174	1,307
EBITDA(억원)	1,490	973	1,265	1,415	1,547
세전이익(억원)	1,327	603	1,022	1,178	1,311
순이익(억원)	974	343	754	869	968
지배주주지분순이익(억원)	856	336	656	756	842
EPS(원)	5,852	2,295	4,489	5,171	5,757
증감율(%YoY)	39.4	-60.8	95.6	15.2	11.3
PER(배)	14.7	21.3	10.5	9.1	8.2
PBR(배)	1.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.5	5.5	4.3	5.5	4.8
영업이익률(%)	10.2	6.2	8.2	8.4	8.4
핵심영업이익률(%)	8.0	3.0	6.1	6.2	6.2
ROE(%)	13.6	4.4	9.2	9.8	10.1
순부채비율(%)	-18.5	-24.8	-32.1	-5.1	-7.1

S&T모티브 IQ17 Preview: 영업이익은 257억원을 기록해 컨센서스 1.9% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	285.2	316.4	309.1	8.4	(2.3)	304.4	1.6
영업이익	26.5	1.0	25.7	(2.9)	2,534.6	26.2	(1.9)
세전이익	26.7	5.4	25.4	(5.1)	369.5	22.6	12.2
지배순이익	17.0	(2.8)	18.7	10.5	(778.5)	15.4	21.8
영업이익률	9.3	0.3	8.3	(1.0)	8.0	8.6	(0.3)
세전이익률	9.4	1.7	8.2	(1.2)	6.5	7.4	0.8
지배순이익률	5.9	(0.9)	6.1	0.1	6.9	5.1	1.0

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	1,246.7	1,375.7	1,246.0	1,399.2	(0.1)	1.7
영업이익	110.0	126.5	101.9	117.4	(7.3)	(7.2)
영업이익률(%)	8.8	9.2	8.2	8.4	(0.6)	(0.8)
EBITDA	137.0	153.6	126.5	141.5	(7.7)	(7.9)
EBITDA 이익률(%)	11.0	11.2	10.1	10.1	(0.8)	(1.1)
순이익	75.7	88.0	75.4	86.9	(0.3)	(1.2)

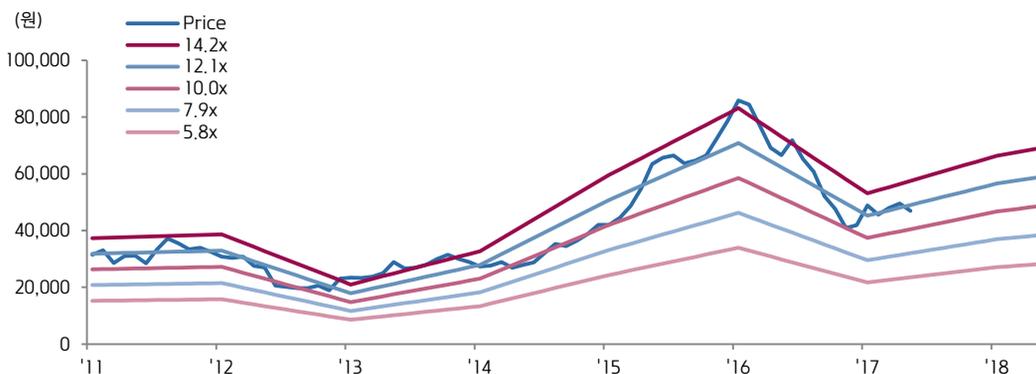
자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.1 배	(a), 방산실적 안정기 PER band(7.9~12.1 배) 상단
적용 EPS	5,171 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	63,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	47,000 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	34.0 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

S&T모터브 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	285.2	275.9	276.4	316.4	309.1	327.1	287.4	322.3	1,246.0	1,399.2	1,564.8
>차량부품	207.9	197.1	196.8	221.6	222.6	240.4	228.2	244.5	823.4	935.6	1,091.2
>산업설비	66.7	65.4	61.3	60.6	68.7	67.4	63.2	62.4	254.1	261.7	266.9
>방산기타	28.8	26.6	35.4	47.0	39.3	42.1	16.0	37.8	137.7	135.2	138.4
>조정	(18.2)	(13.3)	(17.2)	(12.7)	(21.5)	(22.7)	(20.0)	(22.4)	(61.4)	(86.6)	(97.3)
영업이익	26.5	19.6	24.5	1.0	25.7	26.9	23.2	26.1	101.9	117.4	130.7
세전이익	26.7	21.6	6.6	5.4	25.4	26.6	22.9	27.3	102.2	117.8	131.1
순이익	20.1	14.9	5.4	(6.0)	18.7	19.6	16.9	20.2	75.4	86.9	96.8
영업이익률	9.3	7.1	8.9	0.3	8.3	8.2	8.1	8.1	8.2	8.4	8.4
세전이익률	9.4	7.8	2.4	1.7	8.2	8.1	8.0	8.5	8.2	8.4	8.4
순이익률	7.0	5.4	2.0	(1.9)	6.1	6.0	5.9	6.3	6.1	6.2	6.2
% yoy											
매출액	1.3	(11.9)	(2.6)	(4.8)	8.4	18.6	4.0	1.9	8.0	12.3	11.8
>차량부품	3.4	(12.9)	(5.9)	5.5	7.1	21.9	15.9	10.4	(2.7)	13.6	16.6
>산업설비	3.9	0.7	(6.3)	(7.3)	3.0	3.0	3.0	3.0	(2.3)	3.0	2.0
>방산기타	(26.9)	(44.6)	22.6	(42.6)	36.6	58.2	(54.7)	(19.5)	(30.4)	(1.8)	2.3
>조정	(21.9)	(48.8)	(13.8)	(49.0)	18.1	70.7	16.4	76.0	(34.8)	41.0	12.3
영업이익	1.4	(43.2)	(15.7)	(97.1)	(2.9)	37.0	(5.5)	2,577.0	42.3	15.2	11.3
세전이익	4.3	(45.9)	(83.2)	(80.6)	(5.1)	23.3	247.8	405.5	69.5	15.2	11.3
순이익	7.1	(48.5)	(81.0)	(128.3)	(6.6)	31.8	213.3	(435.7)	119.7	15.2	11.3
% qoq											
매출액	(14.1)	(3.3)	0.2	14.5	(2.3)	5.8	(12.1)	12.2			
>차량부품	(1.0)	(5.2)	(0.2)	12.6	0.4	8.0	(5.1)	7.2			
>산업설비	2.1	(2.0)	(6.3)	(1.3)	13.5	(2.0)	(6.3)	(1.3)			
>방산기타	(64.8)	(7.5)	32.9	32.8	(16.3)	7.1	(61.9)	136.1			
>조정	(27.1)	(26.8)	28.9	(25.8)	68.8	5.8	(12.1)	12.2			
영업이익	(20.4)	(25.9)	25.0	(96.0)	2,534.6	4.7	(13.8)	12.6			
세전이익	(3.9)	(19.3)	(69.4)	(18.0)	369.5	4.8	(13.8)	19.1			
순이익	(5.6)	(25.7)	(63.7)	(211.2)	(411.8)	4.8	(13.8)	19.1			

자료: S&T모터브, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,105	11,538	12,460	13,992	15,648
매출원가	9,912	9,784	10,241	11,523	12,944
매출총이익	2,193	1,754	2,219	2,469	2,704
판매비및일반관리비	962	1,038	1,199	1,295	1,397
영업이익(보고)	1,231	716	1,019	1,174	1,307
영업이익률(%)	10.2%	6.2%	8.2%	8.4%	8.4%
영업외손익	96	-114	3	3	4
이자수익	14	14	59	66	74
배당금수익	3	0	0	0	0
외환이익	272	405	6,014	10,266	13,097
이자비용	4	0	0	0	0
외환손실	160	302	4,486	7,657	9,769
관계및기타분법손익	-5	-3	-1	-1	-1
투자및기타자산처분손익	29	6	4	2	1
금융상품평가및기타금융이익	-39	-2	17	10	4
기타	-13	-232	-1,604	-2,682	-3,402
법인세차감전이익	1,327	603	1,022	1,178	1,311
법인세비용	353	260	268	309	344
유효법인세율(%)	26.6%	43.0%	26.2%	26.2%	26.2%
당기순이익	974	343	754	869	968
지배주주지분순이익(억원)	856	336	656	756	842
EBITDA	1,490	973	1,265	1,415	1,547
현금순이익(Cash Earnings)	1,233	600	1,000	1,110	1,207
수정당기순이익	982	341	738	860	964
증감률(% YoY)					
매출액	10.1	-4.7	8.0	12.3	11.8
영업이익	78.4	-41.8	42.3	15.2	11.3
법인세차감전이익	79.8	-54.6	69.5	15.2	11.3
당기순이익	53.3	-64.7	119.7	15.2	11.3
지배주주지분 당기순이익	39.4	-60.8	95.6	15.2	11.3
EBITDA	61.6	-34.7	29.9	11.9	9.3
EPS	39.4	-60.8	95.6	15.2	11.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	705	1,061	869	897	978
당기순이익	974	343	754	869	968
감가상각비	240	235	225	214	205
무형자산상각비	19	21	20	27	35
외환손익	-27	-87	-1,528	-2,609	-3,328
자산처분손익	33	58	-4	-2	-1
지분법손익	5	3	1	1	1
영업활동자산부채 증감	-733	433	-127	-212	-229
기타	194	55	1,528	2,608	3,328
투자활동현금흐름	-124	-354	-69	-3,173	-758
투자자산의 처분	38	-14	0	-6	-7
유형자산의 처분	128	120	0	0	0
유형자산의 취득	-264	-395	0	0	-271
무형자산의 처분	-28	-54	-68	-89	-115
기타	2	-11	0	-3,078	-364
재무활동현금흐름	-100	-171	114	156	166
단기차입금의 증가	0	0	-1	-1	-1
장기차입금의 증가	-253	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-128	-162	0	-7	-21
기타	281	-8	115	164	188
현금및현금성자산의순증가	482	541	915	-2,119	386
기초현금및현금성자산	934	1,415	1,956	2,871	752
기말현금및현금성자산	1,415	1,956	2,871	752	1,138
Gross Cash Flow	1,437	628	997	1,109	1,207
Op Free Cash Flow	138	648	822	831	615

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,454	7,163	8,494	7,067	8,200
현금및현금성자산	1,415	1,956	2,871	752	1,138
유동금융자산	8	3	4	4	5
매출채권및유동채권	3,527	3,782	4,084	4,587	5,130
재고자산	1,487	1,421	1,535	1,724	1,928
기타유동비금융자산	17	0	0	0	0
비유동자산	5,274	5,318	5,152	8,095	8,626
장기매출및기타비유동채권	52	89	96	108	120
투자자산	102	115	118	124	131
유형자산	4,992	4,954	4,729	4,515	4,581
무형자산	128	161	208	270	351
기타비유동자산	0	0	0	3,078	3,443
자산총계	11,728	12,482	13,645	15,162	16,826
유동부채	3,036	3,686	3,979	4,468	4,996
매입채무및기타유동채무	2,760	3,053	3,297	3,703	4,141
단기차입금	3	3	2	2	1
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	273	630	680	764	854
비유동부채	1,002	908	1,024	1,190	1,380
장기매입채무및비유동채무	17	14	15	17	19
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	985	894	1,009	1,173	1,361
부채총계	4,039	4,594	5,003	5,657	6,375
자본금	731	731	731	731	731
주식발행초과금	234	234	234	234	234
이익잉여금	5,092	5,313	5,970	6,720	7,543
기타자본	542	527	527	527	527
지배주주지분자본총계	6,599	6,806	7,462	8,212	9,036
비지배주주지분자본총계	1,089	1,082	1,180	1,292	1,415
자본총계	7,689	7,888	8,642	9,504	10,451
순차입금	-1,420	-1,956	-2,872	-754	-1,141
총차입금	3	3	2	2	1

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지표(원)					
EPS	5,852	2,295	4,489	5,171	5,757
BPS	45,130	46,542	50,192	54,481	59,271
주당EBITDA	10,190	6,655	8,648	9,679	10,577
CFPS	8,430	4,104	6,836	7,592	8,254
DPS	1,000	1,000	1,050	1,150	1,250
추가배수(배)					
PER	14.7	21.3	10.5	9.1	8.2
PBR	1.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.5	5.5	4.3	5.5	4.8
PCFR	10.2	11.9	6.9	6.2	5.7
수익성(%)					
영업이익률	10.2	6.2	8.2	8.4	8.4
순이익률	8.0	3.0	6.1	6.2	6.2
EBITDA margin	12.3	8.4	10.1	10.1	9.9
총자산이익률(ROA)	8.5	2.8	5.8	6.1	6.2
자기자본이익률(ROE)	13.6	4.4	9.2	9.8	10.1
투하자본이익률(ROIC)	12.9	5.9	11.6	13.3	14.3
안정성(%)					
부채비율	52.5	58.2	58.9	61.4	63.6
순차입금비율	-18.5	-24.8	-32.1	-5.1	-7.1
이자보상배율(배)	281.1	6,567.2	2,692.7	4,208.1	7,804.0
활동성(배)					
매출채권회전율	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2
재고자산회전율	7.8	7.9	8.4	8.6	8.6
매입채무회전율	4.2	4.0	3.9	4.0	4.0

한국타이어 (161390)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 57,400원

목표주가 80,000원

한국타이어의 업종 Top-pick을 제시한다. 단기적으로 자동차/부품의 이익 가시성이 떨어지는 2Q17까지 우호적인 영업환경이 기대되기 때문이다. 시장 우려와 달리 원가 상승에도 판가 상승, 믹스 개선, 볼륨 증가로 높아진 원가율을 상당부분 상쇄 가능할 것으로 기대한다. 하반기로 이어지는 높은 이익 가시성을 감안하면 투자 매력은 높을 것으로 전망한다.

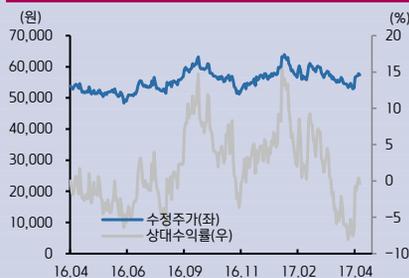
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	71,104억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	63,900원	48,350원	
최고/최저가 대비 등락	-10.17%	18.72%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.9%	3.6%
	6M	0.7%	-4.4%
	1Y	6.5%	-0.4%

Company Data

발행주식수	123,875천주
일평균 거래량(3M)	321천주
외국인 지분율	42.1%
배당수익률(17.E)	0.7%
BP (17.E)	54,976원
주요 주주	한국타이어월드와이드 42.6%
	국민연금공단 6.0%

Price Trend



너의 주가 상승만 보여

>>> 우려와 달리 2Q17~1H18 증익 기조

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. 2Q17 원재료비 추가 상승에도 믹스 개선, 볼륨 증가, 판가 상승이 마진 방어. 2H17에는 최근 하락 고무가격 투입으로 원가율은 개선, 가격 재인상한 Goodyear 등 경쟁 재발 가능성 낮아 이익 가시성 확대될 것으로 전망

>>> 1Q17 영업이익 2,346억원 전망

1Q17 영업이익 2,346억원(-6.6% yoy, -1.9% qoq, OPM 14.0%), 컨센서스 2,314억원 1.4% 상회 전망. 부정적 환율과 원재료비 상승에도 판가 인상 전 달러들의 Restocking으로 볼륨 증가, 유럽 및 미국 믹스 개선 (RE 고인치 비중 확대) 영향으로 수익성은 시장 우려와 달리 14.0% 수준에 근접할 것으로 추정

>>> 투자의견 Buy, TP 80,000원 유지

한국타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지. 목표주가는 2017년 예상 EPS 7,350원과 판가 인상기 평균 PER 11.2배 적용. 최근 미국, 유럽 등 판가 인상 후 가격 경쟁 종료로 영업 레버리지 높은 한국 타이어 업체들의 이익 개선 효과 클 전망. 판가 인상 시 Valuation 평균인 PER 11.2배까지 주가 상승 가능하며, 적어도 가격 인하시점 PER 상단 9.8배인 73,500원까지 상승 기대. 자동차/부품/타이어 Top-pick 추천

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	64,282	66,218	71,672	73,675	75,252
영업이익(억원)	8,850	11,032	10,864	11,770	12,208
EBITDA(억원)	13,438	16,060	15,429	15,929	16,001
세전이익(억원)	8,394	10,924	11,297	12,098	12,305
순이익(억원)	6,565	8,791	9,114	9,772	9,951
지배주주지분순이익(억원)	6,554	8,729	9,102	9,759	9,938
EPS(원)	5,291	7,046	7,348	7,878	8,023
증감율(%YoY)	-6.4	33.2	4.3	7.2	1.8
PER(배)	8.9	8.2	7.8	7.3	7.2
PBR(배)	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.9	5.6	5.0	4.1	3.6
영업이익률(%)	13.8	16.7	15.2	16.0	16.2
핵심영업이익률(%)	10.2	13.3	12.7	13.3	13.2
ROE(%)	13.6	15.8	14.3	13.4	12.1
순부채비율(%)	41.6	28.5	8.0	-9.0	-15.8

한국타이어 IQ17 Preview: 영업이익은 2,346억원을 기록해 컨센서스 1.4% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,626.0	1,610.6	1,671.7	2.8	3.8	1,654.6	1.0
영업이익	251.1	239.2	234.6	(6.6)	(1.9)	231.4	1.4
세전이익	247.2	263.9	243.4	(1.5)	(7.8)	239.1	1.8
지배순이익	195.6	206.5	194.7	(0.4)	(5.7)	183.5	6.1
영업이익률	15.4	14.9	14.0	(1.4)	(0.8)	14.0	0.0
세전이익률	15.2	16.4	14.6	(0.6)	(1.8)	14.4	0.1
지배순이익률	12.0	12.8	11.6	(0.4)	(1.2)	11.1	0.6

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	7,232.1	7,479.1	7,167.2	7,367.5	(0.9)	(1.5)
영업이익	1,081.6	1,194.2	1,086.4	1,177.0	0.4	(1.4)
영업이익률(%)	15.0	16.0	15.2	16.0	0.2	0.0
EBITDA	1,561.2	1,711.9	1,542.9	1,592.9	(1.2)	(7.0)
EBITDA 이익률(%)	21.6	22.9	21.5	21.6	(0.1)	(1.3)
순이익	872.2	953.8	911.4	977.2	4.5	2.4

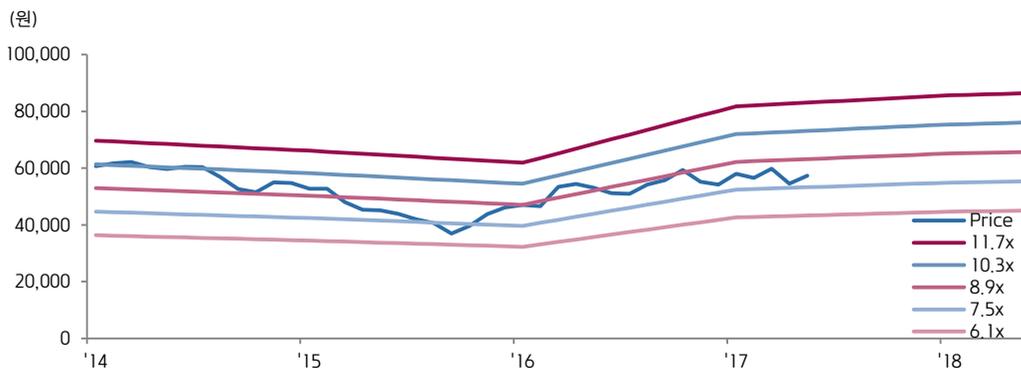
자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	11.2 배	(a), 가격 인상 시점 PER 평균
적용 EPS	7,348 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	80,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	57,400 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	39.4 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

한국타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,626.0	1,727.4	1,657.6	1,610.6	1,671.7	1,835.6	1,848.8	1,811.1	7,167.2	7,367.5	7,525.2
영업이익	251.1	310.3	302.6	239.2	234.6	251.0	303.7	297.0	1,086.4	1,177.0	1,220.8
세전이익	247.2	310.7	270.5	263.9	243.4	260.4	312.3	313.6	1,129.7	1,209.8	1,230.5
순이익	196.7	265.2	207.6	209.7	194.7	208.4	249.9	258.4	911.4	977.2	995.1
영업이익률	15.4	18.0	18.3	14.9	14.0	13.7	16.4	16.4	15.2	16.0	16.2
세전이익률	15.2	18.0	16.3	16.4	14.6	14.2	16.9	17.3	15.8	16.4	16.4
순이익률	12.1	15.4	12.5	13.0	11.6	11.4	13.5	14.3	12.7	13.3	13.2
% yoy											
매출액	9.4	6.6	(3.9)	0.9	2.8	6.3	11.5	12.4	8.2	2.8	2.1
세전이익	23.6	54.4	25.2	0.0	(6.6)	(19.1)	0.4	24.2	(1.5)	8.3	3.7
세전이익	25.9	60.9	23.6	14.3	(1.5)	(16.2)	15.4	18.8	3.4	7.1	1.7
순이익	22.0	72.3	36.6	10.6	(1.0)	(21.4)	20.4	23.2	3.7	7.2	1.8
% qoq											
매출액	1.8	6.2	(4.0)	(2.8)	3.8	9.8	0.7	(2.0)			
영업이익	5.0	23.5	(2.5)	(21.0)	(1.9)	7.0	21.0	(2.2)			
세전이익	7.1	25.7	(12.9)	(2.4)	(7.8)	7.0	19.9	0.4			
순이익	3.8	34.9	(21.7)	1.0	(7.1)	7.0	19.9	3.4			

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	64,282	66,218	71,672	73,675	75,252
매출원가	40,840	40,450	44,693	45,099	45,648
매출총이익	23,441	25,767	26,978	28,575	29,605
판매비및일반관리비	14,591	14,735	16,114	16,805	17,396
영업이익(보고)	8,850	11,032	10,864	11,770	12,208
영업이익률(%)	13.8%	16.7%	15.2%	16.0%	16.2%
영업외손익	-456	-108	433	327	97
이자수익	190	68	6	7	7
배당금수익	0	2	3	3	3
외환이익	2,693	2,601	2,427	2,897	3,066
이자비용	438	456	254	177	97
외환손실	3,259	3,031	2,836	3,371	3,562
관계기업지분법손익	137	449	544	582	623
투자및기타자산처분손익	-25	-41	-26	-11	-4
금융상품평가및기타금융이익	85	84	34	13	4
기타	160	216	535	385	57
법인세차감전이익	8,394	10,924	11,297	12,098	12,305
법인세비용	1,829	2,133	2,184	2,326	2,354
유효법인세율(%)	21.8%	19.5%	19.3%	19.2%	19.1%
당기순이익	6,565	8,791	9,114	9,772	9,951
지배주주지분손이익(억원)	6,554	8,729	9,102	9,759	9,938
EBITDA	13,438	16,060	15,429	15,929	16,001
현금순이익(Cash Earnings)	11,153	13,819	13,678	13,930	13,744
수정당기순이익	6,518	8,756	9,107	9,770	9,951
증감률(% YoY)					
매출액	-3.8	3.0	8.2	2.8	2.1
영업이익	-14.2	24.7	-1.5	8.3	3.7
법인세차감전이익	-10.3	30.1	3.4	7.1	1.7
당기순이익	-6.1	33.9	3.7	7.2	1.8
지배주주지분 당기순이익	-6.4	33.2	4.3	7.2	1.8
EBITDA	-8.0	19.5	-3.9	3.2	0.5
EPS	-6.4	33.2	4.3	7.2	1.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,140	12,176	12,318	13,305	13,175
당기순이익	6,565	8,791	9,114	9,772	9,951
감가상각비	4,465	4,890	4,429	4,011	3,633
무형자산상각비	124	139	136	147	160
외환손익	375	224	409	474	496
자산처분손익	103	149	26	11	4
지분법손익	-137	-449	-544	-582	-623
영업활동자산부채 증감	-803	-2,368	-1,230	-452	-356
기타	449	800	-22	-76	-90
투자활동현금흐름	-21,040	-7,395	-832	-808	-6,419
투자자산의 처분	-12,654	-382	-171	-64	-46
유형자산의 처분	140	393	0	0	0
유형자산의 취득	-8,630	-7,227	0	0	-5,500
무형자산의 처분	-40	-229	-235	-255	-276
기타	144	49	-426	-489	-597
재무활동현금흐름	8,887	-6,500	-5,982	-6,127	-6,240
단기차입금의 증가	1,596	-7,708	-6,753	-6,941	-7,090
장기차입금의 증가	7,786	1,704	886	911	930
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-495	-495	-495	-495	-495
기타	0	0	380	399	415
현금및현금성자산의순증가	-878	-1,720	5,503	6,369	517
기초현금및현금성자산	7,252	6,374	4,653	10,157	16,526
기말현금및현금성자산	6,374	4,653	10,157	16,526	17,043
Gross Cash Flow	11,943	14,544	13,548	13,757	13,531
Op Free Cash Flow	2,038	4,082	11,334	12,374	6,915

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	33,888	32,931	40,763	47,988	49,179
현금및현금성자산	6,374	4,653	10,157	16,526	17,043
유동금융자산	1,187	1,656	1,793	1,843	1,882
매출채권및유동채권	11,950	12,158	13,159	13,527	13,817
재고자산	14,303	14,363	15,546	15,981	16,323
기타유동비금융자산	74	100	108	111	113
비유동자산	61,074	63,289	59,635	56,440	59,263
장기매출및기타비유동채권	1,303	1,027	1,112	1,143	1,167
투자자산	11,949	12,010	12,175	12,363	12,583
유형자산	44,940	46,993	42,564	38,552	40,419
무형자산	1,428	1,462	1,561	1,669	1,785
기타비유동자산	1,453	1,798	2,223	2,713	3,309
자산총계	94,961	96,220	100,398	104,428	108,442
유동부채	29,069	24,468	21,348	17,491	13,468
매입채무및기타유동채무	11,668	10,504	11,369	11,687	11,937
단기차입금	14,924	8,685	1,933	-5,009	-12,099
유동성장기차입금	1,387	3,835	6,484	9,207	11,988
기타유동부채	1,089	1,444	1,563	1,607	1,641
비유동부채	14,485	12,137	10,817	9,427	8,009
장기매입채무및비유동채무	811	766	829	852	871
사채및장기차입금	12,646	10,753	8,991	7,178	5,328
기타비유동부채	1,028	618	997	1,396	1,811
부채총계	43,553	36,605	32,165	26,918	21,477
자본금	619	619	619	619	619
주식발행초과금	29,935	29,935	29,935	29,935	29,935
이익잉여금	21,341	29,506	38,113	47,378	56,821
기타자본	-551	-566	-566	-566	-566
지배주주지분자본총계	51,344	59,494	68,101	77,366	86,810
비지배주주지분자본총계	64	121	132	144	156
자본총계	51,408	59,615	68,233	77,509	86,965
순차입금	21,396	16,963	5,457	-6,993	-13,709
총차입금	28,957	23,273	17,407	11,376	5,217

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,291	7,046	7,348	7,878	8,023
BPS	41,448	48,027	54,976	62,455	70,078
주당EBITDA	10,848	12,965	12,455	12,859	12,917
CFPS	9,004	11,156	11,042	11,245	11,095
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	8.9	8.2	7.8	7.3	7.2
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	5.6	5.0	4.1	3.6
PCFR	5.2	5.2	5.2	5.1	5.2
수익성(%)					
영업이익률	13.8	16.7	15.2	16.0	16.2
순이익률	10.2	13.3	12.7	13.3	13.2
EBITDA margin	20.9	24.3	21.5	21.6	21.3
총자산이익률(ROA)	7.4	9.2	9.3	9.5	9.3
자기자본이익률(ROE)	13.6	15.8	14.3	13.4	12.1
투자자본이익률(ROIC)	11.9	14.4	13.4	15.3	16.0
안정성(%)					
부채비율	84.7	61.4	47.1	34.7	24.7
순차입금비율	41.6	28.5	8.0	-9.0	-15.8
이자보상배율(배)	20.2	24.2	42.8	66.7	125.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	5.5	5.7	5.5	5.5
재고자산회전율	4.5	4.6	4.8	4.7	4.7
매입채무회전율	5.6	6.0	6.6	6.4	6.4

넥센타이어 (002350)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 13,300원

목표주가 18,000원

평가 인하 경쟁 완화에 원가 하락으로 국내 타이어 업체의 영업 환경은 2016년대 비 개선되었다. 하지만 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮다. 한국타이어대비 1) 평가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위이기 때문. 수요 회복 시 주가 상승 업종 내 가장 탄력적일 것으로 전망한다.

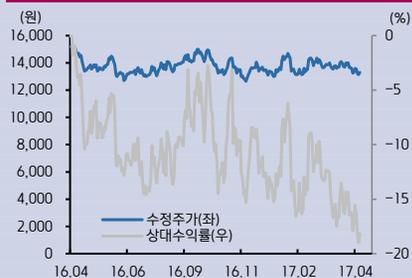
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	13,204억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	15,200원	12,650원	
최고/최저가 대비 등락	-12.50%	5.14%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-3.3%	-2.5%
	6M	-4.7%	-9.5%
	1Y	-12.5%	-18.2%

Company Data

발행주식수	102,916천주
일평균 거래량(3M)	141천주
외국인 지분율	16.5%
배당수익률(17.E)	0.8%
BP (17.E)	12,889원
주요 주주	넥센 66.2%
	국민연금공단 8.0%

Price Trend



수요 회복 시 주가 상승 클 전망

>>> 평가 상승 + 원가 하락으로 이익 개선

최근 타이어 가격 인상은 수요 개선에 기인하기 보다 원재료 가격 급등의 영향으로 보는 것이 합리적. 넥센타이어는 수요 상승(업황 호조) 시점 경쟁사 대비 높은 이익 증가가 가능해 상대적으로 높은 Valuation 합리화가 가능. 평가 인상과 더불어 최근 원가 하락은 국내 타이어 업체의 하반기 이익 증가를 견인할 전망. 미국, 유럽 매출 비중이 높아 수혜가 가능해 투자 의견 Buy 유지

>>> 1Q17 영업이익 496억원 전망

1Q17 영업이익 496억원(-14.3% yoy, -10.0% qoq, OPM 10.7%), 컨센서스 505억원 1.7% 하회 전망. 2Q17 투입원가는 최근 하락한 일부 고무가 반영될 것으로 기대. 2H17에도 급락한 고무가 투입으로 원가율은 재차 하락하고 가격 경쟁 재발 가능성은 낮아 이익 가시성 더욱 높아질 전망

>>> 투자의견 Buy, TP 18,000원 유지

넥센타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 18,000원을 유지. 목표주가는 2017년 예상 EPS 1,393원과 한국타이어 목표 PER에 20%를 할증한 13.4배를 목표 PER로 적용. 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 한국타이어대비 1) 평가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위이기 때문. 수요 회복 시 주가 상승 업종 내 가장 탄력적일 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	18,375	18,947	19,734	19,761	20,084
영업이익(억원)	2,249	2,480	2,388	2,694	2,834
EBITDA(억원)	3,645	3,928	3,720	3,918	3,959
세전이익(억원)	1,648	2,165	1,862	2,168	2,304
순이익(억원)	1,271	1,760	1,448	1,685	1,788
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,434	1,668	1,770
EPS(원)	1,217	1,689	1,393	1,621	1,720
증감율(%YoY)	-3.1	38.8	-17.5	16.3	6.1
PER(배)	10.2	7.7	9.5	8.2	7.7
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.8	4.8	4.4	3.4	3.3
영업이익률(%)	12.2	13.1	12.1	13.6	14.1
순이익률(%)	6.9	9.3	7.3	8.5	8.9
ROE(%)	12.9	15.7	11.4	11.9	11.3
순채비율(%)	83.2	48.9	23.9	1.1	1.2

넥센타이어 IQ17 Preview: 영업이익은 496억원을 기록해 컨센서스 1.7% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	458.0	473.4	461.7	0.8	(2.5)	467.4	(1.2)
영업이익	57.9	55.1	49.6	(14.3)	(10.0)	50.5	(1.7)
세전이익	54.3	50.7	37.0	(31.9)	(27.2)	43.9	(15.8)
지배순이익	41.5	42.7	29.9	(27.9)	(29.9)	33.2	(9.8)
영업이익률	12.6	11.6	10.7	(1.9)	(0.9)	10.8	(0.1)
세전이익률	11.9	10.7	8.0	(3.9)	(2.7)	9.4	(1.4)
지배순이익률	9.1	9.0	6.5	(2.6)	(2.5)	7.1	(0.6)

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,980.4	1,974.7	1,973.4	1,976.1	(0.4)	0.1
영업이익	234.6	252.0	238.8	269.4	1.8	6.9
영업이익률(%)	11.8	12.8	12.1	13.6	0.3	0.9
EBITDA	367.8	374.5	372.0	391.8	1.1	4.6
EBITDA 이익률(%)	18.6	19.0	18.8	19.8	0.3	0.9
순이익	141.5	155.0	144.8	168.5	2.4	8.7

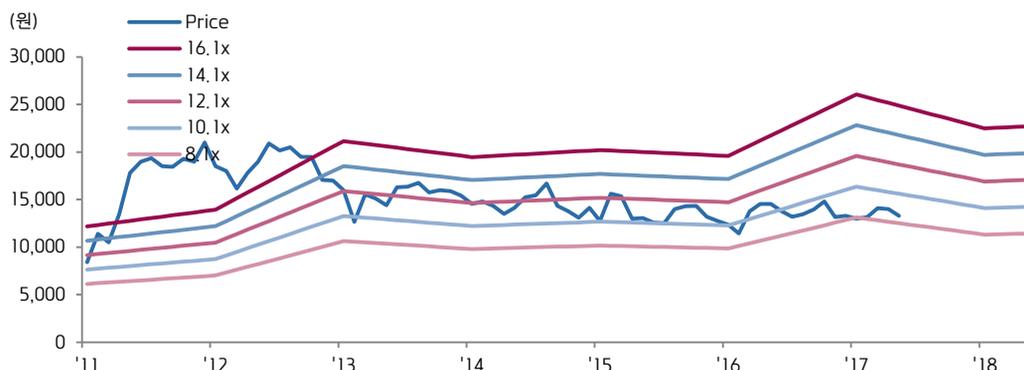
자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	13.4 배	(a), 한국타이어 목표 PER에 20% 할증
적용 EPS	1,393 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	18,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	13,300 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	35.3 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

넥센타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.4	461.7	513.0	511.4	487.2	1,973.4	1,976.1	2,008.4
영업이익	57.9	69.5	65.4	55.1	49.6	54.1	68.0	67.0	238.8	269.4	283.4
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	37.0	40.7	54.6	54.0	186.2	216.8	230.4
순이익	41.9	43.9	46.8	43.3	29.9	32.9	44.2	37.9	144.8	168.5	178.8
영업이익률	12.6	14.1	13.9	11.6	10.7	10.6	13.3	13.7	12.1	13.6	14.1
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.7	8.0	7.9	10.7	11.1	9.4	11.0	11.5
순이익률	9.1	8.9	10.0	9.2	6.5	6.4	8.6	7.8	7.3	8.5	8.9
% yoy											
매출액	3.2	5.6	(0.0)	3.8	0.8	4.0	8.8	2.9	4.2	0.1	1.6
영업이익	12.9	24.9	26.5	(16.7)	(14.3)	(22.2)	4.0	21.5	(3.7)	12.8	5.2
세전이익	64.0	5.1	102.4	1.3	(31.9)	(29.8)	1.9	6.3	(14.0)	16.5	6.2
순이익	88.5	2.8	126.7	4.4	(28.6)	(25.1)	(5.6)	(12.6)	(17.7)	16.3	6.1
% qoq											
매출액	0.4	7.7	(4.7)	0.7	(2.5)	11.1	(0.3)	(4.7)			
영업이익	(12.5)	20.1	(5.9)	(15.7)	(10.0)	9.1	25.7	(1.5)			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(5.3)	(27.2)	10.0	34.3	(1.2)			
순이익	0.9	4.8	6.6	(7.4)	(31.0)	10.0	34.3	(14.3)			

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,375	18,947	19,734	19,761	20,084
매출원가	12,185	12,079	12,800	12,500	12,608
매출총이익	6,190	6,868	6,935	7,260	7,476
판매비및일반관리비	3,941	4,388	4,547	4,566	4,642
영업이익(보고)	2,249	2,480	2,388	2,694	2,834
영업이익률(%)	12.2%	13.1%	12.1%	13.6%	14.1%
영업외손익	-601	-315	-526	-525	-530
이자수익	65	56	57	58	59
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	509	585	513	658	675
이자비용	334	251	216	222	228
외환손실	776	670	605	773	791
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-25	2	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-42	-18	0	1	0
기타	2	-19	-276	-247	-245
법인세차감전이익	1,648	2,165	1,862	2,168	2,304
법인세비용	377	406	413	484	516
유효법인세율(%)	22.9%	18.7%	22.2%	22.3%	22.4%
당기순이익	1,271	1,760	1,448	1,685	1,788
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,434	1,668	1,770
EBITDA	3,645	3,928	3,720	3,918	3,959
현금순이익(Cash Earnings)	2,667	3,207	2,780	2,909	2,913
수정당기순이익	1,323	1,773	1,448	1,684	1,787
증감률(% YoY)					
매출액	4.5	3.1	4.2	0.1	1.6
영업이익	7.8	10.3	-3.7	12.8	5.2
법인세차감전이익	0.4	31.4	-14.0	16.5	6.2
당기순이익	-2.1	38.4	-17.7	16.3	6.1
지배주주지분 당기순이익	-2.5	38.8	-17.5	16.3	6.1
EBITDA	16.3	7.8	-5.3	5.3	1.1
EPS	-3.1	38.8	-17.5	16.3	6.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,208	3,832	2,663	2,905	2,865
당기순이익	1,271	1,760	1,448	1,685	1,788
감가상각비	1,396	1,448	1,331	1,223	1,124
무형자산상각비	0	0	1	1	1
외환손익	300	-5	92	115	116
자산처분손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-353	219	-117	-4	-48
기타	594	410	-92	-115	-116
투자활동현금흐름	-1,421	-1,264	-313	-168	-3,290
투자자산의 처분	161	-168	-65	-2	-27
유형자산의 처분	36	16	0	0	0
유형자산의 취득	-1,616	-1,046	0	0	-3,061
무형자산의 처분	-10	-1	-1	-1	-1
기타	8	-65	-247	-165	-201
재무활동현금흐름	-1,156	-2,374	524	556	613
단기차입금의 증가	0	0	200	200	204
장기차입금의 증가	-1,081	-2,293	50	51	53
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-81	-102	-110	-115
기타	1	0	375	414	472
현금및현금성자산의순증가	519	212	2,873	3,293	188
기초현금및현금성자산	531	1,049	1,261	4,135	7,428
기말현금및현금성자산	1,049	1,261	4,135	7,428	7,616
Gross Cash Flow	3,562	3,613	2,780	2,909	2,913
Op Free Cash Flow	1,151	2,636	3,024	3,262	164

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,007	8,477	11,650	14,953	15,265
현금및현금성자산	1,049	1,261	4,135	7,428	7,616
유동금융자산	1,093	1,237	1,288	1,290	1,311
매출채권및유동채권	3,349	3,466	3,610	3,614	3,674
재고자산	2,516	2,514	2,618	2,621	2,664
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,801	17,702	16,640	15,582	17,729
장기매출및기타비유동채권	120	183	190	191	194
투자자산	283	392	406	407	413
유형자산	16,920	16,472	15,141	13,918	15,854
무형자산	140	152	151	151	150
기타비유동자산	337	503	751	916	1,117
자산총계	25,809	26,179	28,291	30,536	32,994
유동부채	5,805	5,600	5,916	6,099	6,337
매입채무및기타유동채무	2,152	2,901	3,022	3,026	3,075
단기차입금	1,830	1,171	1,371	1,572	1,775
유동성장기차입금	1,478	1,104	1,082	1,060	1,037
기타유동부채	346	423	441	441	449
비유동부채	9,663	8,552	9,000	9,488	10,035
장기매입채무및비유동채무	29	27	28	28	29
사채및장기차입금	7,441	6,100	6,172	6,246	6,321
기타비유동부채	2,193	2,425	2,800	3,214	3,686
부채총계	15,468	14,152	14,916	15,586	16,372
자본금	535	535	535	535	535
주식발행초과금	260	260	260	260	260
이익잉여금	9,002	10,685	12,018	13,577	15,233
기타자본	470	453	453	453	453
지배주주지분자본총계	10,266	11,932	13,265	14,824	16,480
비지배주주지분자본총계	74	96	110	126	142
자본총계	10,340	12,027	13,374	14,949	16,622
순차입금	8,606	5,877	3,202	159	206
총차입금	10,748	8,375	8,625	8,877	9,133

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,217	1,689	1,393	1,621	1,720
BPS	9,976	11,594	12,889	14,404	16,013
주당EBITDA	3,542	3,817	3,614	3,807	3,847
CFPS	2,592	3,116	2,702	2,827	2,831
DPS	80	100	105	110	115
주가배수(배)					
PER	10.2	7.7	9.5	8.2	7.7
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	4.8	4.4	3.4	3.3
PCFR	4.8	4.2	4.9	4.7	4.7
수익성(%)					
영업이익률	12.2	13.1	12.1	13.6	14.1
순이익률	6.9	9.3	7.3	8.5	8.9
EBITDA margin	19.8	20.7	18.8	19.8	19.7
총자산이익률(ROA)	5.0	6.8	5.3	5.7	5.6
자기자본이익률(ROE)	12.9	15.7	11.4	11.9	11.3
투자자본이익률(ROIC)	8.5	10.1	9.6	11.6	12.0
안정성(%)					
부채비율	149.6	117.7	111.5	104.3	98.5
순차입금비율	83.2	48.9	23.9	1.1	1.2
이자보상배율(배)	6.7	9.9	11.1	12.1	12.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.6	5.6	5.5	5.5
재고자산회전율	7.3	7.5	7.7	7.5	7.6
매입채무회전율	8.1	7.5	6.7	6.5	6.6

금호타이어 (073240)



BUY(Maintain)

주가(4/18) 8,360원

목표주가 10,000원

금호타이어 주가는 M&A 진행에 따라 등락을 거듭할 전망이다. 중국 더블스타(최종 입찰가액 1조원)의 인수가 거의 확정된 지금 장기적으로 중국공장 이전 후 가동률 회복, 실적 개선 가능성만을 투자이견에 반영했다. 다만 박삼구 회장의 금호 상표권 분쟁, 지분 매각 무효 등의 소송을 통해 노이즈 발생 시 주가는 등락을 거듭할 것으로 전망한다.

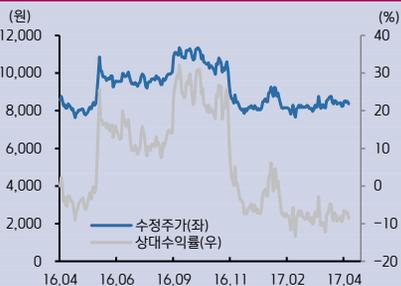
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,148.46pt		
시가총액	13,208억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	11,350원	7,630원	
최고/최저가 대비 등락	-26.34%	9.57%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.4%	1.1%
	6M	-23.7%	-27.5%
	1Y	-2.3%	-8.7%

Company Data

발행주식수	157,993천주
일평균 거래량(3M)	818천주
외국인 지분율	4.4%
배당수익률(17.E)	0.0%
BP (17.E)	7,298원
주요 주주	Qingdao Xingwei
	International Investment
	국민연금공단
	42.0%
	10.8%

Price Trend



턴어라운드 vs. M&A 진통

>>> M&A 과정 노이즈에 주가 등락 전망

2017년 하반기 중경공장 축소 이전과 미국 가동률 회복에 따른 수익성 개선. 최근 하락 추세인 고무가격은 매출액대비 원가율이 높은 금호타이어 이익 개선에는 긍정적으로 작용할 전망이다. 단 투자자의 관심은 M&A 사실상 우선매수협상권을 포기한 박삼구 회장의 금호산업을 앞세운 상표권 관련 소송 등 M&A 진통 지속으로 주가 상승을 제한하고 있다는 점

>>> 1Q17 영업이익 323억원 전망

1Q17 영업이익 323억원(+113.7% yoy, -41.0% qoq, OPM 4.6%), 컨센서스 309억원 4.9% 상회 전망. 매출액대비 원가율 높아 실적 가시성은 2Q17까지 업종 내 가장 낮으나, 2H17 1) 중국 공장 이전 및 미국 정상화로 가동률 회복, 2) 더블스타 인수 후 시너지 창출 기대. 단, 금호산업의 상표권 관련 소송 지속으로 M&A 차질 시 주가는 노이즈로 작용할 것으로 판단

>>> 투자이견 Buy, TP 10,000원 유지

2017년 3월 완료되는 중경공장 이전(CAPA 축소로 가동률 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 완화, 원재료비 하락으로 2017년 하반기는 금호타이어 이익 개선의 원년이 될 전망이다. 단기적으로 M&A 과정에서 수반되는 노이즈(국내 고용 유지, 상표권 분쟁, 지분 매각 무효 소송 등)에 따라 주가는 등락을 거듭할 전망이다

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	30,404	29,472	31,709	32,804	38,854
영업이익(억원)	1,360	1,201	1,963	2,408	3,116
EBITDA(억원)	3,405	3,442	4,034	4,322	4,890
세전이익(억원)	-655	-378	663	1,292	2,078
순이익(억원)	-675	-379	511	995	1,600
지배주주지분순이익(억원)	-694	-360	508	990	1,592
EPS(원)	-439	-228	322	627	1,008
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	94.8	60.8
PER(배)	-15.3	-37.2	26.0	13.3	8.3
PBR(배)	0.9	1.2	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	10.0	11.2	8.9	7.8	7.0
영업이익률(%)	4.5	4.1	6.2	7.3	8.0
순이익률(%)	-2.2	-1.3	1.6	3.0	4.1
ROE(%)	-5.2	-3.1	4.1	7.6	11.1
순부채비율(%)	187.4	200.3	177.4	147.5	134.6

금호타이어 IQ17 Preview: 영업이익은 323억원을 기록해 컨센서스 4.5% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	701.8	790.6	702.4	0.1	(11.2)	736.6	(4.6)
영업이익	15.1	54.7	32.3	113.7	(41.0)	30.9	4.5
세전이익	(13.1)	7.0	(0.5)	적지	적전	-0.3	-
지배순이익	(14.4)	17.3	(0.4)	적지	적전	1.2	-
영업이익률	2.2	6.9	4.6	2.4	(2.3)	4.2	0.4
세전이익률	(1.9)	0.9	(0.1)	적지	적전	(0.0)	(0.0)
지배순이익률	(2.0)	2.2	(0.1)	적지	적전	0.2	(0.2)

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	3,193.8	3,296.0	3,170.9	3,280.4	(0.7)	(0.5)
영업이익	197.7	241.9	196.3	240.8	(0.7)	(0.5)
영업이익률(%)	6.2	7.3	6.2	7.3	(0.0)	0.0
EBITDA	406.7	468.6	403.4	432.2	(0.8)	(7.8)
EBITDA 이익률(%)	12.7	14.2	12.7	13.2	(0.0)	(1.0)
순이익	61.9	109.7	51.1	99.5	(17.5)	(9.3)

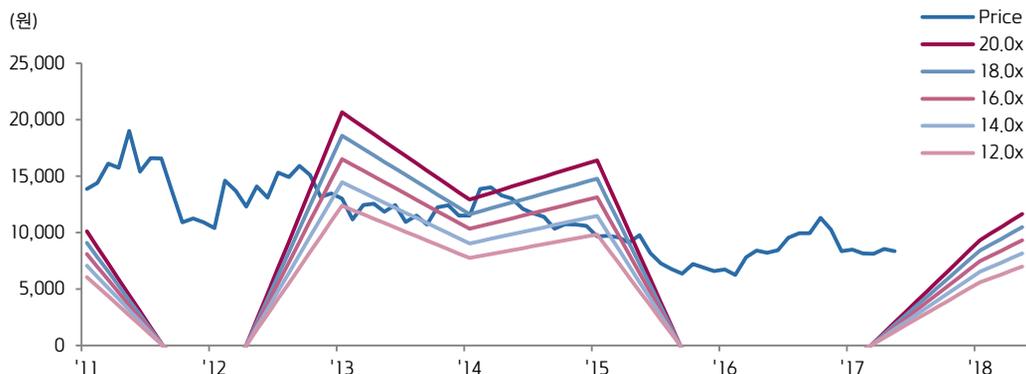
자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	14.4 배	(a), 2013년 이후 PER 평균(16.0배) - 2 표준편차(4.0배) 20% 할증
적용 EPS	627 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	10,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	8,360 원	2017년 4월 18일 증가
주가상승여력	19.6 %	2017년 4월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

금호타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	701.8	744.8	710.1	790.6	702.4	812.0	800.7	855.9	3,170.9	3,280.4	3,885.4
영업이익	15.1	40.7	9.5	54.7	32.3	47.1	55.2	61.6	196.3	240.8	311.6
세전이익	(13.1)	(0.2)	(31.6)	7.0	(0.5)	14.2	23.0	29.6	66.3	129.2	207.8
순이익	(15.4)	(7.5)	(32.0)	17.0	(0.4)	10.9	17.7	22.8	51.1	99.5	160.0
영업이익률	2.2	5.5	1.3	6.9	4.6	5.8	6.9	7.2	6.2	7.3	8.0
세전이익률	(1.9)	(0.0)	(4.4)	0.9	(0.1)	1.7	2.9	3.5	2.1	3.9	5.3
순이익률	(2.2)	(1.0)	(4.5)	2.2	(0.1)	1.3	2.2	2.7	1.6	3.0	4.1
% yoy											
매출액	(7.0)	(5.1)	(1.0)	0.8	0.1	9.0	12.8	8.3	7.6	3.5	18.4
영업이익	(65.6)	(26.3)	(256.6)	28.1	113.7	15.6	483.8	12.6	63.5	22.7	29.4
세전이익	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	321.1	적지	흑전	60.8
순이익	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	33.9	적지	흑전	60.8
% qoq											
매출액	(10.5)	6.1	(4.7)	11.3	(11.2)	15.6	(1.4)	6.9			
영업이익	(64.6)	169.4	(76.8)	478.5	(41.0)	45.8	17.3	11.5			
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	62.1	28.8			
순이익	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	62.1	28.8			

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	30,404	29,472	31,709	32,804	38,854
매출원가	22,651	22,018	24,043	24,597	29,175
매출총이익	7,753	7,455	7,666	8,207	9,679
판매비및일반관리비	6,394	6,254	5,703	5,799	6,563
영업이익(보고)	1,360	1,201	1,963	2,408	3,116
영업이익률(%)	4.5%	4.1%	6.2%	7.3%	8.0%
영업외손익	-2,014	-1,578	-1,300	-1,116	-1,039
이자수익	47	32	11	12	13
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	980	1,059	4,012	6,669	10,178
이자비용	1,105	1,131	1,172	1,150	1,124
외환손실	1,328	1,284	4,985	8,294	12,657
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-136	-106	-39	-14	-5
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-472	-148	873	1,660	2,556
법인세차감전이익	-655	-378	663	1,292	2,078
법인세비용	20	1	153	297	478
유효법인세율(%)	-3.0%	-0.3%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	-675	-379	511	995	1,600
지배주주지분손이익(억원)	-694	-360	508	990	1,592
EBITDA	3,405	3,442	4,034	4,322	4,890
현금순이익(Cash Earnings)	1,371	1,863	2,582	2,909	3,374
수정당기순이익	-534	-273	540	1,005	1,604
증감률(% YoY)					
매출액	-11.6	-3.1	7.6	3.5	18.4
영업이익	-62.1	-11.7	63.5	22.7	29.4
법인세차감전이익	N/A	N/A	N/A	94.8	60.8
당기순이익	N/A	N/A	N/A	94.8	60.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	94.8	60.8
EBITDA	-37.5	1.1	17.2	7.1	13.1
EPS	N/A	N/A	N/A	94.8	60.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,250	1,883	2,223	2,728	2,303
당기순이익	-675	-379	511	995	1,600
감가상각비	1,982	2,179	2,029	1,890	1,760
무형자산상각비	63	63	42	24	14
외환손익	196	199	973	1,624	2,479
자산처분손익	151	215	39	14	5
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-323	-1,462	-398	-195	-1,075
기타	855	1,068	-973	-1,624	-2,479
투자활동현금흐름	-5,817	-2,649	-808	-720	-3,834
투자자산의 처분	905	64	-216	-100	-483
유형자산의 처분	41	1,850	0	0	0
유형자산의 취득	-6,758	-3,655	0	0	-2,593
무형자산의 처분	-3	12	8	5	3
기타	-3	-920	-601	-624	-761
재무활동현금흐름	3,907	56	-166	-261	218
단기차입금의 증가	2,938	-2,899	-1,902	-1,968	-2,331
장기차입금의 증가	-7	2,178	1,392	1,440	1,706
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	976	778	344	267	843
현금및현금성자산의순증가	468	-804	1,249	1,747	-1,314
기초현금및현금성자산	1,971	2,439	1,635	2,884	4,631
기말현금및현금성자산	2,439	1,635	2,884	4,631	3,317
Gross Cash Flow	2,574	3,345	2,621	2,923	3,378
Op Free Cash Flow	-3,638	-1,658	3,169	3,549	470

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	16,315	15,576	17,883	20,148	21,697
현금및현금성자산	2,439	1,635	2,884	4,631	3,317
유동금융자산	1,742	1,384	1,489	1,540	1,824
매출채권및유동채권	6,681	7,048	7,582	7,844	9,291
재고자산	5,432	5,491	5,908	6,112	7,239
기타유동비금융자산	22	19	20	21	25
비유동자산	35,885	35,640	34,246	32,993	34,798
장기매출및기타비유동채권	244	163	175	182	215
투자자산	3,555	3,436	3,508	3,543	3,737
유형자산	29,976	29,518	27,489	25,599	26,432
무형자산	347	287	237	208	191
기타비유동자산	1,763	2,236	2,837	3,461	4,223
자산총계	52,200	51,217	52,129	53,141	56,494
유동부채	22,623	23,346	24,917	26,232	28,997
매입채무및기타유동채무	7,619	7,174	7,718	7,985	9,457
단기차입금	10,131	8,363	6,461	4,493	2,162
유동성장기차입금	4,801	7,501	10,406	13,411	16,971
기타유동부채	73	308	332	343	406
비유동부채	16,969	15,730	14,561	13,262	12,251
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	12,874	11,468	9,955	8,389	6,536
기타비유동부채	4,095	4,262	4,606	4,873	5,716
부채총계	39,592	39,076	39,478	39,495	41,248
자본금	7,900	7,900	7,900	7,900	7,900
주식발행초과금	2,237	2,237	2,237	2,237	2,237
이익잉여금	848	539	1,047	2,037	3,629
기타자본	444	345	345	345	345
지배주주지분자본총계	11,429	11,022	11,530	12,520	14,111
비지배주주지분자본총계	1,179	1,119	1,122	1,127	1,135
자본총계	12,608	12,141	12,651	13,646	15,246
순차입금	23,624	24,313	22,449	20,123	20,528
총차입금	27,805	27,331	26,821	26,294	25,669

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-439	-228	322	627	1,008
BPS	7,234	6,976	7,298	7,924	8,932
주당EBITDA	2,155	2,179	2,553	2,735	3,095
CFPS	868	1,179	1,634	1,841	2,135
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	-15.3	-37.2	26.0	13.3	8.3
PBR	0.9	1.2	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.0	11.2	8.9	7.8	7.0
PCFR	7.8	7.2	5.1	4.5	3.9
수익성(%)					
영업이익률	4.5	4.1	6.2	7.3	8.0
순이익률	-2.2	-1.3	1.6	3.0	4.1
EBITDA margin	11.2	11.7	12.7	13.2	12.6
총자산이익률(ROA)	-1.3	-0.7	1.0	1.9	2.9
자기자본이익률(ROE)	-5.2	-3.1	4.1	7.6	11.1
투자자본이익률(ROIC)	4.3	3.5	4.4	5.6	7.3
안정성(%)					
부채비율	314.0	321.9	312.0	289.4	270.5
순차입금비율	187.4	200.3	177.4	147.5	134.6
이자보상배율(배)	1.2	1.1	1.7	2.1	2.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.3	4.3	4.3	4.5
재고자산회전율	5.4	5.4	5.6	5.5	5.8
매입채무회전율	4.0	4.0	4.3	4.2	4.5

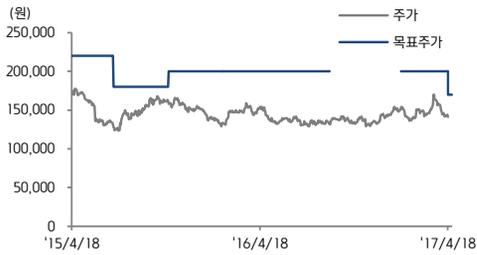
투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	
현대차 (005380)	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
		2017/01/18	Buy(Maintain)	200,000원
		2017/01/26	Buy(Maintain)	200,000원
		2017/02/02	Buy(Maintain)	200,000원
		2017/02/03	Buy(Maintain)	200,000원
		2017/03/02	Buy(Maintain)	200,000원
		2017/03/03	Buy(Maintain)	200,000원
	2017/03/06	Buy(Maintain)	200,000원	
	2017/04/04	Buy(Maintain)	200,000원	
	2017/04/05	Buy(Maintain)	200,000원	
	2017/04/11	Buy(Maintain)	200,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	170,000원	
현대모비스 (012330)	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
	2017/01/31	Buy(Maintain)	380,000원	
	2017/04/11	Buy(Maintain)	380,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	300,000원	
한온시스템 (018880)	2017/01/17	Buy(Initiate)	14,000원	
	2017/02/15	Buy(Maintain)	14,000원	
	2017/04/11	Buy(Maintain)	14,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	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	
	2017/02/06	Buy(Maintain)	76,000원	
	2017/03/22	Buy(Maintain)	80,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	80,000원	

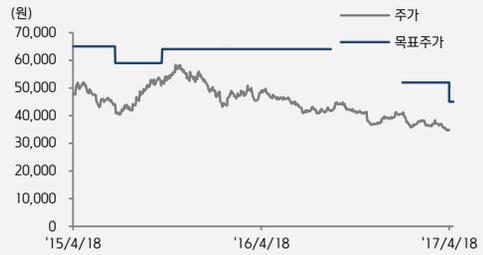
종목명	일자	투자이견	목표주가	
기아차 (000270)	2015/04/27	Buy(Maintain)	65,000원	
	2015/06/29	Buy(Maintain)	65,000원	
	2015/07/09	Buy(Maintain)	59,000원	
	2015/07/27	Buy(Maintain)	59,000원	
	2015/10/08	Buy(Maintain)	64,000원	
	2015/10/26	Buy(Maintain)	64,000원	
	2015/11/24	Buy(Maintain)	64,000원	
	2016/01/08	Buy(Maintain)	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
		2017/01/18	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/01/31	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/02/02	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/02/03	Buy(Maintain)	52,000원
	2017/03/02	Buy(Maintain)	52,000원	
	2017/03/03	Buy(Maintain)	52,000원	
	2017/03/06	Buy(Maintain)	52,000원	
	2017/04/04	Buy(Maintain)	52,000원	
	2017/04/05	Buy(Maintain)	52,000원	
	2017/04/11	Buy(Maintain)	52,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	45,000원	
현대위아 (011210)	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	
	2017/01/31	Outperform(downgrade)	80,000원	
	2017/04/19	Outperform(Maintain)	70,000원	
S&T모티브 (064960)	2017/01/17	Buy(Initiate)	63,000원	
	2017/01/24	Buy(Maintain)	63,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	63,000원	
넥센타이어 (002350)	2017/01/17	Buy(Initiate)	17,000원	
	2017/02/03	Buy(Maintain)	17,000원	
	2017/03/22	Buy(Maintain)	18,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	18,000원	
금호타이어 (073240)	2017/01/17	Outperform(Initiate)	10,000원	
	2017/02/10	Outperform(Maintain)	8,500원	
	2017/03/22	Buy(Upgrade)	10,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	10,000원	

목표주가 추이 (2개년)

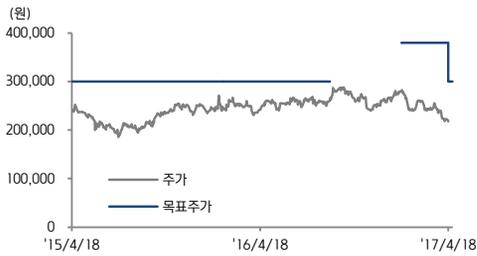
현대차



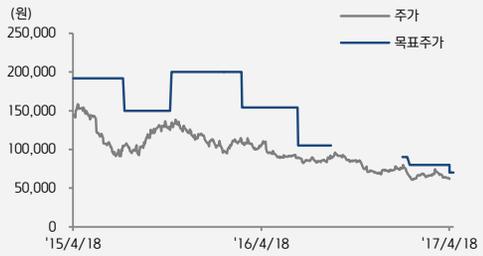
기아차



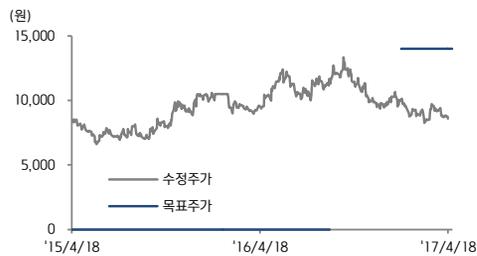
현대모비스



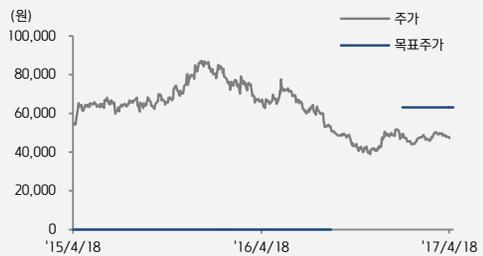
현대위아



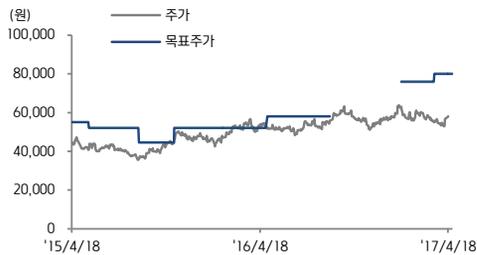
한온시스템



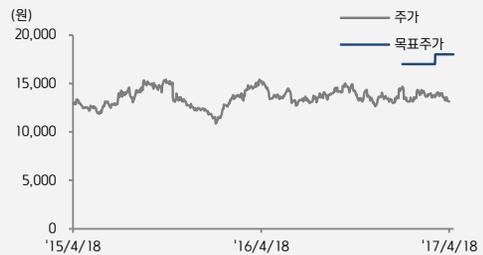
S&T모티브



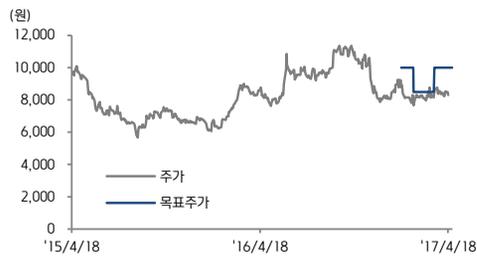
한국타이어



넥센타이어



금호타이어



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%