

# 자동차/타이어

Overweight  
(Maintain)

2017. 7. 19

## 이익 구조로 본 섹터 투자포인트 점검

2Q17 투자전략으로 한국타이어 비중확대, 현대차 보유+ 현대모비스 Trading BUY를 추천한다.

2Q17 실적은 中부진, 비우호적 환율, 믹스 악화, 투입 원재료가 상승으로 전반적 부진이 예상된다. 단, 급락 중인 원재료 투입이 예정된 가운데 2차 판가 인상을 앞둔 타이어의 계절 성수기 도래로 한국타이어 중심의 투자매력도는 더욱 높아질 전망이다. 자동차의 구조적 이익 회복을 위해 중국 회복 외에도 믹스개선, 상품성 회복, 이머징 개선 확인이 필요하다



자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 투자전략:

Fundamentals Change에 주목 3

- > 투자전략: 한국타이어 비중 확대, 현대모비스 Trading BUY 3
- > 현대차 이익 구조를 통해 본 개선 가능성 4
- > Solution 1. 한국타이어 비중 확대 전략 유효 14
- > Solution 2. 현대차 보유 + 현대모비스 Trading BUY 추천 16

II. 자동차/부품/타이어

2Q17 Preview 18

- > 자동차/부품: 중국 부진 심화, 경영 환경 후퇴 18
- > 타이어: 2차 평가 인상 전 제한적 볼륨 증가와 높은 원가율 23
- > 2Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview 25

기업분석 32

- > 현대차(005380) 33
- > 기아차(000270) 37
- > 현대모비스(012330) 41
- > 현대위아(011210) 45
- > 한온시스템(018880) 49
- > S&T모티브(064960) 53
- > 한국타이어(161390) 57
- > 넥센타이어(002350) 61
- > 금호타이어(073240) 65

- 당사는 7월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 - 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 - 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.  
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

이익 구조로 본 섹터 투자포인트

>>> Solution 1. 한국타이어 비중 확대 유효

2Q17 예상대비 부진한 실적 시즌을 적극적인 매수로 대응할 것을 추천한다. 타이어 주가를 결정짓는 변수가 업황(수요 개선 기대)에서 이익 가시성로 옮겨오며 주목한다. 타이어는 자동차/부품과 달리 2018년 상반기까지 수익성이 계단식으로 개선될 전망이다. 1) 2차 평가 인상 가능성과 2) 추가 재고 축적 가능성, 3) 윈터 타이어 성수기 도래, 4) 원가 하락세 지속으로 1H18까지 이익 개선은 예상보다 빠르게 진행될 것이다. 해당 국면에 유리한 한국타이어 중심으로 비중 확대가 유효하며, 4Q17 볼륨 추가 증가 확인 시 구조적 수요 개선 기대에 근거한 넥센타이어 매수 대응을 추천한다.

>>> Solution 2. 방어주 현대차 보유 + 중국 회복 염두한 현대모비스 Trading Buy

단기적으로 현대차를 비롯한 자동차/부품의 실적 부진이 예상된다. 업종 내 방어주로 현대차 보유가 합리적이다. 다만, 구조적인 이익 회복을 위해 1) 2Q17 악화된 내수믹스 개선 전환, 2) 환율 개선을 통한 수출 수익성 회복, 3) 해외 개선(미국 재고 소진, 신차 효과, 이머징 기저효과 종료 후 구조적 개선세) 확인이 필요하다.

예상 가능한 Fundamentals Change인 중국 현대차그룹 중국 출하가 개선되는 3Q17을 전후해 현대모비스의 주가 상승이 탄력적일 것으로 판단한다. 1) 4Q~1Q A/S 계절적 마진 호조기, 2) 중국 출하 회복에 따른 이익의 탄력적 개선, 3) 현대차 대비 매력적인 Valuation에 근거한 Trading BUY를 추천한다.

>>> 2Q17 Preview: 전반적 부진

전반적으로 자동차/타이어 실적은 부진할 전망이다. 자동차의 경우 믹스 악화, 비우호적 환율, 중국 출하 부진, 해외 믹스 악화에 근거하며, 부품의 경우 이익 기여도 높은 중국 출하 부진이 예상보다 실적 악화를 심화시킬 전망이다. 타이어의 경우 2차 가격 인상 전 볼륨 확대가 제한되는 가운데 순차적인 평가 인상, 예상보다 높은 가격의 원재료 투입이 실적 부진을 야기할 전망이다. 이 양호할 것으로 전망한다.

# I. 투자전략: Fundamentals Change에 주목

## >>> 투자전략: 한국타이어 비중 확대, 현대모비스 Trading BUY

한국타이어 비중 확대, 현대차 시장비중 보유, 현대모비스 Trading Buy 추천

자동차/타이어 섹터의 Underperform이 지속되고 있다. 예상대로 현대차그룹의 중국 출하 부진이 2Q17 더욱 심화되며 실적 부진이 확대되고 있다. 이에 해당 섹터의 투자전략 대응도 예측 가능한 Fundamentals Change에 근거한 변화가 필요하다.

지난 1Q17 Preview에서 제시한 자동차/부품/타이어 섹터 내 국면별 투자 대응 방안과 같이, 단기적으로 한국타이어 중심의 비중 확대와 방어주 현대차 보유 전략을 추천한다. 최근 중국 출하 부진 속도가 완화되고 있어 2Q17 실적 이후 변화되는 중국 출하 방향성에 주목하며 현대모비스의 Trading Buy 전략이 유효할 전망이다.

2H17 섹터 내에서 Outperform 하기 위해서는 1) 현대모비스를 통한 중국 회복을 탄력적으로 누릴 수 있을 지, 2) 친환경 관련 부품 업체의 Outperform 유지 가능할지, 3) 한국타이어의 구조적인 주가 상승을 함께할 수 있는지가 중요한 변수가 될 것으로 판단한다. 중국 부진에 따른 주가의 부정적 영향이 제한적이었던 현대모비스 외 종목은 Top-down이 아닌 선별적인 투자 포인트 변화로 접근 가능할 것으로 판단한다.

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

### 1) 단기: 타이어 중심의 비중확대 지속 추천

- > 이익 개선 기대: 2Q17 저점으로 주가 조정 시 매수 대응 추천. 1H18까지 이익 개선 지속 전망
- > 원가 하락: 태국 정부 재고 방출 이후 Commodity Rally가 종결되며 원가 하락
- > 판가 인상의 시사점: 수요 부진 국면에서 원가 부담 시 소비자 전가 가능한 가격 구조
- > 한국타이어 중심 매수 전략 (가격 경쟁 완화로 Valuation 할증 가능)

### 2) 현대차 시장 비중 보유 추천: 중국 출하 부진에 대한 섹터내 방어주 역할

- > 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) 현대모비스 Trading BUY 추천: 2H17 주가 상승이 가장 탄력적일 전망, 중국 회복에 따른 저가 매수

- > 현대차대비 떨어진 이익 가시성으로 Premium 반납했으나, 저점 도달로 저가 매력 충분
- > 탄력적 회복: 높은 현대차그룹 비중은 타 OE 대응하는 경쟁사 대비 더 민감한 이익구조
- > 4Q17~1Q18 A/S 마진 성수기 진입: 이익이 상대적으로 이익 변동 국면에서 방어적으로 작용
- > 현대차그룹 중국 출하 mom 회복(or yoy 감소폭 축소) 시 주가 상승 탄력적일 것으로 판단

## >>> 현대차 이익 구조를 통해 본 개선 가능성

### 현대차의 이익 구조

현대차는 크게 자동차, 금융, 기타 사업 부분으로 구성되어 있다.

2015년 기준(2016년 강도 높은 파업 영향으로 손익의 왜곡 있다고 판단해 배제) 현대차의 매출 구성은 자동차 79.0%, 금융 13.5%, 기타 7.4%로 구성되어 있으며 영업이익 기준 자동차 80.9%, 금융 14.4%, 기타 1.9%로 구성되어 있다. 자동차 제조/생산/판매가 동사의 이익에 가장 핵심이다.

자동차 부문은 생산법인 기준으로 크게 국내와 해외로 나눌 수 있다. 국내는 내수와 해외로 구분 가능하며, 해외는 각 생산 법인인 미국, 인도, 터키, 체코, 러시아, 브라질 등으로 구성된다. 중국은 합자사 형태의 진출로 지분법이익(영업외손익)으로 손익에 반영된다. 현재 자동차 영업이익을 100%으로 감안 시 국내법인(별도기준 영업이익에 근거) 기여도는 83.0%이며 해외법인 기여도는 17.0%를 차지하고 있다. 2015년을 기준으로 보면 국내법인(내수/수출)의 이익이 전사 이익에 미치는 민감도가 매우 큼을 알 수 있다.

때문에 자동차 부문 내 주요한 수익성 변수는 다음과 같이 정리할 수 있다.

- 1) **내수**: 믹스 개선. 볼륨 변화가 제한적이기 때문
- 2) **수출**: ASP, 볼륨, 환율. 단기적으로 볼륨 저저효과 기대되나 기반영. 환율 변화에 수익성 민감
- 3) **해외**: 이머징 손익 개선. 미국 부진 해소 등등

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

연결기준		자동차		국내		내수	
매출액	91,959	72,679	44,441	19,343	비중	61.1%	비중
비중	100.0%	79.0%	* 별도기준 매출액	비중	26.6%		
			수출	25,099	비중	34.5%	
			해외	25,534	비중	35.1%	
			* 생산법인별 매출액	미국	7,510	비중	10.3%
			조정	2,704	비중	3.7%	
			금융	12,437	비중	13.5%	
			기타	6,843	비중	7.4%	
			인도	5,404	비중	7.4%	
			터키	3,186	비중	4.4%	
			체코	5,794	비중	8.0%	
			러시아	1,930	비중	2.7%	
			브라질	1,710	비중	2.4%	

연결기준		자동차		국내		해외	
영업이익	6,358	5,142	4,267	비중	83.0%	비중	17.0%
비중	100.0%	80.9%	OPM	9.6%	비중	3.4%	
OPM	6.9%	7.1%	* 별도기준 영업이익	조정	19	비중	0.3%
			2012년~2013년	미국	300	비중	4.0%
			8%~10% 수준 마진	OPM	4.0%	비중	1.0%
			해외	875	비중	17.0%	
			* 연결-국내 단순 차감	인도	270	비중	5.0%
			금융	915	비중	14.4%	
			기타	118	비중	1.9%	
			최대 1.2조에서 감익 추세	터키	32	비중	1.0%
			과거 12~15%대	체코	290	비중	5.0%
			HCA'11~'12년 NPM 9%대 → 2016년 BEP	러시아	(19)	비중	-1.0%
				OPM	-1.0%	비중	-1.0%
				브라질	(17)	비중	-1.0%
				OPM	-1.0%	비중	-1.0%

자료: 현대차, 키움증권

살펴본 현대차 이익구조를 토대로 구조적인 이익 증가가 가능하기 위해서는 다음과 같은 네가지 조건이 선행되어야 한다.

- 1) **물량 확대:** 매출 성장 위해 Q 상승 선행 필요
  - > 수요 정체기 경쟁 열위는 부정적 요인, 미공략 지역 대응 효과적
  - > 현재의 저성장 기조에서는 기대하기 어려운 부분
- 2) **가격 상승:** ASP 낮은 업체의 가격 개선
  - > 믹스 개선, 고급브랜드 런칭 (현대차그룹의 전략)
  - > 부가가치 확대, 유관 비즈니스 확대 (미국, 일본, 유럽 경쟁업체의 전략)
- 3) **개별 지역 마진 개선:** 이머징 회복
  - > 마진 하락 큰 이머징 시장 개선 큰 기여
  - > 브라질, 인도 등 전성기 마진 가정 시 영업이익의 7% 개선 추정
- 4) **금융 수익성 개선:** 잔존가치 회복
  - > 잔존가치 높았던 물량 소진으로 마진 하락은 제한적? RV 잔존가치 하락, 금리 인상 우려
  - > 단기 개선 기대 어려운 상황

현재의 영업환경을 고려할 때 물량확대와 금융 수익성 개선을 기대하기는 쉽지 않은 상황이다. 때문에 현대차의 경우 가격 상승과 이머징을 중심으로 한 개별 지역의 마진 개선에 의존할 수 밖에 없는 상황이다.

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

영업이익 (십억원, 2015년 기준)		사물레이선	
연결기준 영업이익 6,358 비중 100.0% OPM 6.9%	자동차 5,142 80.9% 7.1%	국내 4,267 비중 83.0% OPM 9.6%	자동차 5,521 86.8% 7.6%
2012년~2013년 8%~10% 수준 마진		조정 19	순이익 기준 조정 28
* 별도기준 영업이익		미국 300 OPM 4.0%	2012~2013년 6.0%대 2015년 3.8% / 판매법인적자
해외 비중 17.0% OPM 3.4%	인도 270 OPM 5.0%	인도 270 OPM 5.0%	해의 비중 22.7% OPM 4.9%
* 연결-국내 단순 차감		터키 32 OPM 1.0%	터키 OPM 1.0%
금융 915 14.4% 7.4%	체코 290 OPM 5.0%	체코 290 OPM 5.0%	2012년~2014년 7~8%대 2015년 5~6%대 지속
최대 1.2조에서 감익 추세 과거 12~15%대 HCA 11~12년 NPM 9%대 → 2016년 BEP	러시아 (19) OPM -1.0%	러시아 232 OPM 12.0%	2012년~2013년 8~12%대 15년 -1% 적자, 3Q 16 4.6%
기타 118 1.9% 1.7%	브라질 (17) OPM -1.0%	브라질 103 OPM 6.0%	가동 후 정상화 시점 6% 3Q 16 -0.8%

자료: 현대차, 키움증권

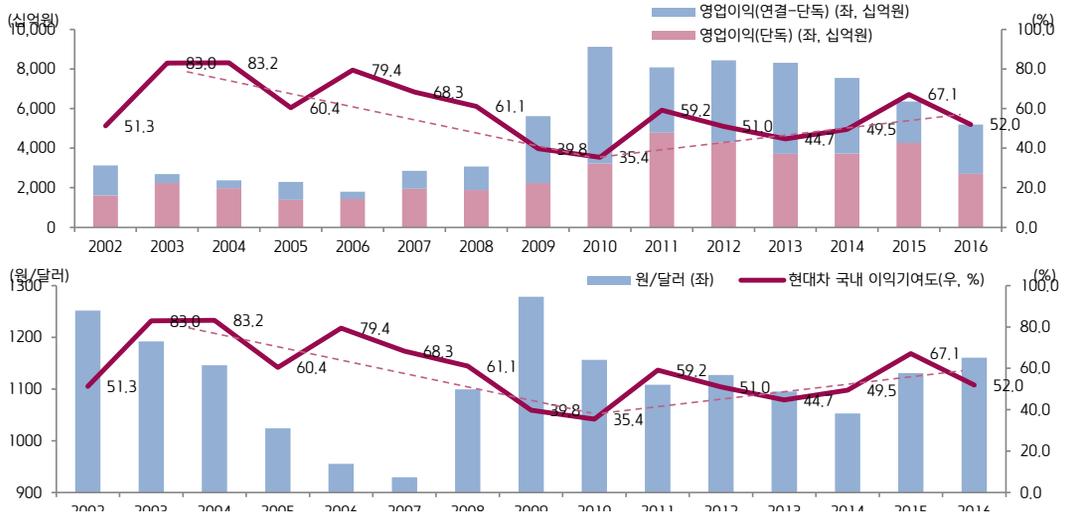
### 현대차 구조적 이익 회복의 근거는?

현대차의 이익은 최근 환율에 보다 민감해졌다. 이유는 국내 이익기여도가 높아졌기 때문이다.

현대차의 국내 이익기여도는 별도 영업이익/ 연결 영업이익을 통해 단순 산출 되었다. 현대대차는 이익 정점인 2013 년 국내 이익 기여도가 44.7%에 불과했으나 2015 년 67.1%까지 확대되었다. 파업 이슈 있었던 2016 년의 경우 국내 이익기여도는 52.0%까지 하락했다. 하반기 이머징 회복과 3 분기 강도높은 국내파업 영향 때문이다.

국내 이익 기여도 확대의 주요 요인은 1) 해외 이익 축소, 2) 국내 이익 확대로 정리가 가능하다. 해외의 경우 수익성의 변동성이 컸었던 이머징(브라질, 러시아 등) 시장의 부진이 해외 이익 축소에 크게 기여했다. 또한 환율에 민감한 국내 수출 수익성의 영향으로 2015 년까지 원/달러 환율 상승이 국내 이익 확대에 기여했다.

현대차의 국내외 이익 기여도 (연간)

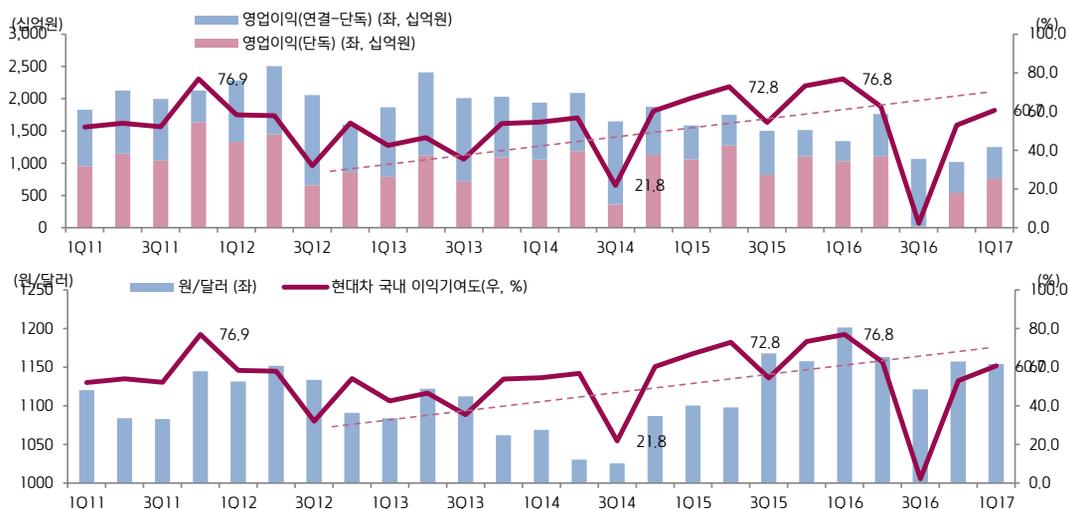


자료: 현대차, Bloomberg, 키움증권

때문에 현대차의 구조적 이익 회복이 가능하다면, 그 근거는 1) 단기적으로 내수 믹스 개선, 수출 원/달러 상승으로, 2) 장기적으로 이머징 회복으로 설명 가능할 것이라고 판단한다. 즉, 자동차 업황의 방향성을 전망함에 있어 단기적으로 이익의 민감도가 큰 국내생산법인의 내수(믹스 변화), 수출(환율) 수익성 요인에 주목해야 한다. 또한, 장기적인 이익 회복의 척도인 이머징 회복 여부와 정도를 지속적으로 찾아야 한다.

본 보고서에서는 2Q17 추정을 위해 활용한 현대차의 Fundamentals Change 의 지표를 살펴보고 실적의 방향성을 전망하고자 한다. 내수의 경우 믹스 개선 여부, 수출의 경우 환율을 고려한 ASP 추이와 관련 변수, 해외의 경우 이머징의 기저효과와 주요 변수를 살펴보고자 한다.

### 현대차의 국내외 이익 기여도 (분기)



자료: 현대차, Bloomberg, 키움증권

### 국내 법인: 내수 믹스 부진, 수출 ASP 하락

현대차의 내수 믹스는 악화되었다.

기대했던 그랜저의 신차효과와 쏘나타 뉴라이즈 판매 기저효과가 있어 비중이 각각 전년동기비 12%, 1% 상승했음에도 불구하고 높은 ASP 차종인 RV 투싼과 신타페, 맥스크루즈의 비중이 전년동기비 각각 3%, 5%, 1% 하락했고, 제네시스 EQ900 의 신차효과 소멸로 비중이 전년동기비 3% 감소해 믹스를 악화 시켰다.

지난 1Q17 의 경우 그랜저와 제네시스 비중 확대가 뚜렷한 반면, RV 는 혼조, 아반떼 축소되며 믹스가 뚜렷하게 개선되었으나, 2Q17 들어 전년동기비, 전분기비 믹스는 악화되는 모습을 보였다.

다만, 3Q17 이후 본격 반영될 G70 출시와 내년 신타페 출시로 믹스는 재차 개선 전망이다. 신차 코나의 경우 평균판매단가 보다 낮은 모델로 볼륨 증가 외 믹스 개선에 도움이 되는 모델은 아니라는 판단이다.

#### 현대차 내수 믹스 변화: 그랜저 판매 증가 vs. RV 및 제네시스 감소

		내수 판매량			내수 비중			내수 비중 변화	
		2Q16	1Q17	2Q17	2Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq
승용	액센트	4,219	1,331	1,675	2.2%	0.8%	0.9%	-1.3%	0.1%
	벨로스터	223	27	48	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
	아반떼	28,494	19,417	22,587	15.0%	12.0%	12.4%	-2.6%	0.4%
	아이오닉	2,281	2,186	3,019	1.2%	1.3%	1.7%	0.5%	0.3%
	i30	335	1,114	1,108	0.2%	0.7%	0.6%	0.4%	-0.1%
	쏘나타	25,372	16,015	26,022	13.3%	9.9%	14.2%	0.9%	4.3%
	i40	363	27	120	0.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%
	그랜저	16,721	34,857	37,809	8.8%	21.5%	20.7%	11.9%	-0.8%
	아슬란	510	176	126	0.3%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%
	제네시스	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	제네시스 쿠페	33	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	에쿠스	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	계	78,551	75,150	92,514	41.3%	46.4%	50.6%	9.3%	4.2%
RV	투싼	18,247	9,587	12,113	9.6%	5.9%	6.6%	-3.0%	0.7%
	신타페	22,874	14,641	12,762	12.0%	9.0%	7.0%	-5.0%	-2.1%
	맥스크루즈	3,077	2,266	1,918	1.6%	1.4%	1.0%	-0.6%	-0.3%
	계	44,198	26,494	26,793	23.2%	16.4%	14.7%	-8.6%	-1.7%
소상	스타렉스	12,260	12,060	12,377	6.4%	7.4%	6.8%	0.3%	-0.7%
	포터	28,745	25,341	28,885	15.1%	15.6%	15.8%	0.7%	0.2%
	계	41,005	37,401	41,262	21.6%	23.1%	22.6%	1.0%	-0.5%
대형	버스	2,115	2,044	2,662	1.1%	1.3%	1.5%	0.3%	0.2%
	트럭	6,459	6,464	6,286	3.4%	4.0%	3.4%	0.0%	-0.6%
	계	8,574	8,508	8,948	4.5%	5.3%	4.9%	0.4%	-0.4%
제네시스	G80/제네시스	9,030	11,195	9,783	4.7%	6.9%	5.4%	0.6%	-1.6%
	EQ900	8,904	3,230	3,505	4.7%	2.0%	1.9%	-2.8%	-0.1%
	계	17,934	14,425	13,288	9.4%	8.9%	7.3%	-2.2%	-1.6%
국내판매		190,262	161,978	182,805	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%

자료: 현대차, 키움증권

현대차의 원화기준 수출 ASP 또한 일시 상승 후 다시 하락 추세이다. 원인은 세가지로 요약할 수 있는데, 1) 원/달러 환율 하락, 2) 재고 소진에 따른 환율의 이연효과, 3) 액센트 생산 재개로 인한 믹스 악화이다.

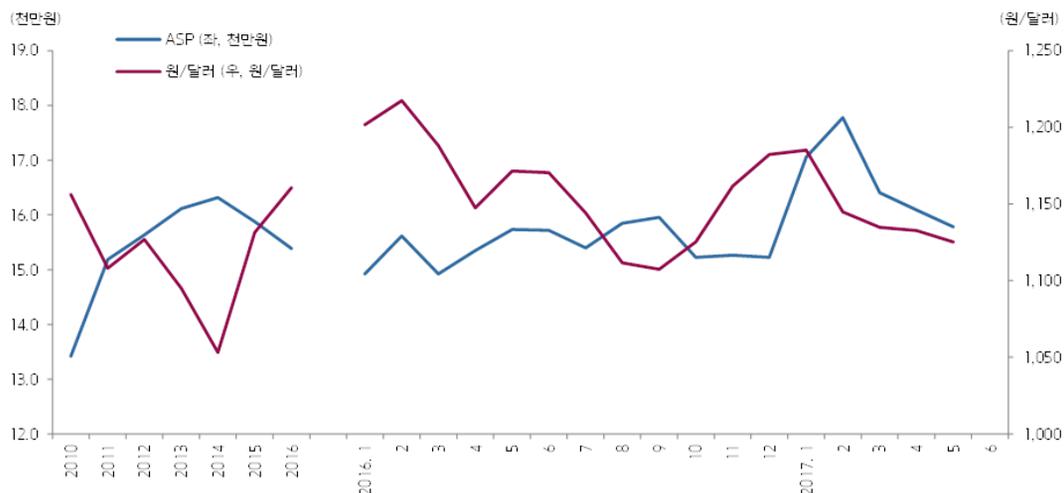
먼저 아래 현대차의 원화기준 수출 ASP의 흐름을 보면, 원/달러 환율과 상당부분 동행하는 모습을 볼 수 있다. 상당부분 달러 기준으로 수출하는 현대차의 특성 상 원/달러 환율에 민감한 ASP 구조를 가지고 있다. 최근 원/달러 환율의 하락 추세는 원화기준 수출 ASP 하락에 영향을 끼쳤을 것으로 판단한다.

두번째로 환율과 수출 ASP는 2개월 정도의 시차를 두고 동행하는 모습을 볼 수 있다. 이는 출하-판매까지 이어지는 재고의 시차 때문인 것으로 파악된다. 특히 최근 현대차의 글로벌(특히 미국) 재고 소진 정책 영향으로 2016년 11월~2017년 1월 사이 우호적인 환율에 생산된 차량이 1분기 집중 소진됨에 따라 상대적으로 부정적인 환율 대비 높은 원화기준 ASP가 가능했으나, 2분기에는 이러한 환율의 이연효과가 제거되고 재차 하락하는 모습을 보였다.

세번째로 1분기 코나(OS) 생산을 위해 가동이 중단된 액센트 공장 영향으로 월 2만대 수준의 수출이 계속되어 온 액센트의 수출 공백이 있었다. 이는 상대적으로 믹스를 개선시키는 착시 효과를 1Q17에 가져왔다. 반면, 액센트 생산 재개 이후 재차 믹스는 예전 수준으로 회귀하며 ASP 하락을 이끄는 주된 요인 중 하나로 평가할 수 있다.

이러한 수출 ASP의 하락은 단기적으로 원/달러 환율에 민감하게 움직일 것으로 판단한다. 단기적으로 수출 채산성을 결정짓는 주요 요인인 환율의 변동에 따라 이익 기여도가 높은 국내 법인 마진의 변동성이 커질 수 밖에 없다는 대목이다.

### 현대차의 수출 ASP



자료: 현대차, KAMA, 키움증권

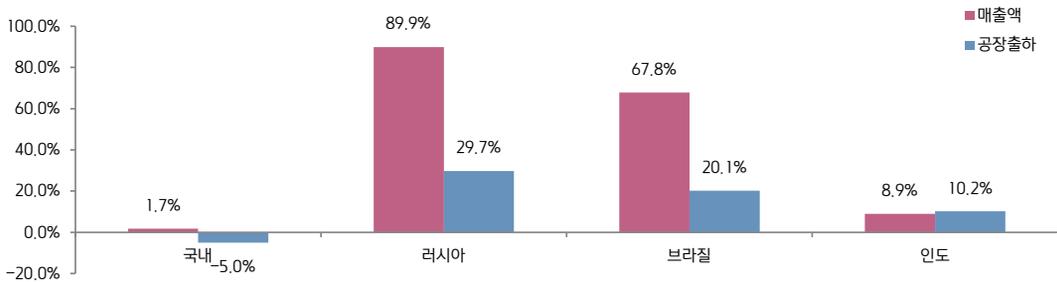
해외 법인: 이머징의 회복, 지속되나 속도는 다소 둔화 국면

현대차 기준 이머징의 회복은 기대 이상이다. 회복은 지속 가능할 것으로 판단하나 속도는 다소 둔화 국면에 달할 전망이다. 이유는 이익의 기저효과가 소멸되기 때문이다.

현대차의 1Q17 실적에서 가장 눈에 들어오는 부분은 러시아, 브라질 등 기대 이상의 이익의 회복이다. 매출액 기준 러시아와 브라질은 전년동기비 각각 89.9%, 67.8% 증가했다. 볼륨이 각각 29.7%, 20.1% 증가했음을 감안하면 볼륨 외에도 환율과 믹스의 효과가 추가적인 개선 요인이다. 주목할 점은 볼륨 효과, 믹스 효과 유지 되나 현재 컨센서스에 상당부분 반영 되어있으며, 환율 효과는 점차 체감될 것이다.

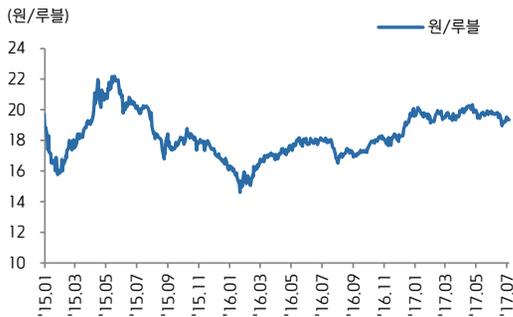
현대차 브라질과 러시아의 순이익 및 순이익률 추이를 살펴보면 지난 3Q15~2Q16 까지의 적자 폭이 가장 컸다. 낮은 기저를 바탕으로 전년동기대비 개선 효과가 극대화 되었던 지난 3Q16~4Q16 은 국내 공장 파업 영향으로 그 효과를 충분히 누리지 못했다. 이번 1Q17 에 이르러 이러한 기저효과로 이머징 회복에 따른 손익 개선 효과가 두드러졌다. 다만 그 효과는 2Q17 을 마지막으로 속도가 체감될 것이라는 점이다.

현대차 이머징 법인의 매출 증가율과 볼륨 증가율 (1Q17 기준)



자료: 현대차, 키움증권

원/루블 환율 추이: 2H17 이후 개선 속도 둔화



자료: Bloomberg, 키움증권

원/헤알 환율 추이: 2H17 이후 개선 속도 둔화

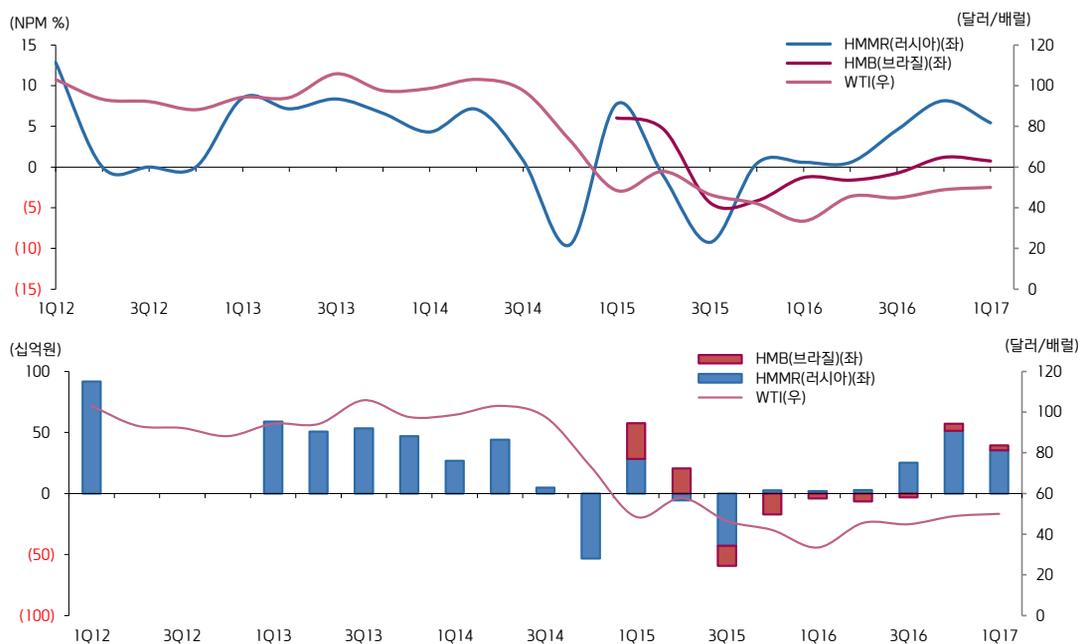


자료: Bloomberg, 키움증권

이러한 실적 개선의 배경으로 지목되었던 믹스 개선은 러시아 3Q16~, 브라질 1Q17~ 출시된 크레타의 영향으로 연중 내내 반영되었지만, 다른 요인인 환율의 경우 이종통화 강제 속도가 하반기 이후 점진 둔화된다는 점은 개선 속도를 더디게 하는 주요 요인으로 판단한다.

즉, 향후 실적 개선의 방향성은 “현지 수요 개선”에 근거한 가동률 회복(영업 레버리지)에 근거할 수밖에 없다는 점이다. 하지만 최근 재차 하락 추세를 보이는 유가와 주요 Commodity 가격 영향으로 연관성이 높은 러시아와 브라질의 구매력 회복 기대 또한 점진 낮아지고 있다는 점은 리스크 요인이다.

### 현대차 이머징 법인의 순이익 및 순이익율 추이



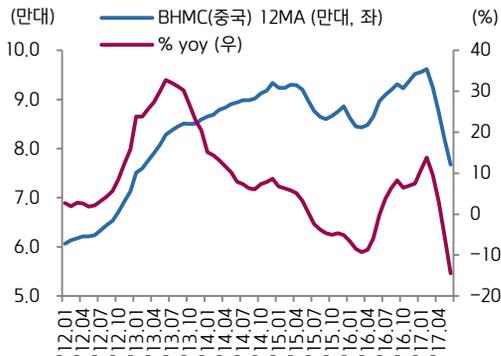
자료: 현대차, 키움증권

현대차그룹의 중국 출하 부진은 2Q17 더욱 심화되었다.

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.

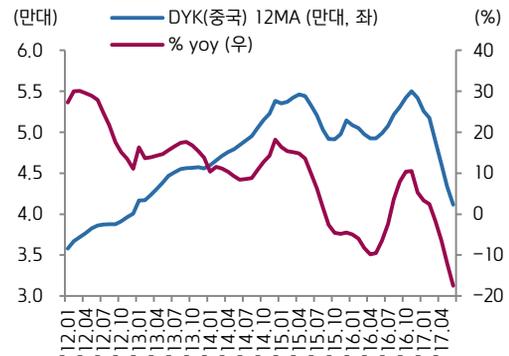
불리한 영업 환경과 높아진 재고로 딜러 관리에 어려움을 겪었던 기아차의 경우 지난 3Q16 이후 중국이 12MA 출하량 증가율이 둔화되었고, 소비세 인하 축소 이후 연말/연초 현대차 마저 12MA 출하량 증가율이 꺾여 과거 2012년 수준으로 회귀되었다.

현대차 중국법인 12개월 평균 출하량 추이



자료: 현대차, 키움증권

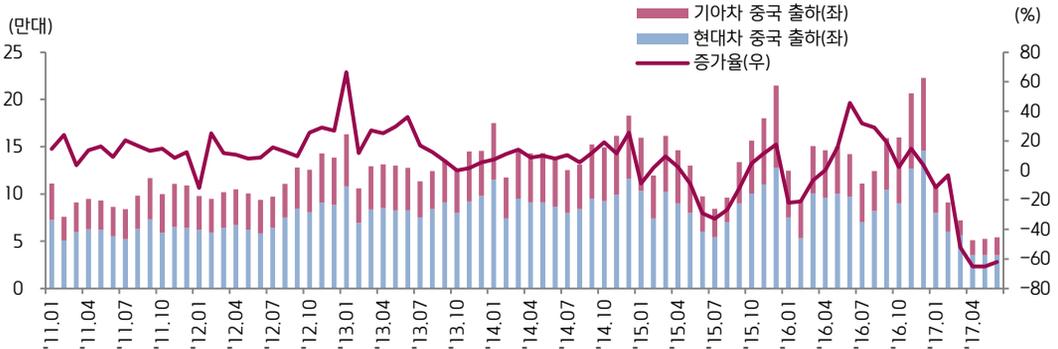
기아차 중국법인 12개월 평균 출하량 추이



자료: 기아차, 키움증권

이러한 중국 출하가 6월 현대차는 -64% yoy, 기아차는 -58% yoy 급감했다. THAAD 이슈로 인한 중국 소비자의 반한 감정이 더욱 심화되었던 시점이 3월 중순 이후인 점을 감안할 때 적어도 7월까지 출하 부진은 지속될 것으로 판단한다. 다만, 6월부터 감소 속도가 둔화되고 있어 회복 시점을 염두한 Play가 설득력을 얻을 전망이다.

현대차그룹 중국 월별 출하량 추이



자료: 현대차, 기아차, 키움증권

### 일본 사례로 풀어본 회복 시점

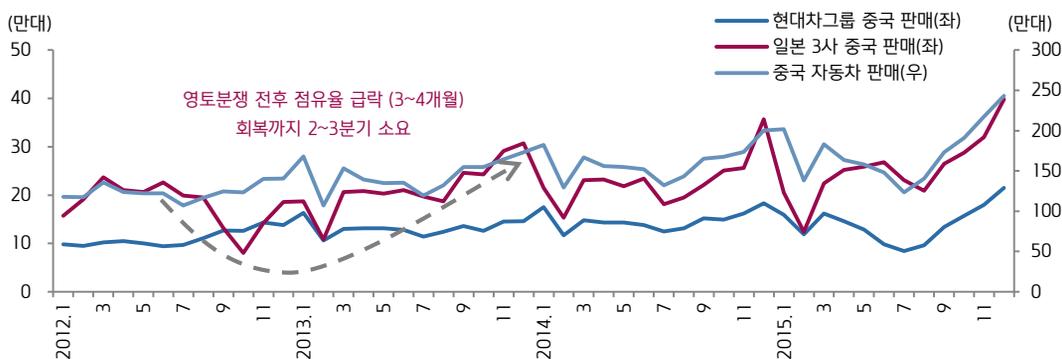
중국 부진으로 인한 주가 할인 회복은 적어도 3Q17부터 가능할 것으로 판단한다.

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.

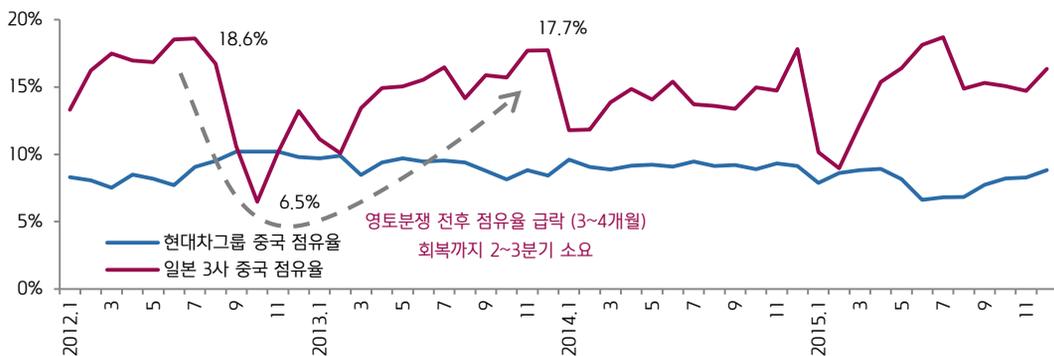
주가 상 할인이 회복되는 시점은 1) 전월대비 볼륨 감소(점유율 하락)에서 회복하거나, 2) 전년동기비 볼륨 감소폭이 축소되는 3Q17 초부터 반등이 가능할 것으로 판단한다.

### 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. 한국타이어 비중 확대 전략 유효

### 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.

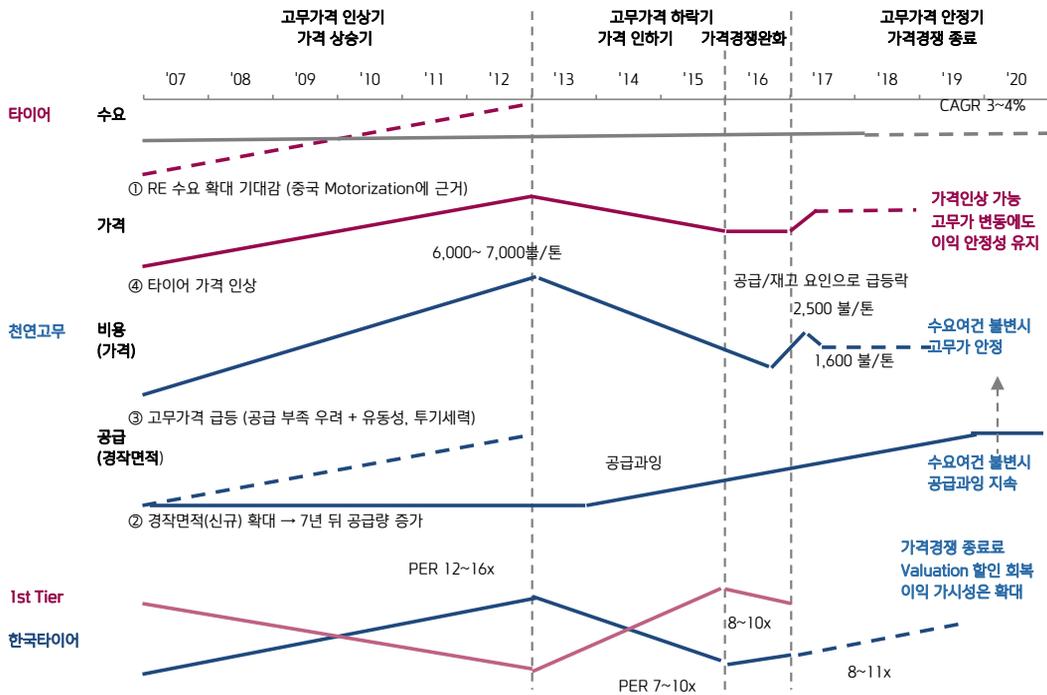
타이어 주가는 고무가격에 비례해왔다.

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

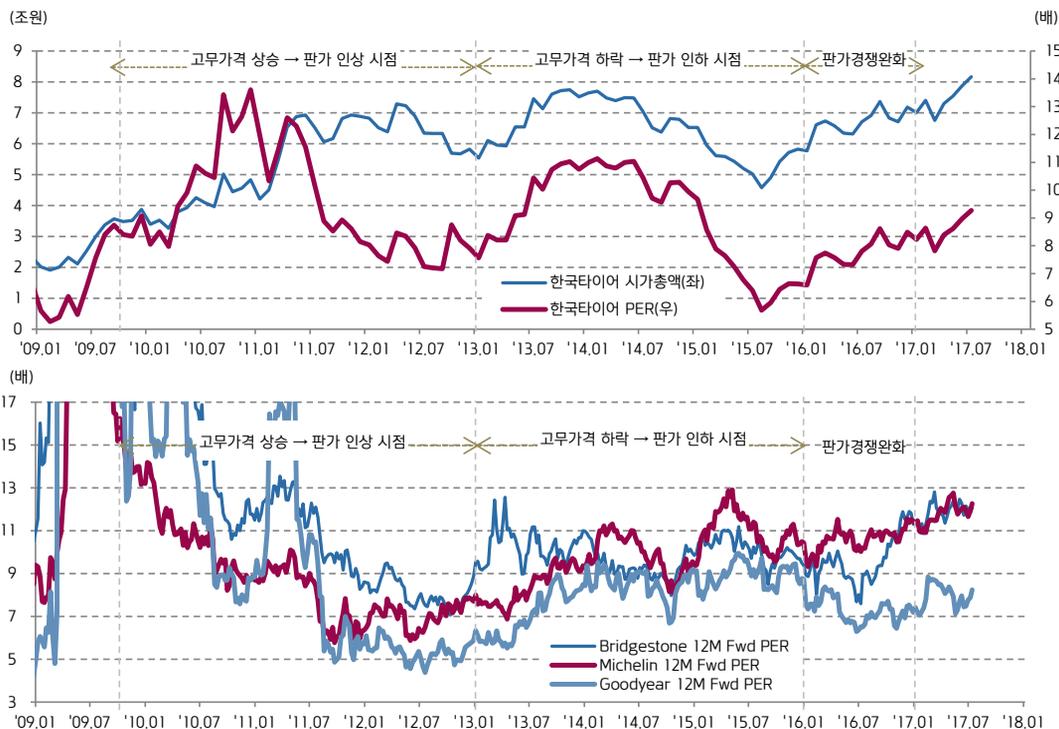
2013년 이후 Top-tier 업체들의 가동률 회복에 근거한 가격 인하 전략이 종결된 2015년 말 이후에는 수요 개선(혹은 업황 혹은 천연고무가격)에 근거한 주가 변동이 아닌, 이익 수준에 따른 주가 변동이 보다 의미 있는 변수로 주목해야 한다.

2017년 초 평가 인상으로 단기적인 Valuation 확대 기대감이 있었으나, 수요 회복이 지연되는 상황에서 1) 구조적인 공급과잉의 고무가격이 안정세를 찾고, 2) 낮아진 고무가격에도 Goodyear, Michelin, Bridgestone으로 이어지는 Top-tier 업체의 2차 가격 인상으로 “원가 상승 시 평가 전가”가 가능한 영업환경은 이익의 가시성은 높이고 있다. 한국타이어의 2차 가격인상 발표 시 최근 둔화된 볼륨 증가는 재고 축적으로 재차 확대 기대된다.

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

## >>> Solution 2. 현대차 보유 + 현대모비스 Trading BUY 추천

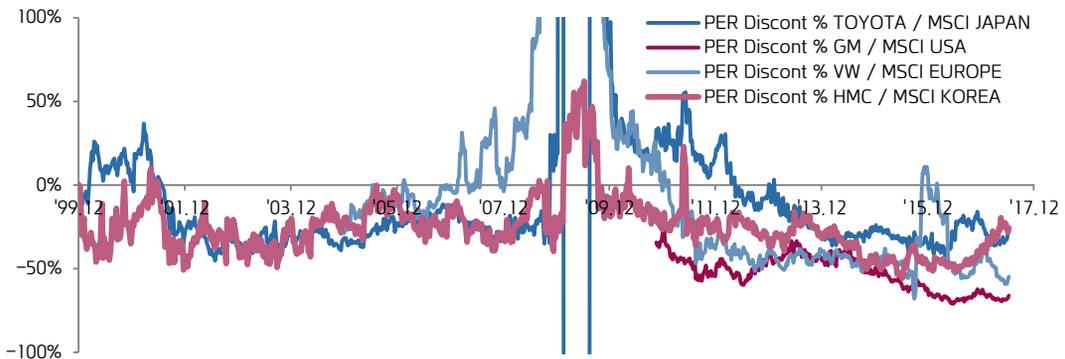
### 중국 부진 완화에 베팅한 현대모비스 중심의 매수 대응 전략

이슈 해소 전까지 자동차/부품주 중 상대적으로 방어가 가능한 현대차 중심의 비중 보유가 유효하며, 반등 시점에서 중국 현대기아차 출하 부진으로 이익 감소폭이 크고, Valuation이 매력적인 “현대모비스” 중심으로 Trading BUY를 추천한다.

현대차 시장 비중 보유를 추천한다. 중국 출하 부진에 대한 섹터내 방어주 역할을 할 것으로 기대하기 때문이다. 기아차, 현대위아 대비 이익 가시성이 높고 개선 여력이 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.

다만, 지난 Global Auto Insight 2017 자료에서 밝힌 바와 같이 글로벌 자동차 업체 대비 최근 빠르게 축소된 PER 할인율은 고평가에 대한 부담을 지속할 수 있다. 즉, 글로벌 경쟁업체 주가 회복 국면에서 상대적으로 Underperform할 수 있다는 것을 의미하며, Fundamentals 개선 측면에서 국내 현대모비스 등과 같은 중국 비중 높은 부품사 대비 상승 탄력이 제한적일 것으로 판단한다.

### 주요 자동차 업체의 시장대비 PER 할인율 추이



자료: Datastream, 키움증권

현대모비스 Trading BUY 추천한다.

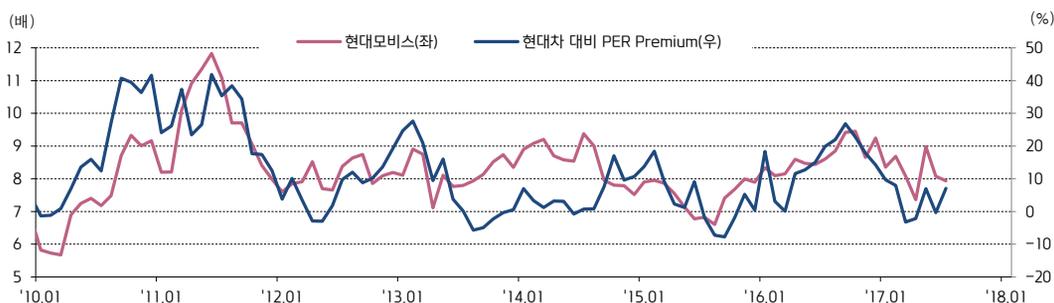
현대모비스의 2H17 주가 상승이 가장 탄력적일 전망하며, 중국 회복에 따른 저가 매력이 높기 때문이다. 그 동안 현대차 대비 떨어진 이익 가시성으로 주가 프리미엄을 반납했으나, 상대 Valuation 저점 도달로 저가 매력이 충분하다고 판단한다. 특히 현대차그룹 중국 출하 mom 회복(or yoy 감소폭 축소) 시 실적 회복이 탄력적일 것으로 판단한다. 1) 높은 현대차그룹 중국 비중을 보유하고 있어 반등 시 탄력적인 회복이 기대된다. 중국 타 OE 대응하는 경쟁사 대비 현대차그룹 볼륨에 더 민감한 이익구조를 보유하고 있다. 2) 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 있는 상황이다.

### 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
<b>중국 지분법이익/순이익</b>	<b>9.8</b>	<b>4.6</b>	<b>-</b>	<b>7.8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>중국 매출비중</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>25.6</b>	<b>8.2</b>	<b>29.1</b>	<b>21.9</b>
<b>중국 영업이익비중</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12.3</b>	<b>14.8</b>	<b>63.9</b>	<b>46.9</b>

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

### 현대차 대비 현대모비스의 Valuation Premium 추이



자료: 키움증권

## II. 자동차/부품/타이어 2Q17 Preview

### >>> 자동차/부품: 중국 부진 심화, 경영 환경 후퇴

#### 주요 실적 변수, 부진 심화

완성차의 경우 실적 변수가 예상보다 부진한 흐름을 보이며 2Q17 부진을 전망한다.

1) 달러, 유로, 위안 등 주요 통화의 원화대비 환율 하락으로 수출 수익성 악화 및 해외법인 원화 환산 매출 부진 요인으로 작용했다. 다만 주요 환율의 하락 속도는 전분기비 완화되는 흐름을 보이고 있다. 반면 이머징 통화대비 원화의 약세 속도 또한 둔화되고 있다. 2) 글로벌 출하는 중국 부진이 1Q17 보다 심해진 가운데 중국 외 출하는 전년과 유사한 수준을 기록했다. 지역별로 미국 판매는 감소한 반면 이머징 시장 판매가 확대하며 지역 믹스가 악화되었다. 3) 내수의 경우 그랜저 신차 출시에도 불구하고 제네시스, RV 비중 감소로 믹스는 악화되었으며, 수출 또한 1Q17 중단되었던 액센트 생산이 재개되며 ASP 하락에 일조했다. 4) 전년동기 높은 판매보증충당금으로 인한 기저효과가 존재하나 상기 부진 요인이 개선 폭을 저하했다.

자동차 부품의 실적 변수는 압도적인 중국 출하 부진과 원화 강세로 부진을 심화시킬 전망이다. 전반적으로 원/달러, 원/위안 등 환율 환경은 부정적인 가운데 수익성 높은 중국 출하가 급감해 1Q17 보다 이익 레벨을 더욱 낮추는 요인으로 작용했다. 특히, 중국 경쟁심화와 단가 인하압력으로 전반적인 유지가능 수익성이 낮아지고 있는 점을 감안할 때 사드로 인한 현대차그룹 판매 부진이 지속될 것으로 예상하는 3Q17까지도 부진한 흐름은 지속될 전망이다. 단, 중국 수요 감소 속도가 더뎠고 있는 점은 연말까지 개선의 여지를 열어둘 수 있는 요인이다.

#### 1) 평균 환율:

- 〉 원/달러: 1,129.43 원/달러, -2.9% yoy, -2.2% qoq
- 〉 원/위안: 164.76 원/위안, -7.3% yoy, -2.0% qoq
- 〉 원/유로: 1,242.84 원/유로, -5.4% yoy, +1.1% qoq
- 〉 원/루피: 17.51 원/루피, +0.7% yoy, +1.6% qoq
- 〉 원/헤알: 351.68 원/헤알, +5.9% yoy, -4.2% qoq
- 〉 원/루블: 19.76 원/루블, +11.8% yoy, +0.6% qoq
- 〉 원/페소: 60.94 원/페소, -5.3% yoy, +7.1% qoq
- 〉 원/엔: 1,017.32 원/엔, -5.5% yoy, +0.2% qoq

#### 2) 글로벌 출하: 중국 출하 급락, 중국 외 전년 수준의 출하 레벨

- 〉 현대차: 글로벌 128.7만대(-13.9% yoy), 중국 외 98.1만대(+1.2% yoy)
- 〉 기아차: 글로벌 75.2만대(-12.2% yoy), 중국 외 60.7만대(+0.2% yoy)

#### 3) 주요 실적 이슈:

- 〉 중국 수요 급락: 현대기아차 사드 이슈 및 상품 경쟁력 악화로 수요 급락
- 〉 믹스 악화: 지역 믹스 악화(미국 감소, 이머징 증가), 내수 믹스 악화(제네시스, RV 감소)
- 〉 ASP 하락: 수출 ASP 하락, 원화 강세와 재고 소진에 따른 환율 이연효과 종료, 액센트 생산 재개

2Q17 Preview에서는 긍정적 요인과 부정적 요인 혼조를 보인 상기 실적 변수를 반영해 실적을 추정하였다.

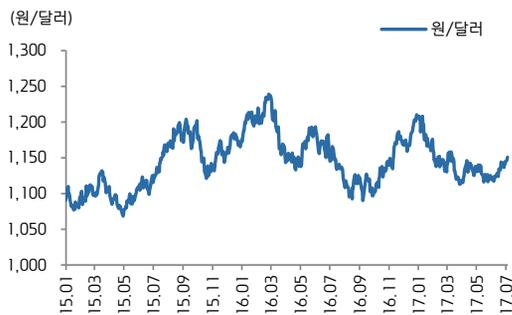
## 2Q17 주요 환율 추이

### 2Q17 주요 환율 변동 추이

2Q17	원/달러	원/위안	원/100엔	원/유로	원/루피	원/페소	원/헤알	원/루블
평균환율	1,129.43	164.76	1,017.32	1,242.84	17.51	60.94	351.68	19.76
yoy	-2.9%	-7.3%	-5.5%	-5.4%	0.7%	-5.3%	5.9%	11.8%
qoq	-2.2%	-2.0%	0.2%	1.1%	1.6%	7.1%	-4.2%	0.6%
기말환율	1,139.60	167.79	1,017.55	1,303.99	17.62	63.15	344.89	19.16
yoy	-2.2%	-3.9%	-10.1%	0.7%	2.0%	0.4%	-4.0%	5.0%
qoq	2.1%	3.4%	1.9%	9.3%	2.4%	5.9%	-2.7%	-3.8%

자료: BOK, Bloomberg, 키움증권

#### 원/달러: 2Q17 1,129.43, -2.9% yoy, -2.2% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

#### 원/위안: 2Q17 164.76, -7.3% yoy, -2.0% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

#### 원/유로: 2Q17 1,242.84, -5.4% yoy, +1.1% qoq



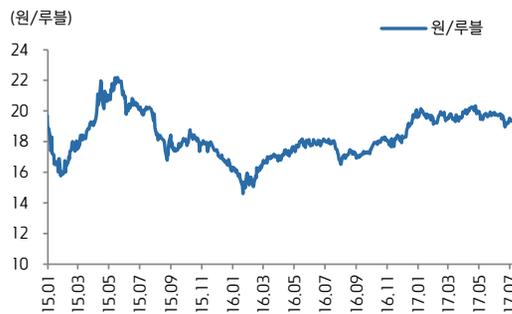
자료: Bloomberg, 키움증권

#### 원/헤알 환율: 2Q17 351.68, +5.9% yoy, -4.2% qoq



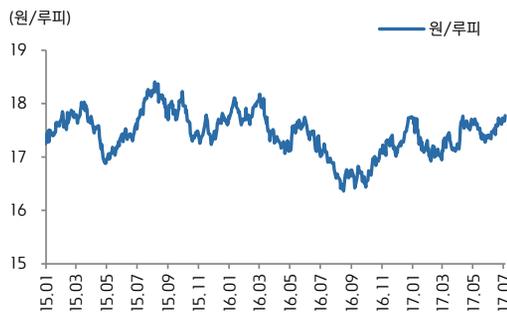
자료: Bloomberg, 키움증권

#### 원/루블 환율: 2Q17 19.76, +11.8% yoy, +0.6% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

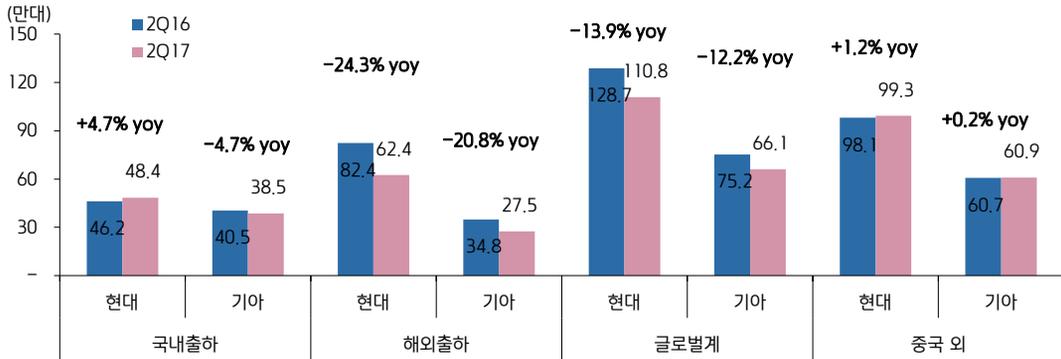
#### 원/루피 환율: 2Q17 17.51, +0.7% yoy, +1.6% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

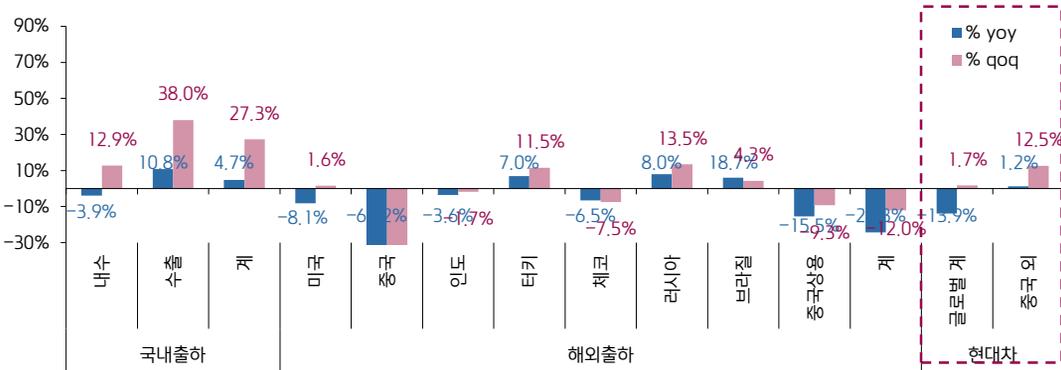
## 2Q17 현대기아차 출하 실적

현대기아차 2Q17 출하: 글로벌(중국 외) 현대 +1.2% yoy, 기아 +0.2% yoy



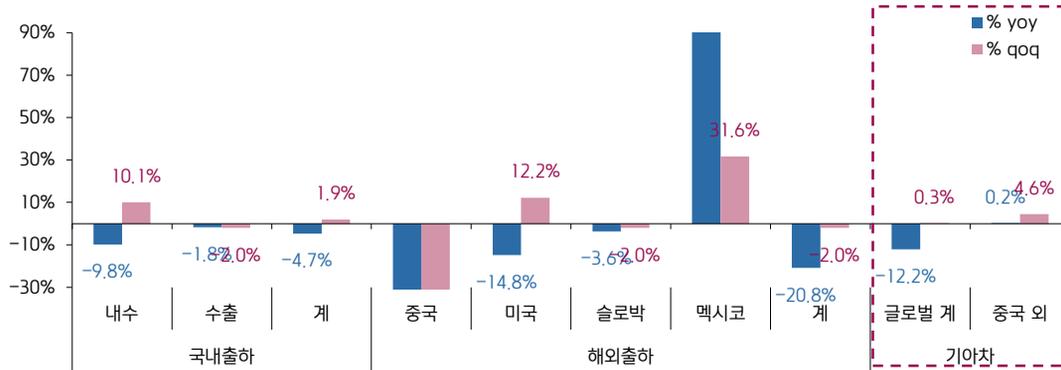
자료: 각 사, 키움증권

현대차 2Q17 출하 증가율: 중국 외 +1.2% yoy, +12.5% qoq



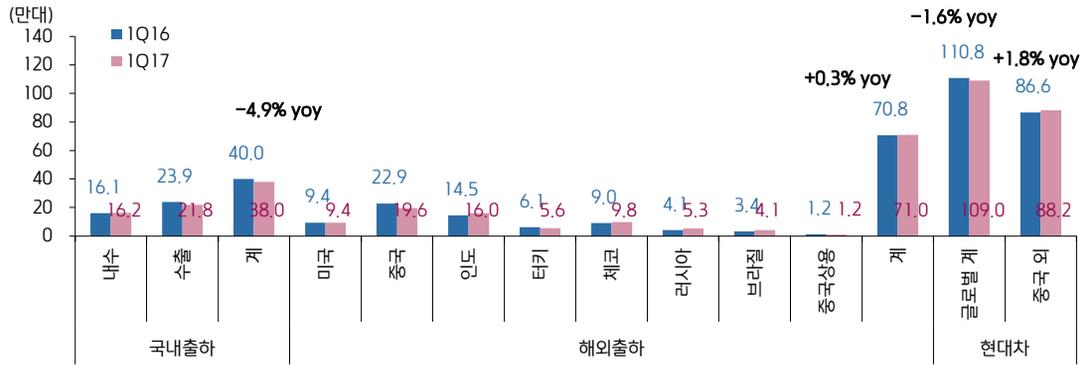
자료: 현대차, 키움증권

기아차 2Q17 출하 증가율: 중국 외 +0.2% yoy, +4.6% qoq



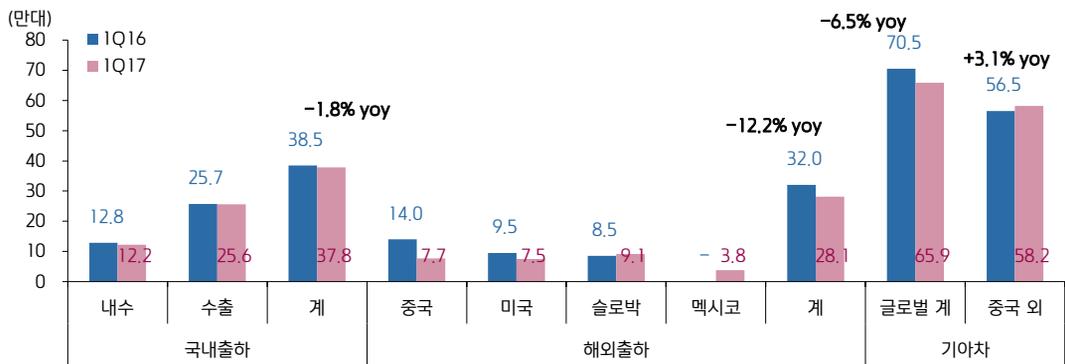
자료: 기아차, 키움증권

현대차 2Q17 출하량: 중국 외 +1.2% yoy, +12.5% qoq



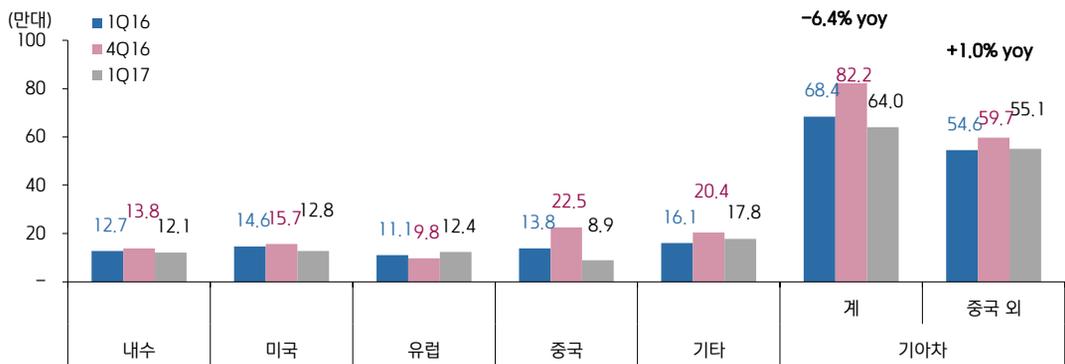
자료: 현대차, 키움증권

기아차 2Q17 출하량: 중국 외 +0.2% yoy, +4.6% qoq



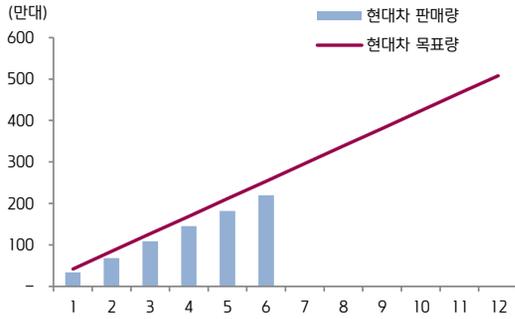
자료: 기아차, 키움증권

기아차 2Q17 리테일: 중국 외 -0.3% yoy, +15.2% qoq



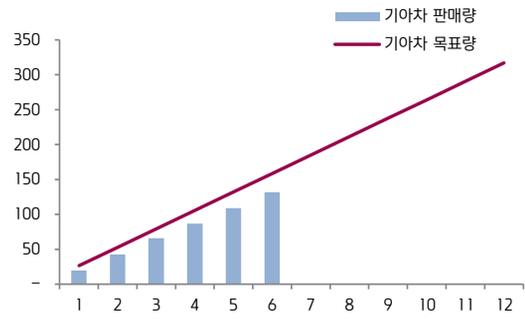
자료: 기아차, 키움증권

현대차 연간출하목표 달성률: 15.5% 미달



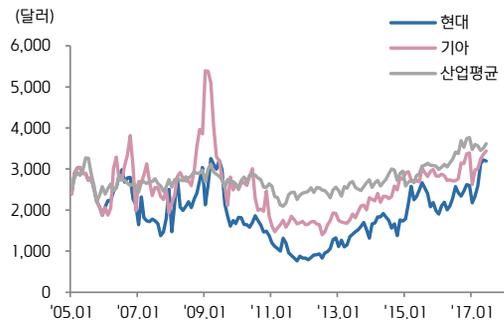
주: 연간 판매목표 508만대를 월할 계산해 누적으로 산정  
자료: 현대차, 키움증권

기아차 연간출하목표 달성률: 20.2% 미달



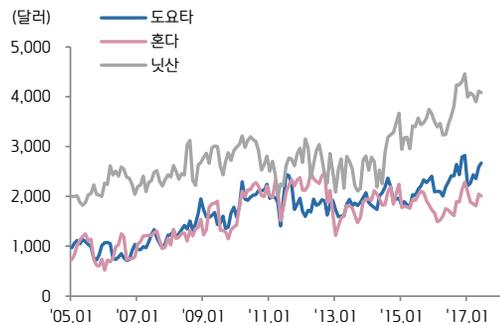
주: 연간 판매목표 317만대를 월할 계산해 누적으로 산정  
자료: 기아차, 키움증권

북미 인센티브 추이: 현대차, 기아차



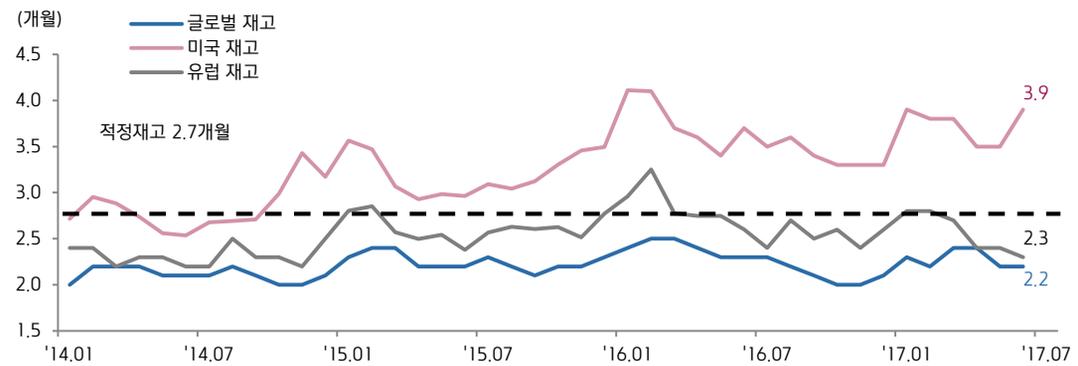
자료: Truecar, 키움증권

북미 인센티브 추이: 일본 Big 3



자료: Truecar, 키움증권

현대차 지역별 재고 추이



자료: 현대차, 키움증권

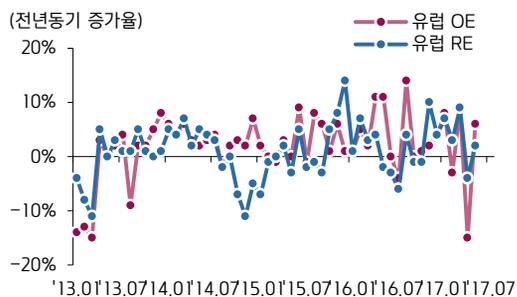
## >>> 타이어: 2차 판가 인상 전 제한적 볼륨 증가와 높은 원가율

### 주요 실적 변수

타이어의 경우 2Q17 주요 실적 변수를 살펴보면, 1) 환율은 완성차와 마찬가지로 부정적인 상황이다. 원/유로, 원/달러 하락은 매출 성장을 제한하는 요인으로 판단한다. 2) 하지만 미국, 유럽, 중국 등 주요 시장 RE 가격 인상으로 ASP는 글로벌 평균 상승했을 것으로 판단한다. 3) 단, 볼륨은 판가 인상 전 달러들의 유통재고 확충 수요 이후 2차 가격 인상 전까지 증가세가 제한되고 있다. 특히 재고 축적이 컸던 중국 시장의 볼륨 감소가 일시적으로 나타났다.

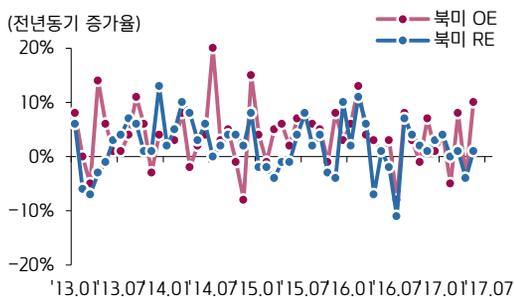
한국타이어 중심으로 발현된 중국의 수요 둔화는 일시적일 전망이다. 현지 시장의 수요가 여전히 견조한 상황이다. 또한 1차 가격 인상 이후 발생한 재고 축적에 대한 반작용 성격의 수요 둔화인 점을 감안할 때 2차 가격 인상 진행 시 추가적인 재고 축적 가능성이 남아있다고 판단한다.

### 유럽 타이어 수요 증가율



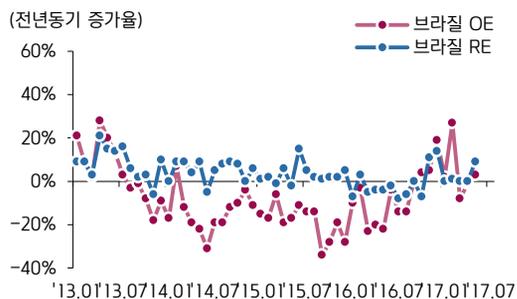
자료: Michelin, 키움증권

### 북미 타이어 수요 증가율



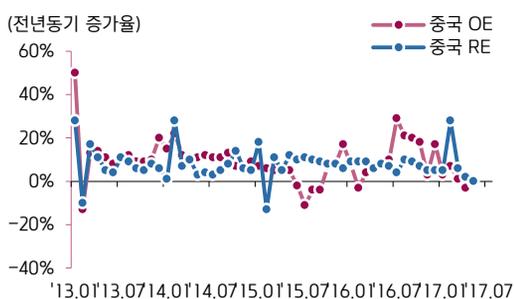
자료: Michelin, 키움증권

### 브라질 타이어 수요 증가율



자료: Michelin, 키움증권

### 중국 타이어 수요 증가율



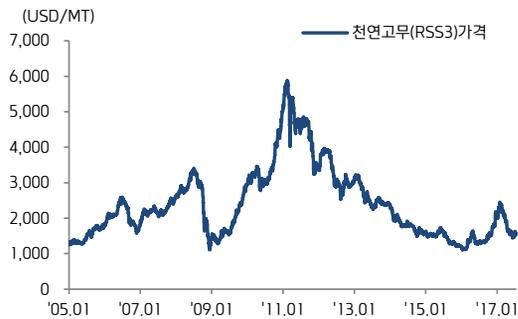
자료: Michelin, 키움증권

주요 원재료 가격을 살펴보면, 천연고무를 중심으로 일시적 원자재 가격 랠리 이후 안정세가 지속되고 있으며 합성고무 또한 동반 하락하는 경향을 보이고 있어 2018년 상반기까지 가격 인상 + 원가 하락에 따른 스프레드 확대는 지속될 전망이다.

2Q17에는 볼륨 증가가 제한되지만 3Q17 이후 계절 성수기에 진입과 윈터타이어 판매 돌입, 2차 가격 인상 시 추가 재고 축적되며 증가 확대될 것으로 예상된다. 급등한 원가가 투입되는 2Q17에는 판가 인상 반영이 상당부분 상쇄하며 마진 하락을 제한할 것으로 판단한다.

한국타이어의 경우 볼륨 증가, 믹스 개선, 판가 인상이 투입 원가 상승을 상당부분 방어하며 수익성 훼손은 제한적일 것으로 예상된다. 이에 1H17 이익 가시성 확인 이후 2H17 Valuation 상승을 모색할 것으로 판단한다.

천연고무 가격 추이



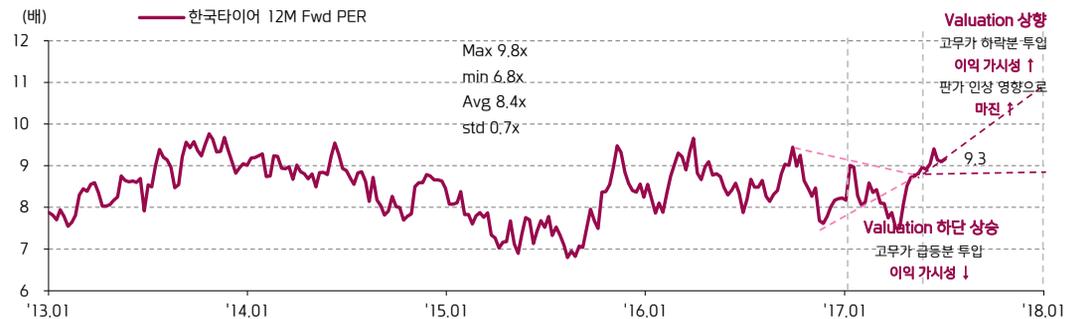
자료: Datastream, 키움증권

합성고무 가격 추이



자료: Datastream, 키움증권

한국타이어 PER 추이



자료: 현대차, 키움증권

## >>> 2Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

### 2Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

자동차/부품 2Q17 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
현대차	매출액	24,676.7	23,366.0	25,101.5	1.7	7.4	25,333.7	(0.9)
	영업이익	1,761.8	1,250.8	1,463.0	(17.0)	17.0	1,540.1	(5.0)
	세전이익	2,381.6	1,757.1	1,792.6	(24.7)	2.0	1,856.1	(3.4)
	지배순이익	1,658.0	1,330.6	1,326.5	(20.0)	(0.3)	1,375.9	(3.6)
	영업이익률	7.1	5.4	5.8	(1.3)	0.5	6.1	(0.3)
	세전이익률	9.7	7.5	7.1	(2.5)	(0.4)	7.3	(0.2)
	지배순이익률	6.7	5.7	5.3	(1.4)	(0.4)	5.4	(0.1)
기아차	매출액	14,450.0	12,843.9	13,601.3	(5.9)	5.9	14,052.8	(3.2)
	영업이익	770.9	382.8	538.0	(30.2)	40.6	582.2	(7.6)
	세전이익	1,059.7	767.3	693.6	(34.5)	(9.6)	710.8	(2.4)
	지배순이익	825.7	765.4	527.1	(36.2)	(31.1)	596.3	(11.6)
	영업이익률	5.3	3.0	4.0	(1.4)	1.0	4.1	(0.2)
	세전이익률	7.3	6.0	5.1	(2.2)	(0.9)	5.1	0.0
	지배순이익률	5.7	6.0	3.9	(1.8)	(2.1)	4.2	(0.4)
현대 모비스	매출액	9,854.1	9,267.7	8,676.5	(12.0)	(6.4)	9,022.9	(3.8)
	영업이익	784.7	668.7	546.7	(30.3)	(18.2)	611.5	(10.6)
	세전이익	1,161.7	963.3	831.9	(28.4)	(13.6)	887.9	(6.3)
	지배순이익	846.0	761.2	615.6	(27.2)	(19.1)	682.2	(9.8)
	영업이익률	8.0	7.2	6.3	(1.7)	(0.9)	6.8	(0.5)
	세전이익률	11.8	10.4	9.6	(2.2)	(0.8)	9.8	(0.3)
	지배순이익률	8.6	8.2	7.1	(1.5)	(1.1)	7.6	(0.5)
현대 위아	매출액	1,948.7	1,871.8	1,935.8	(0.7)	3.4	1,956.5	(1.1)
	영업이익	90.8	43.1	48.4	(46.7)	12.3	48.2	0.4
	세전이익	89.6	4.4	41.3	(53.9)	832.3	46.9	(12.0)
	지배순이익	58.5	2.0	30.4	(48.1)	1,402.6	35.6	(14.8)
	영업이익률	4.7	2.3	2.5	(2.2)	0.2	2.5	0.0
	세전이익률	4.6	0.2	2.1	(2.5)	1.9	2.4	(0.3)
	지배순이익률	3.0	0.1	1.6	(1.4)	1.5	1.8	(0.3)
한온 시스템	매출액	1,490.8	1,449.0	1,421.6	(4.6)	(1.9)	1,442.7	(1.5)
	영업이익	95.0	127.2	95.7	0.7	(24.8)	102.7	(6.8)
	세전이익	88.1	103.2	100.9	14.5	(2.3)	99.9	1.0
	지배순이익	60.1	71.4	73.7	22.7	3.3	68.2	8.2
	영업이익률	6.4	8.8	6.7	0.4	(2.0)	7.1	(0.4)
	세전이익률	5.9	7.1	7.1	1.2	(0.0)	6.9	0.2
	지배순이익률	4.0	4.9	5.2	1.2	0.3	4.7	0.5
S&T 모티브	매출액	275.9	288.7	285.1	3.3	(1.3)	296.7	(3.9)
	영업이익	19.6	27.5	24.1	22.7	(12.5)	26.6	(9.2)
	세전이익	21.6	3.2	33.5	55.4	939.6	27.7	20.9
	지배순이익	12.9	4.0	24.7	92.2	522.7	22.5	10.0
	영업이익률	7.1	9.5	8.5	1.3	(1.1)	9.0	(0.5)
	세전이익률	7.8	1.1	11.8	3.9	10.6	9.3	2.4
	지배순이익률	4.7	1.4	8.7	4.0	7.3	7.6	1.1

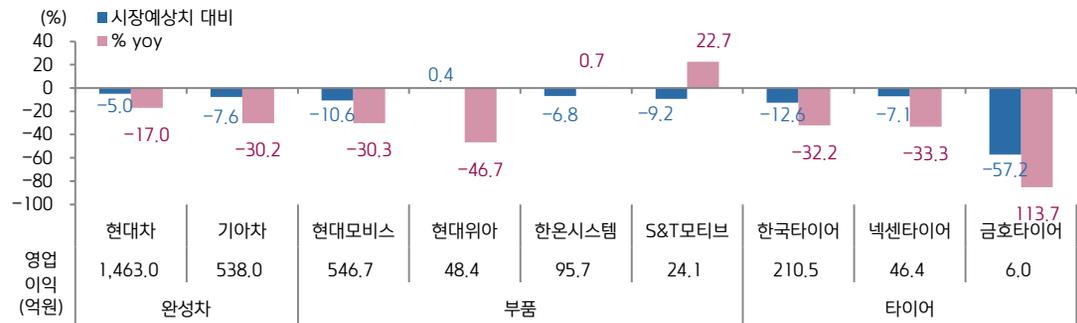
자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

타이어 2Q17 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
한국 타이어	매출액	1,727.4	1,639.2	1,795.5	3.9	9.5	1,764.4	1.8
	영업이익	310.3	232.2	210.5	(32.2)	(9.4)	240.7	(12.6)
	세전이익	310.7	206.8	235.6	(24.2)	13.9	245.0	(3.8)
	지배순이익	264.2	167.5	190.1	(28.0)	13.5	189.0	0.6
	영업이익률	18.0	14.2	11.7	(6.2)	(2.4)	13.6	(1.9)
	세전이익률	18.0	12.6	13.1	(4.9)	0.5	13.9	(0.8)
	지배순이익률	15.3	10.2	10.6	(4.7)	0.4	10.7	(0.1)
넥센 타이어	매출액	493.2	481.5	499.3	1.2	3.7	504.0	(0.9)
	영업이익	69.5	48.8	46.4	(33.3)	(4.9)	49.9	(7.1)
	세전이익	57.9	40.4	34.9	(39.8)	(13.7)	42.9	(18.7)
	지배순이익	43.3	29.2	27.6	(36.2)	(5.5)	30.5	(9.5)
	영업이익률	14.1	10.1	9.3	(4.8)	(0.8)	9.9	(0.6)
	세전이익률	11.7	8.4	7.0	(4.8)	(1.4)	8.5	(1.5)
	지배순이익률	8.8	6.1	5.5	(3.2)	(0.5)	6.1	(0.5)
금호 타이어	매출액	744.8	669.3	750.2	0.7	12.1	754.0	(0.5)
	영업이익	40.7	(28.2)	6.0	(85.3)	(121.3)	14.0	(57.2)
	세전이익	(0.2)	(69.1)	(26.8)	적지	적지	-20.3	-
	지배순이익	(7.6)	(61.0)	(26.8)	적지	적지	-30.0	-
	영업이익률	5.5	(4.2)	0.8	(4.7)	5.0	1.9	(1.1)
	세전이익률	(0.0)	(10.3)	(3.6)	(3.6)	6.7	(2.7)	(0.9)
	지배순이익률	(1.0)	(9.1)	(3.6)	(2.6)	5.5	(4.0)	0.4

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

2Q17 Preview: 전반적인 부진 지속



자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

## 종목별 Comments 및 투자 전략

### 현대차(005380) (BUY/ TP 185,000원/ 유지) (자동차/부품 중기 보유 추천)

- 2Q17 영업이익 1.46조원(-17.0% yoy, +17.0% qoq, OPM 5.8%), 컨센서스 1.54조원 5.0% 하회 전망
- 1) 내수 그랜저 판매 확대에도 RV 및 제네시스 판매 감소로 믹스 악화, 2) 수출 환율 악화에 따른 수익성 악화, 3) 해외 미국 부진, 이머징 개선으로 믹스 악화 및 중국 출하 부진으로 실적 악화 전망
- '17년 PER 8.2배로 중국 출하 회복을 가정 시 현 주가에서 추가적인 하락은 제한적일 전망. 단, 주가 회복 위해선 개선 중인 믹스, 이머징 실적 외에도 환율 개선, 중국 회복 필요. 이머징 회복은 지속되는 가운데 일시적인 믹스 악화 이후 하반기 이어질 G70, 신타페 등이 개선 전환할 것으로 기대. 다만 환율, 파업 등 일부 이슈 변화에 따라 주가 회복 속도가 결정될 전망

### 기아차(000270) (BUY/ TP 45,000원/ 유지)

- 2Q17 영업이익 5,380억원(-30.2% yoy, +40.6% qoq, OPM 4.0%), 컨센서스 5,822억원 7.6% 하회 전망
- 1) 내수 모닝 판매 확대, RV 및 K7 판매 감소로 믹스 악화, 2) 수출 환율 악화에 따른 수익성 악화, 3) 해외 미국 부진, 재고 확대, 멕시코 가동 정상화 지연, 중국 출하 부진으로 실적 악화 전망
- '17년 PER 6.0배. 통상임금 이슈 지연(1조원 규모, 8/17 판결 전망)으로 주가 할인 지속. 목표가는 2018년 EPS 6,730원과 목표 PER 6.0배(모델노후화 시점 PER 밴드 평균) 적용. 중국 회복과 통상임금 이슈 해소되는 8월 중순 전후 매수 추천

### 현대모비스(012330) (BUY/ TP 300,000원/ 유지) (자동차/부품 단기 매수 추천)

- 2Q17 영업이익 5,467억원(-30.3% yoy, -18.2% qoq, OPM 6.3%), 컨센서스 6,115억원 10.6% 하회 전망
- 부정적 환율과 현대차그룹 중국을 포함한 글로벌 출하 감소로 매출액은 모듈을 중심으로 감소하는 가운데, 중국 출하 부진, 위안화 약세로 모듈 마진(2.2%) 하락, 주요 환율 하락으로 A/S(22.0%) 마진 개선 제한
- '17년 PER 8.7배. 3Q17 현대차그룹 중국출하 감소폭이 축소되는 시점 전후해 주가 상승탄력은 업종 내 가장 높을 전망. 중국 출하 부진 속도가 둔화되고 있는 현 시점에서 현대차와의 Valuation Gap 축소는 연말~연초 중국 출하 부진 완화와 A/S 성수기 진입으로 높아질 이익 가시성을 염두한 할증 재개 관점에서 배팅 가능

### 현대위아(011210) (Outperform/ TP 70,000원/ 유지)

- 2Q17 영업이익 484억원(-46.7% yoy, +12.3% qoq, OPM 2.5%), 컨센서스 484억원 0.4% 상회 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 지연되며 고정비 부담이 상반기 내내 지속
- 기계도 부정적 환율 지속으로 회복 지연. 현대차그룹 엔진공장 리뉴얼에 따른 FA 매출 증가 예상되나 연 600억원 수준으로 순증하며 실적 개선 견인하기에 미미
- '17년 PER 15.3배. 서산, 디젤 가동 정상화 지연, 멕시코 불확실성 확대. 기계 및 중국 엔진 회복 지연 부담. 중국 가동 회복과 멕시코, 서산 가동 정상화 시 적정 마진에 대한 윤곽이 드러나는 2H17 이후 실적 회복 가능

**한온시스템(018880) (BUY/ TP 14,000원/ 유지)**

- 2Q17 영업이익 957억원(+0.7% yoy, -24.8% qoq, OPM 6.7%), 컨센서스 1,027억원 6.8% 하회 전망
- 유럽 턴어라운드 효과 가시화, 전사 비용 절감 노력 영향에도 이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 부진, 중국 내 완성차 경쟁 심화로 인한 부품사 마진 하락 압력 등 경영 환경이 불리해졌음에 기인. 이에 전년동기 일회성 비용에 대한 기저효과를 충분히 누리지 못할 전망
- '18년 PER 12.2배로 최근 중국 친환경차 크레딧 도입에 따른 전기차 확대 기대감으로 주가 상승이 뚜렷. 중국 사업 확대, 친환경 부품 수주 지속. E-Comp 진입장벽 높아 경쟁사 진출 쉽지 않을 전망

**S&T모티브(064960) (BUY/ TP 59,000원/ 유지)**

- 2Q17 영업이익 241억원(+22.7% yoy, -12.5% qoq, OPM 8.5%), 컨센서스 266억원 9.2% 하회 전망
- 원/달러 하락에 따른 S&TC과 본사 매출 50% 이상인 직수출 수익성 악화로 관련 실적 부진하나 본업 수익성은 높은 수준 유지. 세무조사 추징금 일부 환급 판결로 영업외이익은 일시적으로 개선될 전망(97억원)
- '17년 PER 13.7배. 방산 불확실성 일부 완화(소총 설계에 대한 지적재산권 인정), 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

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

- 2Q17 영업이익 2,105억원(-32.2% yoy, -9.4% qoq, OPM 11.7%), 컨센서스 2,407억원 12.6% 하회
- 부정적 환율과 예상보다 높은 원재료비 투입, 가격 인상 후 볼륨 확대 둔화. 이에 일시적으로 예상대비 수익성은 시장 기대와 달리 악화되나, 하반기 이익의 흐름은 당초 예상대비 빠르게 증가 전망. 원재료가 하락 지속, 2차 가격 인상 점진 반영, 윈터타이어 성수기 진입에 근거
- '17년 PER 9.3배. 이번 2Q17 실적 전후 매수 적기로 판단. 2차 평가 인상 점진 반영에 따른 실적 개선 효과가 2H17~1H18 두드러질 것으로 판단하기 때문. 평가 인상 시 Valuation 평균인 PER 11.2배까지 주가 상승 가능. 업종 Top-pick 유지

**넥센타이어(073240) (BUY/ TP 18,000원/ 유지)**

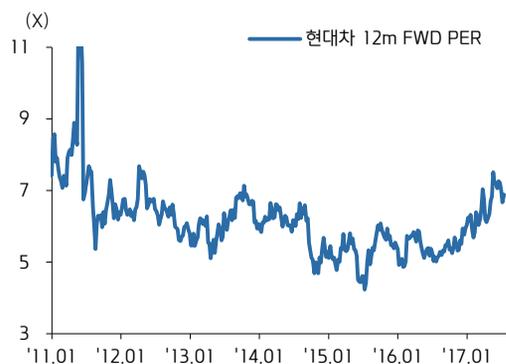
- 2Q17 영업이익 464억원(-33.3% yoy, -4.9% qoq, OPM 9.3%), 컨센서스 499억원 7.1% 하회 전망
- 2Q17 투입원가는 최근 하락한 일부 고무가 반영되며 마진 하락 폭은 제한 적. 2H17에도 급격한 고무가 투입으로 원가율은 하락하고 가격 경쟁 재발 가능성 낮아 이익 가시성 더욱 높아질 전망. 4Q17 이후 볼륨 증가가 향후 유럽 CAPA 확대에 따른 영업 레버리지를 극대화할 전망
- '17년 PER 8.9배. 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 단기적으로 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 한국타이어대비 1) 평가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위이기 때문. 4Q17 수요 회복 확인 시 주가 상승 업종 내 가장 탄력적일 전망

**금호타이어(073240) (BUY/ TP 10,000원/ 유지)**

- 2Q17 영업이익 60억원(-85.3% yoy, -121.3% qoq, OPM 0.8%), 컨센서스 140억원 57.2% 하회 전망
- 중국 볼륨 회복 지연과 원재료 투입비용 상승으로 경쟁사 대비 원가에 민감한 수익성은 부진을 악화. 2H17 중국 공장 이전 및 미국 정상화로 가동률 회복 기대되나, 중국 수요 회복과 원만한 매각 확인 필요
- M&A 과정에서 수반되는 노이즈 지속으로 주가 하방 압력 높았으나, 금호산업과 상표권 협상이 해소되며 더블스타 인수 후 시너지 부각 전망. 인수 전후 노조와의 고용 보장 이슈는 남았으나 이슈 중경공장 이전(CAPA 축소로 가동률 회복, 고인치 믹스 변경)과 신규 미국공장 가동(2017년 330만본 CAPA 예상)으로 기대했던 볼륨 증가와 가동 회복 시 주가 회복에 기여할 전망

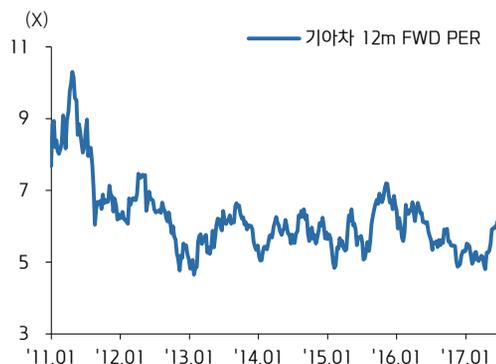
참고: 키움 Coverage Valuation Trend

현대차 12개월 선행 PER 추이



자료: Datastream, 키움증권

기아차 12개월 선행 PER 추이



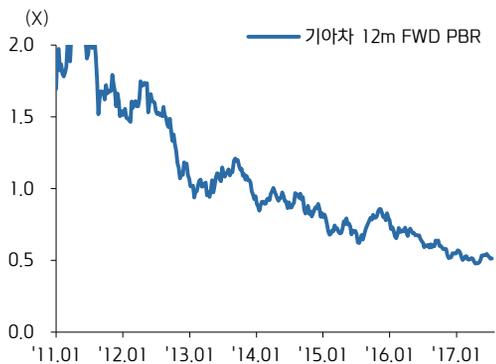
자료: Datastream, 키움증권

현대차 12개월 선행 PBR 추이



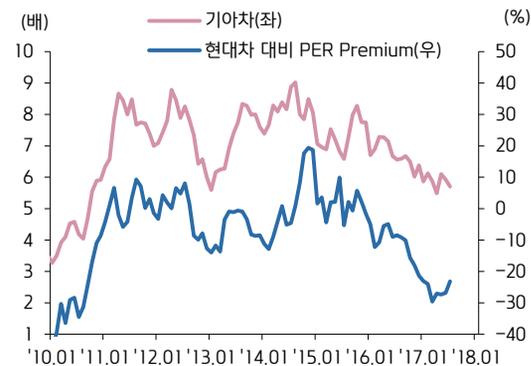
자료: Datastream, 키움증권

기아차 12개월 선행 PBR 추이



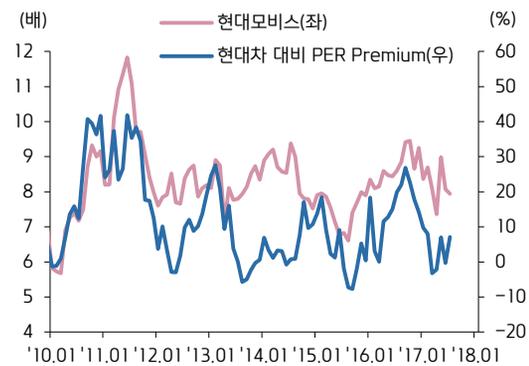
자료: Datastream, 키움증권

기아차, 현대차 대비 PER Premium 추이



자료: 키움증권

현대모비스, 현대차 대비 PER Premium 추이



자료: 키움증권

현대차 PER Band



자료: 키움증권

기아차 PER Band



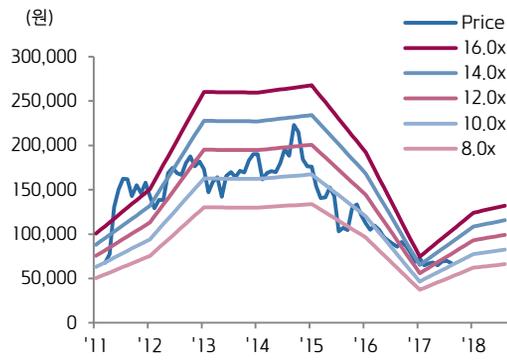
자료: 키움증권

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



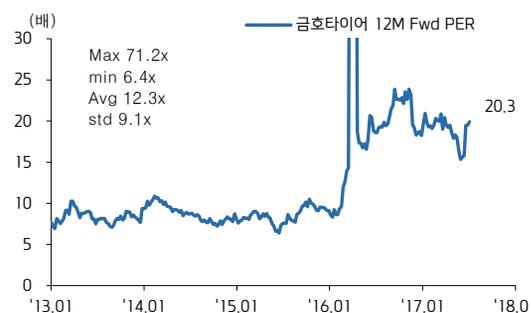
자료: Datastream, 키움증권

### 넥센타이어 12개월 선행 PER Band



자료: Datastream, 키움증권

### 금호타이어 12개월 선행 PER Band



자료: Datastream, 키움증권

### Bridgestone 12개월 선행 PER Band



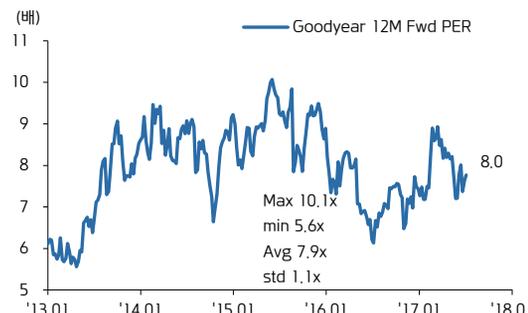
자료: Datastream, 키움증권

### Michelin 12개월 선행 PER Band



자료: Datastream, 키움증권

### Goodyear 12개월 선행 PER Band



자료: Datastream, 키움증권



## 기업분석

현대차(005380)	여전히 업종내 방어주 BUY(Maintain)/TP 185,000원(유지)
기아차(000270)	통상임금 판결이 변곡점 BUY(Maintain)/TP 45,000원(유지)
현대모비스(012330)	다가오는 매수 시기 BUY(Maintain)/TP 300,000원(유지)
현대위아(011210)	하반기 이후 완만한 회복 기대 Outperform(Maintain)/TP 70,000원(유지)
한온시스템(018880)	피하지 못한 중국 부진 영향 BUY(Maintain)/TP 14,000원(유지)
S&T모티브(064960)	원/달러 상승 시 이익 증가 뚜렷 BUY(Maintain)/TP 59,000원(유지)
한국타이어(161390)	하반기도 주인공은 나아나 BUY(Maintain)/TP 80,000원(유지)
넥센타이어(002350)	4Q17 볼륨이 매수 시점을 결정 BUY(Maintain)/TP 18,000원(유지)
금호타이어(073240)	M&A 진행 이상 무 BUY(Maintain)/TP 10,000원(유지)

현대차 (005380)



BUY(Maintain)

주가(7/18) 148,000원

목표주가 185,000원

주가 상 저점 근접했으나 회복을 위해서는 확인해야 할 요인이 많다. 경쟁이 여전히 심화되고 있어 1) 중국 성장 재개 가능성, 2) 글로벌 경쟁력 회복, 3) 신차 경쟁 우위 확인이 필요하다. 이머징 회복과 믹스 개선은 속도가 다소 둔화되지만 예상대로 진행 중이라는 점은 긍정적이다. 업종 내 방어주 관점 보유 전략 유지한다.

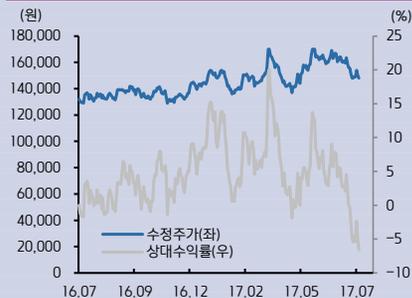
Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	395,088억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	170,000원	129,000원	
최고/최저가 대비 등락	-12.94%	14.73%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-10.3%	-12.7%
	6M	-3.9%	-18.0%
	1Y	12.1%	-6.6%

Company Data

발행주식수	285,479천주	
일평균 거래량(3M)	598천주	
외국인 지분율	52.7%	
배당수익률(17.E)	2.9%	
BP (17.E)	249,880원	
주요 주주	현대모비스(주)	28.2%
	국민연금공단	8.0%
	The Capital Group Companies	6.0%

Price Trend



여전히 업종내 방어주

>>> 업황 부진에도 부진은 상대적으로 미미

주가 상 저점 근접. 다만 회복 요인 확인 필요. 구조적 이익 개선 위해서는 1) 중국 성장 재개 가능성, 2) 글로벌 경쟁력 회복, 3) 신차 경쟁 우위 확인이 필요. 현재 미국 중심으로 확대 중인 재고의 소진 속도와 중국 출하 회복 레벨을 통해 확인 가능할 전망. 이머징 회복과 믹스 개선은 속도가 다소 둔화되나 예상대로 개선되고 있다는 점은 긍정적. 업종 내 방어주 관점 보유 전략 유지

>>> 2Q17 영업이익 1.46조원 전망

2Q17 영업이익 1.46조원(-17.0% yoy, +17.0% qoq, OPM 5.8%), 컨센서스 1.54조원 5.0% 하회 전망. 1) 내수 그랜저 판매 확대에도 RV 및 제네시스 판매 감소로 믹스 악화, 2) 수출 환율 악화에 따른 수익성 악화, 3) 해외 미국 부진, 이머징 개선으로 믹스 악화 및 중국 출하 부진으로 실적 악화 전망

>>> BUY, 목표주가 185,000원 유지

현대차에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 185,000원 유지. 중국 출하 회복을 가정 시 현 주가에서 추가적인 하락은 제한적일 것으로 판단. 이머징 회복은 지속되는 가운데 일시적인 믹스 악화 이후 하반기 이어질 G70, 싼타페 등이 개선 전환할 것으로 기대. 다만 환율, 파업 등 일부 이슈 변화에 따라 주가 회복 속도가 결정될 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	919,587	936,490	967,112	1,028,785	1,103,983
영업이익(억원)	63,579	51,935	52,961	60,078	65,820
EBITDA(억원)	91,519	85,523	82,897	89,813	95,592
세전이익(억원)	84,594	73,071	69,063	81,056	87,808
순이익(억원)	65,092	57,197	53,603	63,143	68,402
지배주주지분순이익(억원)	64,173	54,064	51,467	60,933	66,008
EPS(원)	22,479	18,938	18,028	21,344	23,122
증감율(%YoY)	-12.7	-15.8	-4.8	18.4	8.3
PER(배)	6.6	7.7	8.2	6.9	6.4
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	7.2	6.7	6.9
영업이익률(%)	6.9	5.5	5.5	5.8	6.0
순이익률(%)	7.1	6.1	5.5	6.1	6.2
ROE(%)	10.1	8.2	7.2	8.0	8.1
순부채비율(%)	24.8	28.5	25.9	25.1	29.6

현대차 2Q17 Preview: 영업이익은 1.46조원을 기록해 컨센서스 5.0% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	24,676.7	23,366.0	25,101.5	1.7	7.4	25,333.7	(0.9)
영업이익	1,761.8	1,250.8	1,463.0	(17.0)	17.0	1,540.1	(5.0)
세전이익	2,381.6	1,757.1	1,792.6	(24.7)	2.0	1,856.1	(3.4)
지배순이익	1,658.0	1,330.6	1,326.5	(20.0)	(0.3)	1,375.9	(3.6)
영업이익률	7.1	5.4	5.8	(1.3)	0.5	6.1	(0.3)
세전이익률	9.7	7.5	7.1	(2.5)	(0.4)	7.3	(0.2)
지배순이익률	6.7	5.7	5.3	(1.4)	(0.4)	5.4	(0.1)

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	97,208.6	104,150.9	96,711.2	102,878.5	(0.5)	(1.2)
영업이익	5,505.4	6,428.4	5,296.1	6,007.8	(3.8)	(6.5)
영업이익률(%)	5.7	6.2	5.5	5.8	(0.2)	(0.3)
EBITDA	8,499.0	9,401.9	8,289.7	8,981.3	(2.5)	(4.5)
EBITDA 이익률(%)	8.7	9.0	8.6	8.7	(0.2)	(0.3)
순이익	5,655.3	6,815.1	5,360.3	6,314.3	(5.2)	(7.3)

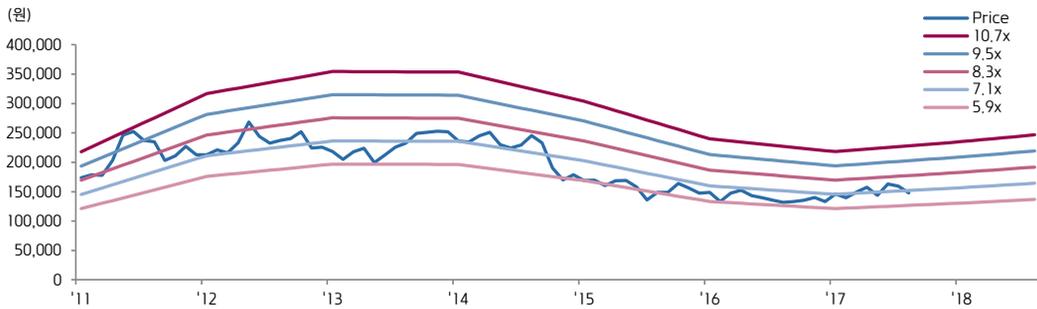
자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 목표주가 산출 내역

목표 PER	8.0 배	(a), 모델 노후화 시점 PER band (5.8~8.0 배) 상단
적용 EPS	21,344 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	185,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	151,000 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	22.5 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017F	2018F	2019F
매출액	22,350.6	24,676.7	22,083.7	24,538.0	23,366.0	25,101.5	22,757.7	25,486.1	96,711.2	102,878.5	110,398.3
>자동차	17,238.6	19,421.0	16,617.7	19,406.0	17,823.2	19,471.8	17,041.1	19,682.5	72,683.2	74,018.6	78,965.6
>금융	3,529.0	3,561.0	3,767.0	3,195.2	4,097.4	3,995.0	3,953.0	3,785.4	14,052.2	15,830.8	16,790.2
>기타	1,583.0	1,694.0	1,699.0	1,936.9	1,445.4	1,634.7	1,763.6	2,018.2	6,912.9	6,861.9	7,122.6
영업이익	1,342.4	1,761.8	1,068.1	1,021.2	1,250.8	1,463.0	1,245.0	1,337.4	5,296.1	6,007.8	6,582.0
세전이익	2,163.4	2,381.6	1,494.7	1,267.4	1,757.1	1,792.6	1,575.2	1,781.6	6,906.3	8,105.6	8,780.8
순이익	1,768.1	1,763.9	1,118.8	1,068.8	1,405.7	1,326.5	1,167.2	1,460.9	5,360.3	6,314.3	6,840.2
영업이익률	6.0	7.1	4.8	4.2	5.4	5.8	5.5	5.2	5.5	5.8	6.0
세전이익률	9.7	9.7	6.8	5.2	7.5	7.1	6.9	7.0	7.1	7.9	8.0
순이익률	7.9	7.1	5.1	4.4	6.0	5.3	5.1	5.7	5.5	6.1	6.2
% yoy											
매출액	6.7	8.1	(5.7)	(0.9)	4.5	1.7	3.1	3.9	3.3	6.4	7.3
>자동차	4.3	9.0	(9.1)	(3.1)	3.4	0.3	2.5	1.4	0.0	1.8	6.7
>금융	22.3	11.4	11.8	7.0	16.1	12.2	4.9	18.5	13.0	12.7	6.1
>기타	3.9	(6.0)	(4.2)	11.1	(8.7)	(3.5)	3.8	4.2	1.0	(0.7)	3.8
영업이익	(15.5)	0.6	(29.0)	(32.6)	(6.8)	(17.0)	16.6	31.0	2.0	13.4	9.6
세전이익	(6.8)	0.5	(12.4)	(38.6)	(18.8)	(24.7)	5.4	40.6	(5.5)	17.4	8.3
순이익	(10.8)	(1.5)	(7.2)	(30.1)	(20.5)	(24.8)	4.3	36.7	(6.3)	17.8	8.3
% qoq											
매출액	(9.7)	10.4	(10.5)	11.1	(4.8)	7.4	(9.3)	12.0			
>자동차	(14.0)	12.7	(14.4)	16.8	(8.2)	9.3	(12.5)	15.5			
>금융	18.2	0.9	5.8	(15.2)	28.2	(2.5)	(1.1)	(4.2)			
>기타	(9.2)	7.0	0.3	14.0	(25.4)	13.1	7.9	14.4			
영업이익	(11.4)	31.2	(39.4)	(4.4)	22.5	17.0	(14.9)	7.4			
세전이익	4.9	10.1	(37.2)	(15.2)	38.6	2.0	(12.1)	13.1			
순이익	15.6	(0.2)	(36.6)	(4.5)	31.5	(5.6)	(12.0)	25.2			
글로벌판매대수(천대)	1,107.7	1,286.7	1,085.0	1,382.3	1,089.9	1,108.4	1,027.4	1,279.2	4,505.0	4,870.0	5,145.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,129.4	1,145.0	1,150.0	1,144.7	1,150.0	1,150.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,242.8	1,300.0	1,350.0	1,280.6	1,350.0	1,350.0

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	919,587	936,490	967,112	1,028,785	1,103,983
매출원가	737,013	759,597	784,648	832,498	894,158
매출총이익	182,574	176,893	182,464	196,286	209,825
판매비및일반관리비	118,995	124,958	129,504	136,208	144,006
영업이익	63,579	51,935	52,961	60,078	65,820
영업이익률(%)	6.9%	5.5%	5.5%	5.8%	6.0%
영업외손익	21,015	21,136	16,102	20,978	21,988
이자수익	4,909	3,776	4,256	4,566	4,884
배당금수익	138	351	135	146	156
외환이익	9,062	9,517	13,974	16,159	18,612
이자비용	2,592	2,721	3,818	4,435	4,947
외환손실	11,114	8,565	12,094	13,691	15,697
관계기업자본손익	19,307	17,249	11,724	16,319	16,919
투자및기타자산처분손익	-151	1,427	-702	-289	-108
금융상품평가및기타금융이익	-252	99	640	167	54
기타	1,708	-43	1,988	2,037	2,114
법인세차감전이익	84,594	73,071	69,063	81,056	87,808
법인세비용	19,502	15,874	15,461	17,913	19,405
유효법인세율(%)	23.1%	21.7%	22.4%	22.1%	22.1%
당기순이익	65,092	57,197	53,603	63,143	68,402
지배주주지분순이익(억원)	64,173	54,064	51,467	60,933	66,008
EBITDA	91,519	85,523	82,897	89,813	95,592
현금순이익(Cash Earnings)	93,032	90,785	83,539	92,878	98,174
수정당기순이익	65,402	56,002	53,649	63,235	68,443
증감률(% YoY)					
매출액	3.0	1.8	3.3	6.4	7.3
영업이익	-15.8	-18.3	2.0	13.4	9.6
법인세차감전이익	-15.0	-13.6	-5.5	17.4	8.3
당기순이익	-14.9	-12.1	-6.3	17.8	8.3
지배주주지분당기순이익	-12.7	-15.8	-4.8	18.4	8.3
EBITDA	-9.4	-6.6	-3.1	8.3	6.4
EPS	-12.7	-15.8	-4.8	18.4	8.3

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	10,439	16,191	21,556	23,357	25,662
당기순이익	65,092	57,197	53,603	63,143	68,402
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	-1,879	-2,468	-2,915
자산처분손익	150	1,065	702	289	108
지분법손익	-18,873	-17,284	-11,724	-16,319	-16,919
영업활동자산부채 증감	-137,019	-129,430	-122,234	-128,595	-134,542
기타	72,059	72,037	73,153	77,572	81,757
투자활동현금흐름	-78,433	-69,285	-26,122	-61,113	-118,206
투자자산의 처분	15,099	-26,955	-24,947	-49,370	-59,953
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	13,792	5,034	-5,158
재무활동현금흐름	72,012	56,861	82,545	91,996	110,355
단기자입금의 증가	18,747	-13,746	-6,446	-6,857	-7,358
장기자입금의 증가	69,898	84,939	91,768	97,621	114,756
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-13,525	-10,845	-10,777	-11,314	-12,120
기타	-3,108	-3,488	7,999	12,547	15,077
현금및현금성자산의순증가	2,350	5,586	77,979	54,240	17,810
기초현금및현금성자산	70,965	73,315	78,901	156,880	211,120
기말현금및현금성자산	73,315	78,901	156,880	211,120	228,930
Gross Cash Flow	147,458	145,621	81,790	86,952	92,204
Op Free Cash Flow	-153,604	-98,858	56,879	59,902	28,026

주: IFRS 연결기준

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	675,292	724,496	823,585	920,340	989,991
현금및현금성자산	73,315	78,901	156,880	211,120	228,930
유동금융자산	410,170	449,513	464,212	493,814	529,909
매출채권및유동채권	97,144	88,281	91,167	96,981	104,070
재고자산	91,990	105,238	108,679	115,610	124,060
기타유동비금융자산	2,673	2,563	2,647	2,816	3,021
비유동자산	978,387	1,063,863	1,109,781	1,183,856	1,311,840
장기매출및기타비유동채권	17,160	20,857	21,539	22,912	24,587
투자자산	446,369	478,598	490,720	516,414	546,242
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	1,933,366	2,104,196	2,301,830
유동부채	412,135	436,098	479,802	532,063	590,030
매입채무및기타유동채무	175,203	171,495	177,103	188,396	202,167
단기자입금	93,849	87,607	81,161	74,303	66,945
유동성장기차입금	107,880	148,370	190,183	234,662	282,393
기타유동부채	35,203	28,627	31,356	34,701	38,525
비유동부채	572,730	628,816	687,293	754,033	837,419
장기매입채무및비유동채무	13,441	15,981	16,503	17,556	18,839
사채및장기차입금	447,601	498,464	548,419	601,560	668,585
기타비유동부채	111,688	114,371	122,370	134,917	149,994
부채총계	984,865	1,064,914	1,167,095	1,286,096	1,427,449
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	685,072	735,472	790,165
기타자본	-28,215	-19,821	-19,821	-19,821	-19,821
지배주주지분자본총계	620,240	671,897	713,355	763,754	818,447
비지배주주지분자본총계	48,574	51,549	52,917	54,345	55,934
자본총계	668,814	723,446	766,271	818,100	874,382
순차입금	165,846	206,026	198,671	205,592	259,084
총차입금	649,331	734,440	819,763	910,526	1,017,924

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	22,479	18,938	18,028	21,344	23,122
BPS	217,263	235,358	249,880	267,535	286,693
주당EBITDA	32,058	29,958	29,038	31,461	33,485
CFPS	32,588	31,801	29,263	32,534	34,389
DPS	4,000	4,000	4,200	4,500	5,000
주가배수(배)					
PER	6.6	7.7	8.2	6.9	6.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.2	7.2	7.2	6.7	6.9
PCFR	4.6	4.6	5.1	4.5	4.3
수익성(%)					
영업이익률	6.9	5.5	5.5	5.8	6.0
순이익률	7.1	6.1	5.5	6.1	6.2
EBITDA margin	10.0	9.1	8.6	8.7	8.7
총자산이익률(ROA)	4.2	3.3	2.9	3.1	3.1
자기자본이익률(ROE)	10.1	8.2	7.2	8.0	8.1
투자자본이익률(ROIC)	17.7	12.5	12.2	14.5	15.7
안정성(%)					
부채비율	147.3	147.2	152.3	157.2	163.3
순차입금비율	24.8	28.5	25.9	25.1	29.6
이자보상배율(배)	24.5	19.1	13.9	13.5	13.3
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	10.1	10.8	10.9	11.0
재고자산회전율	11.1	9.5	9.0	9.2	9.2
매입채무회전율	5.5	5.4	5.5	5.6	5.7

기아차 (000270)



BUY(Maintain)

주가(7/18) 37,000원

목표주가 45,000원

기아차는 중국 사드 이슈로 출하 부진과 미국, 중국 등 재고 부담과 멕시코 불확실성이 심해지며 실적 부담이 높아지고 있다. 8월 17일로 연기된 통상임금 판결을 앞두고 주가에 하방 압력을 높일 전망이다. 2H17 부진 요인이 해소되면 인도 공장 신설과 멕시코 회복에 근거한 외형 성장이 다시 주목받을 전망이다.

Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt	
시가총액	149,984억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	44,800원	34,100원
최고/최저가 대비 등락	-17.41%	8.50%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.9%	-9.4%
6M	-10.1%	-23.3%
1Y	-10.5%	-25.5%

Company Data

발행주식수	405,363천주	
일평균 거래량(3M)	1,019천주	
외국인 지분율	38.3%	
배당수익률(17.E)	3.1%	
BP (17.E)	70,641원	
주요 주주	현대자동차(주)	35.6%
	국민연금공단	7.1%

Price Trend



통상임금 판결이 변곡점

>>> 6년간의 통상임금소송, 8/17 선고 예정

기아차는 6년간 지속되어 온 통상임금소송이 8/17 선고되며 불확실성을 축소 전망. 다만, 미국과 중국 재고 부담과, 중국 사드 이슈로 인한 출하 부진, 멕시코 가동 회복 지연과 같은 Fundamentals 이슈가 지속적으로 주가에 부정적이며 상승 탄력을 제한. 장기적으로 멕시코 정상화, 인도 공장 신설 등 볼륨 증가 기대

>>> 2Q17 영업이익 5,380억원 전망

2Q17 영업이익 5,380억원(-30.2% yoy, +40.6% qoq, OPM 4.0%), 컨센서스 5,822억원 7.6% 하회 전망. 1) 내수 모닝 판매 확대, RV 및 K7 판매 감소로 믹스 악화, 2) 수출 환율 악화에 따른 수익성 악화, 3) 해외 미국 부진, 재고 확대, 멕시코 가동 정상화 지연, 중국 출하 부진으로 실적 악화 전망

>>> BUY, 목표주가 45,000원 유지

기아차에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 45,000원 유지. 목표가는 2018년 EPS 6,730원과 목표 PER 6.0배(모델 노후화 시점 PER 밴드 평균) 적용. 장기적으로 인도공장 신설 등 매출성장 요인 커 Buy 의견 유지. 중국 회복과 통상임금 이슈 해소되는 8월 중순 전후 매수 추천

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	495,214	527,129	542,225	566,949	589,974
영업이익(억원)	23,543	24,615	20,659	23,982	24,975
EBITDA(억원)	37,768	41,481	35,775	39,133	40,374
세전이익(억원)	31,003	34,420	30,036	35,020	36,575
순이익(억원)	26,306	27,546	24,969	27,281	28,492
지배주주지분순이익(억원)	26,306	27,546	24,969	27,281	28,492
EPS(원)	6,489	6,795	6,160	6,730	7,029
증감율(%YoY)	-12.1	4.7	-9.4	9.3	4.4
PER(배)	8.1	5.8	6.0	5.5	5.3
PBR(배)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.5	3.7	3.6	2.7	2.5
영업이익률(%)	4.8	4.7	3.8	4.2	4.2
순이익률(%)	5.3	5.2	4.6	4.8	4.8
ROE(%)	11.3	10.8	9.0	9.2	8.9
순부채비율(%)	-3.0	-2.0	-10.0	-16.9	-17.9

기아차 1Q17 Preview: 영업이익은 5,380억원을 기록해 컨센서스 7.6% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	14,450.0	12,843.9	13,601.3	(5.9)	5.9	14,052.8	(3.2)
영업이익	770.9	382.8	538.0	(30.2)	40.6	582.2	(7.6)
세전이익	1,059.7	767.3	693.6	(34.5)	(9.6)	710.8	(2.4)
지배순이익	825.7	765.4	527.1	(36.2)	(31.1)	596.3	(11.6)
영업이익률	5.3	3.0	4.0	(1.4)	1.0	4.1	(0.2)
세전이익률	7.3	6.0	5.1	(2.2)	(0.9)	5.1	0.0
지배순이익률	5.7	6.0	3.9	(1.8)	(2.1)	4.2	(0.4)

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	56,307.9	60,038.1	54,222.5	56,694.9	(3.7)	(5.6)
영업이익	2,281.1	2,595.7	2,065.9	2,398.2	(9.4)	(7.6)
영업이익률(%)	4.1	4.3	3.8	4.2	(0.2)	(0.1)
EBITDA	3,792.8	4,110.8	3,577.5	3,913.3	(5.7)	(4.8)
EBITDA 이익률(%)	6.7	6.8	6.6	6.9	(0.1)	0.1
순이익	2,733.3	3,020.3	2,496.9	2,728.1	(8.6)	(9.7)

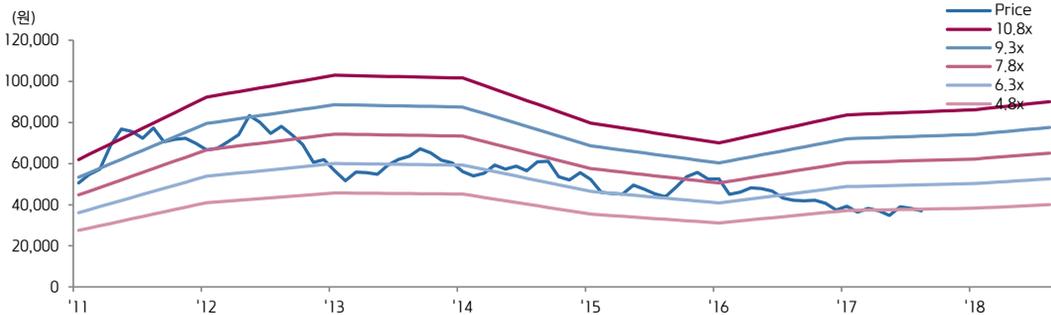
자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 목표주가 산출 내역

목표 PER	6.0 배	(a), 모델 노후화 시점 PER band (5.8~7.2배) 평균
적용 EPS	6,730 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	45,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 종가	37,000 원	2017년 7월 18일 종가
주가상승여력	21.6 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

기아차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	12,649.4	14,450.0	12,698.9	12,914.7	12,843.9	13,601.3	12,463.4	15,313.9	54,222.5	56,694.9	58,997.4
영업이익	633.6	770.9	524.7	532.2	382.8	538.0	537.5	607.6	2,065.9	2,398.2	2,497.5
세전이익	1,046.7	1,059.7	879.3	456.4	767.3	693.6	720.8	822.0	3,003.6	3,502.0	3,657.5
순이익	944.6	825.7	664.4	320.0	765.4	527.1	555.0	649.4	2,496.9	2,728.1	2,849.2
영업이익률	5.0	5.3	4.1	4.1	3.0	4.0	4.3	4.0	3.8	4.2	4.2
세전이익률	8.3	7.3	6.9	3.5	6.0	5.1	5.8	5.4	5.5	6.2	6.2
순이익률	7.5	5.7	5.2	2.5	6.0	3.9	4.5	4.2	4.6	4.8	4.8
% yoy											
매출액	13.2	16.1	(3.1)	1.0	1.5	(5.9)	(1.9)	18.6	2.9	4.6	4.1
영업이익	23.8	18.5	(22.5)	3.5	(39.6)	(30.2)	2.4	14.2	(16.1)	16.1	4.1
세전이익	13.8	7.3	23.8	(5.4)	(26.7)	(34.5)	(18.0)	80.1	(12.7)	16.6	4.4
순이익	4.6	10.6	20.8	(25.7)	(19.0)	(36.2)	(16.5)	102.9	(9.4)	9.3	4.4
% qoq											
매출액	(1.1)	14.2	(12.1)	1.7	(0.5)	5.9	(8.4)	22.9			
영업이익	23.2	21.7	(31.9)	1.4	(28.1)	40.6	(0.1)	13.0			
세전이익	116.9	1.2	(17.0)	(48.1)	68.1	(9.6)	3.9	14.0			
순이익	119.3	(12.6)	(19.5)	(51.8)	139.2	(31.1)	5.3	17.0			
글로벌판매대수(천대)	705.2	737.9	640.2	827.9	621.8	611.5	581.6	735.1	2,760.0	3,010.0	3,090.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,129.4	1,145.0	1,150.0	1,144.7	1,150.0	1,150.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,242.8	1,300.0	1,350.0	1,280.6	1,350.0	1,350.0

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	495,214	527,129	542,225	566,949	589,974
매출원가	396,538	422,816	432,267	451,171	468,598
매출총이익	98,677	104,313	109,958	115,779	121,375
판매비및일반관리비	75,134	79,698	89,299	91,797	96,401
영업이익	23,543	24,615	20,659	23,982	24,975
영업이익률(%)	4.8%	4.7%	3.8%	4.2%	4.2%
영업외손익	7,460	9,806	9,377	11,038	11,600
이자수익	1,740	1,513	1,485	1,469	1,531
배당금수익	58	50	50	47	49
외환이익	5,678	7,294	10,380	12,477	12,974
이자비용	891	1,392	2,713	2,930	3,265
외환손실	7,194	7,765	8,573	10,843	11,379
관계기업지분법손익	8,949	11,599	8,029	10,131	10,777
투자및기타자산처분손익	1,209	-701	-266	-124	-47
금융상품평가및기타금융이익	18	208	79	37	14
기타	-2,106	-1,002	907	774	947
법인세차감전이익	31,003	34,420	30,036	35,020	36,575
법인세비용	4,697	6,874	5,068	7,739	8,083
유효법인세율(%)	15.1%	20.0%	16.9%	22.1%	22.1%
당기순이익	26,306	27,546	24,969	27,281	28,492
지배주주지분손이익(억원)	26,306	27,546	24,969	27,281	28,492
EBITDA	37,768	41,481	35,775	39,133	40,374
현금순이익(Cash Earnings)	40,531	44,412	40,085	42,432	43,891
수정당기순이익	25,265	27,941	25,110	27,346	28,516
증감률(% YoY)					
매출액	5.1	6.4	2.9	4.6	4.1
영업이익	-8.5	4.6	-16.1	16.1	4.1
법인세차감전이익	-18.8	11.0	-12.7	16.6	4.4
당기순이익	-12.1	4.7	-9.4	9.3	4.4
지배주주지분 당기순이익	-12.1	4.7	-9.4	9.3	4.4
EBITDA	-3.4	9.8	-13.8	9.4	3.2
EPS	-12.1	4.7	-9.4	9.3	4.4

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	33,752	32,759	35,435	35,576	36,765
당기순이익	26,306	27,546	24,969	27,281	28,492
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	-1,807	-1,635	-1,594
자산처분손익	250	615	266	124	47
지분법손익	-8,949	-11,599	-8,029	-10,131	-10,777
영업활동자산부채 증감	-18,361	-22,323	1,155	1,199	1,575
기타	9,825	9,053	3,765	3,587	3,624
투자활동현금흐름	-56,138	-23,123	-12,915	-14,714	-31,695
투자자산의 처분	-11,146	-1,222	-2,022	-3,019	-2,743
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	-2,158	-1,398	-1,705
재무활동현금흐름	9,064	9,454	9,738	10,882	11,023
단기자입금의 증가	1,226	13,639	14,029	14,669	15,265
장기자입금의 증가	14,561	15,168	-3,612	-3,777	-3,930
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,041	-4,410	-4,410	-4,811	-5,212
기타	-2,683	-14,943	3,731	4,801	4,901
현금및현금성자산의순증가	-13,735	19,593	32,259	31,744	16,093
기초현금및현금성자산	24,785	11,049	30,642	62,901	94,645
기말현금및현금성자산	11,049	30,642	62,901	94,645	110,738
Gross Cash Flow	52,113	55,082	34,280	34,377	35,190
Op Free Cash Flow	-29,910	-9,464	23,196	24,231	8,658

주: IFRS 연결기준

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	183,908	209,122	246,499	286,719	310,725
현금및현금성자산	11,049	30,642	62,907	94,756	110,966
유동금융자산	59,502	55,292	56,875	59,468	61,884
매출채권및유동채권	34,705	34,550	35,540	37,160	38,669
재고자산	76,953	88,544	91,079	95,233	99,100
기타유동비금융자산	1,698	95	98	102	106
비유동자산	275,893	299,770	301,908	307,032	329,687
장기매출및기타비유동채권	2,860	4,362	4,487	4,691	4,882
투자자산	118,488	133,317	139,565	147,941	156,853
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	548,407	593,751	640,412
유동부채	145,795	162,469	181,075	202,656	224,795
매입채무및기타유동채무	106,720	110,310	113,469	118,643	123,461
단기자입금	15,124	28,763	42,792	57,461	72,725
유동성장기자입금	12,730	12,552	12,367	12,175	11,975
기타유동부채	11,220	10,845	12,446	14,377	16,634
비유동부채	71,966	80,629	80,980	82,273	83,516
장기매입채무및비유동채무	1,475	1,639	1,686	1,762	1,834
사채및장기자입금	35,319	39,370	35,942	32,358	28,628
기타비유동부채	35,171	39,620	43,352	48,153	53,054
부채총계	217,761	243,098	262,054	284,929	308,311
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	255,216	277,685	300,965
기타자본	-5,350	-5,863	-5,863	-5,863	-5,863
지배주주지분자본총계	242,040	265,794	286,353	308,822	332,102
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	242,040	265,794	286,353	308,822	332,102
순차입금	-7,377	-5,249	-28,680	-52,231	-59,522
총차입금	63,174	80,685	91,102	101,994	113,328

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	6,489	6,795	6,160	6,730	7,029
BPS	59,709	65,569	70,641	76,184	81,927
주당EBITDA	9,317	10,233	8,825	9,654	9,960
CFPS	9,999	10,956	9,889	10,468	10,827
DPS	1,100	1,100	1,200	1,300	1,400
주가배수(배)					
PER	8.1	5.8	6.0	5.5	5.3
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.5	3.7	3.6	2.7	2.5
PCFR	5.3	3.6	3.7	3.5	3.4
수익성(%)					
영업이익률	4.8	4.7	3.8	4.2	4.2
순이익률	5.3	5.2	4.6	4.8	4.8
EBITDA margin	7.6	7.9	6.6	6.9	6.8
총자산이익률(ROA)	6.0	5.7	4.7	4.8	4.6
자기자본이익률(ROE)	11.3	10.8	9.0	9.2	8.9
투자자본이익률(ROIC)	15.3	12.7	9.9	12.0	12.3
안정성(%)					
부채비율	90.0	91.5	91.5	92.3	92.8
순차입금비율	-3.0	-2.0	-10.0	-16.9	-17.9
이자보상배율(배)	26.4	17.7	7.6	8.2	7.7
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(7/18) 249,000원

목표주가 300,000원

2Q17 실적 전후로 현대모비스의 Trading 전략을 추천한다. 중국 사드 이슈로 현대차그룹 중국 출하가 부진한 탓에 현대모비스 실적에 악영향을 끼치고 있다. 하지만 단기적으로 현대차와 Valuation Gap이 축소되며 저평가가 부각되고 있는 구간이다. 중국 부진 완화에 베풀린 Trading 전략이 유효하다고 판단한다.

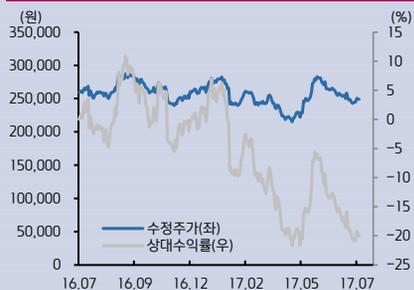
Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt	
시가총액	242,386억원	
52주 주가동향	최고가 288,000원	최저가 215,000원
최고/최저가 대비 등락	-13.54%	15.81%
주가수익률	절대	상대
1M	-5.3%	-7.8%
6M	-11.9%	-24.8%
1Y	-4.0%	-20.1%

Company Data

발행주식수	97,348천주
일평균 거래량(3M)	247천주
외국인 지분율	49.8%
배당수익률(17.E)	1.4%
BP (17.E)	317,855원
주요 주주	기아자동차(주) 30.2%
	국민연금공단 9.0%

Price Trend



다가오는 매수 시기

>>> 중국부진 완화에 베풀린 Trading 전략

현대모비스는 1H17 사드로 인한 현대차그룹 중국 부진 우려는 주가 상승을 제한했으나, 3Q17 현대차그룹 중국 출하 감소폭이 축소되는 시점을 전후로 주가 상승 탄력은 업종 내 높을 전망. 현대차와의 Valuation Gap 축소는 이를 방증. 친환경, 자율주행 기술 내재화, 고도화로 타 OE 수주 확대 가능성은 높아지고 있어 장기적으로 현대차 대비 주가 할증 가능

>>> 2Q17 영업이익 5,467억원 전망

2Q17 영업이익 5,467억원(-30.3% yoy, -18.2% qoq, OPM 6.3%), 컨센서스 6,115억원 10.6% 하회 전망. 부정적 환율과 현대차그룹 중국을 포함한 글로벌 출하 감소로 매출액은 모듈을 중심으로 감소하는 가운데, 중국 출하 부진, 위안화 약세로 모듈 마진(2.2%) 하락, 주요 환율 하락으로 A/S(22.0%) 마진 개선 제한 전망

>>> BUY, 목표주가 300,000원 유지

현대모비스에 대한 투자여건은 Buy, 목표가 300,000원 유지. 2017년~2018년 평균 예상 EPS 30,956원에 목표 PER 9.6배(현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증)을 감안해 산출. 중국 출하 부진 속도가 둔화되고 있는 현 시점에서 현대차와의 Valuation Gap 축소는 연말~연초 중국 출하 부진 완화와 A/S 성수기 진입으로 높아질 이익 가시성을 염두한 할증 재개 관점에서 배팅 가능

투자지표	IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
2017.06.30 기준						
매출액(억원)		360,197	382,617	366,215	374,866	405,444
영업이익(억원)		29,346	29,047	26,198	30,743	32,685
EBITDA(억원)	최고	34,760	35,510	32,204	36,359	37,937
세전이익(억원)	288,000원	42,127	1,000원	37,560	43,837	46,865
순이익(억원)	-4.51%	30,400	30,473	27,794	32,483	35,888
지배주주지분순이익(억원)		30,554	30,378	27,787	32,483	35,888
EPS(원)	절대	31,387	31,205	28,544	33,368	36,866
증감율(%YoY)	6.2%	-10.7	4.9%	-8.5	16.9	10.5
PER(배)	10.2%	7.9	5.6%	8.7	7.5	6.8
PBR(배)		0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)		5.8	5.9	5.7	4.3	3.5
영업이익률(%)		8.1	7.6	7.2	8.2	8.1
순이익률(%)	15.3%	8.4	7.9%	7.6	8.7	8.9
ROE(%)		12.4	11.2	9.3	10.0	10.1
순부채비율(%)		-14.0	-16.4	-23.3	-29.7	-33.1

현대모비스 2Q17 Preview: 영업이익은 5,467억원을 기록해 컨센서스 10.6% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	9,854.1	9,267.7	8,676.5	(12.0)	(6.4)	9,022.9	(3.8)
영업이익	784.7	668.7	546.7	(30.3)	(18.2)	611.5	(10.6)
세전이익	1,161.7	963.3	831.9	(28.4)	(13.6)	887.9	(6.3)
지배순이익	846.0	761.2	615.6	(27.2)	(19.1)	682.2	(9.8)
영업이익률	8.0	7.2	6.3	(1.7)	(0.9)	6.8	(0.5)
세전이익률	11.8	10.4	9.6	(2.2)	(0.8)	9.8	(0.3)
지배순이익률	8.6	8.2	7.1	(1.5)	(1.1)	7.6	(0.5)

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	38,121.4	42,105.0	36,621.5	37,486.6	(3.9)	(11.0)
영업이익	2,947.0	3,433.9	2,619.8	3,074.3	(11.1)	(10.5)
영업이익률(%)	7.7	8.2	7.2	8.2	(0.6)	0.0
EBITDA	3,547.6	3,995.5	3,220.4	3,635.9	(9.2)	(9.0)
EBITDA 이익률(%)	9.3	9.5	8.8	9.7	(0.5)	0.2
순이익	3,044.7	3,509.7	2,779.4	3,248.3	(8.7)	(7.4)

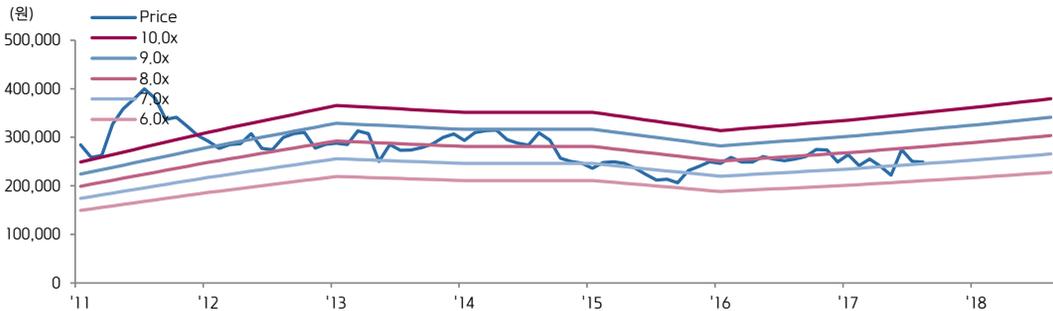
자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 목표주가 산출 내역

목표 PER	9.6 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0 배에 20% 할증
적용 EPS	30,956 원	(b), 2017년~2018년 평균 예상 EPS
목표 주가	300,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	249,000 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	20.5 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 PER Band



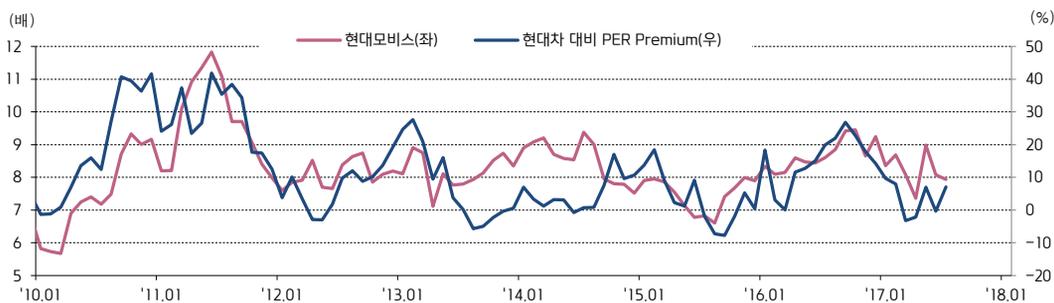
자료: Bloomberg, 키움증권

현대모비스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	9,339.5	9,854.1	8,778.1	10,290.1	9,267.7	8,676.5	9,009.2	9,668.1	36,621.5	37,486.6	40,544.4
>모듈	7,677.0	8,207.0	7,136.8	8,583.9	7,511.9	6,898.5	7,243.3	7,768.7	31,604.8	29,422.4	29,881.2
>A/S	1,662.5	1,647.1	1,641.2	1,736.2	1,755.8	1,778.0	1,766.0	1,899.4	6,686.9	7,199.2	7,605.4
영업이익	718.4	784.7	721.7	679.9	668.7	546.7	636.4	768.0	2,619.8	3,074.3	3,268.5
세전이익	1,100.7	1,161.7	959.2	889.6	963.3	831.9	893.8	1,067.0	3,756.0	4,383.7	4,686.5
순이익	795.2	848.8	705.8	697.4	761.9	615.6	661.4	740.5	2,779.4	3,248.3	3,588.8
영업이익률	7.7	8.0	8.2	6.6	7.2	6.3	7.1	7.9	7.2	8.2	8.1
세전이익률	11.8	11.8	10.9	8.6	10.4	9.6	9.9	11.0	10.3	11.7	11.6
순이익률	8.5	8.6	8.0	6.8	8.2	7.1	7.3	7.7	7.6	8.7	8.9
% yoy											
매출액	6.8	11.9	3.5	3.0	(0.8)	(12.0)	2.6	(6.0)	(4.3)	2.4	8.2
>모듈	6.4	13.7	3.6	2.2	(2.2)	(15.9)	1.5	(9.5)	6.4	(6.9)	1.6
>A/S	8.5	3.8	3.1	9.1	5.6	7.9	7.6	9.4	6.1	7.7	5.6
영업이익	2.2	13.0	7.7	(21.6)	(6.9)	(30.3)	(11.8)	13.0	(9.8)	17.3	6.3
세전이익	0.1	2.2	18.3	(23.7)	(12.5)	(28.4)	(6.8)	19.9	(8.6)	16.7	6.9
순이익	11.4	(1.1)	14.3	(18.0)	(4.2)	(27.5)	(6.3)	6.2	(8.8)	16.9	10.5
% qoq											
매출액	(6.5)	5.5	(10.9)	17.2	(9.9)	(6.4)	3.8	7.3			
>모듈	(8.6)	6.9	(13.0)	20.3	(12.5)	(8.2)	5.0	7.3			
>A/S	4.4	(0.9)	(0.4)	5.8	1.1	1.3	(0.7)	7.6			
영업이익	(17.2)	9.2	(8.0)	(5.8)	(1.6)	(18.2)	16.4	20.7			
세전이익	(5.5)	5.5	(17.4)	(7.3)	8.3	(13.6)	7.4	19.4			
순이익	(6.5)	6.7	(16.8)	(1.2)	9.2	(19.2)	7.4	12.0			
HMG 출하대수(천대)	1,812.8	2,035.6	1,769.8	2,259.5	1,749.3	1,769.4	1,763.5	1,982.9	7,265.0	7,880.0	8,235.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,129.4	1,145.0	1,150.0	1,144.7	1,150.0	1,150.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,242.8	1,300.0	1,350.0	1,280.6	1,350.0	1,350.0

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	366,215	374,866	405,444
매출원가	308,719	329,660	317,000	320,656	347,677
매출총이익	51,478	52,957	49,215	54,210	57,768
판매비및일반관리비	22,133	23,910	23,017	23,467	25,083
영업이익(보고)	29,346	29,047	26,198	30,743	32,685
영업이익률(%)	8.1%	7.6%	7.2%	8.2%	8.1%
영업외손익	12,781	12,065	11,361	13,094	14,180
이자수익	1,343	1,206	1,271	1,362	1,444
배당금수익	6	5	10	11	12
외환이익	3,994	4,186	3,532	4,546	4,993
이자비용	340	418	469	490	500
외환손실	5,860	3,688	3,308	4,194	4,595
관계기업지분법손익	13,043	10,900	10,853	12,147	12,945
투자및기타자산처분손익	256	-434	-175	-85	-33
금융상품평가및기타금융이익	34	77	23	2	0
기타	305	230	-376	-205	-85
법인세차감전이익	42,127	41,112	37,560	43,837	46,865
법인세비용	11,311	10,639	9,765	11,354	10,977
유효법인세율(%)	26.9%	25.9%	26.0%	25.9%	23.4%
당기순이익	30,400	30,473	27,794	32,483	35,888
지배주주지분손이익(억원)	30,554	30,378	27,787	32,483	35,888
EBITDA	34,760	35,510	32,204	36,359	37,937
현금순이익(Cash Earnings)	35,815	36,936	33,799	38,099	41,141
수정당기순이익	30,188	30,737	27,909	32,546	35,913
증감률(% YoY)					
매출액	2.5	6.2	-4.3	2.4	8.2
영업이익	-6.6	-1.0	-9.8	17.3	6.3
법인세차감전이익	-9.6	-2.4	-8.6	16.7	6.9
당기순이익	-10.4	0.2	-8.8	16.9	10.5
지배주주지분 당기순이익	-10.7	-0.6	-8.5	16.9	10.5
EBITDA	-4.5	2.2	-9.3	12.9	4.3
EPS	-10.7	-0.6	-8.5	16.9	10.5

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	36,946	28,542	28,530	29,898	31,302
당기순이익	30,400	30,473	27,794	32,483	35,888
감가상각비	4,750	5,774	5,407	5,064	4,743
무형자산상각비	664	689	598	552	510
외환손익	1,365	-450	-224	-352	-397
자산처분손익	161	481	175	85	33
지분법손익	-12,569	-10,900	-10,853	-12,147	-12,945
영업활동자산부채 증감	-2,125	-4,570	2,851	1,248	249
기타	14,298	7,045	2,781	2,964	3,222
투자활동현금흐름	-42,913	-29,609	2,097	-1,845	-14,499
투자자산의 처분	-1,709	-16,346	2,384	-1,437	-4,810
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	68	-80	-98
재무활동현금흐름	1,698	-3,363	-1,948	-426	1,257
단기차입금의 증가	-4,265	-5,139	-1,067	-1,093	-1,182
장기차입금의 증가	9,104	5,093	1,727	1,768	1,912
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,923	-3,317	-3,315	-3,599	-3,883
기타	-218	0	707	2,497	4,409
현금및현금성자산의순증가	-4,136	-4,486	28,679	27,626	18,060
기초현금및현금성자산	29,114	24,979	20,493	49,172	76,798
기말현금및현금성자산	24,979	20,493	49,172	76,798	94,858
Gross Cash Flow	39,070	33,112	25,678	28,649	31,053
Op Free Cash Flow	-16,582	10,141	28,360	29,839	20,685

주: IFRS 연결기준

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	159,248	182,631	204,360	235,652	266,669
현금및현금성자산	24,979	20,493	49,172	76,798	94,858
유동금융자산	43,185	59,275	56,734	58,074	62,812
매출채권및유동채권	65,462	74,562	71,365	73,051	79,010
재고자산	25,623	28,301	27,088	27,728	29,990
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	218,500	234,485	237,001	241,363	256,041
장기매출및기타비유동채권	863	1,012	969	992	1,073
투자자산	128,355	138,269	146,543	156,090	166,250
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	441,361	477,015	522,710
유동부채	82,906	88,334	83,955	84,708	90,183
매입채무및기타유동채무	57,421	65,457	62,651	64,131	69,362
단기차입금	15,649	14,534	13,467	12,374	11,192
유동성장기차입금	3,492	1,705	-6	-1,757	-3,650
기타유동부채	6,344	6,638	7,843	9,960	13,279
비유동부채	38,080	43,202	47,347	53,363	61,578
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	13,077	16,669	20,106	23,625	27,431
기타비유동부채	25,003	26,533	27,241	29,738	34,147
부채총계	120,986	131,536	131,302	138,071	151,761
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	299,688	328,580	360,593
기타자본	-9,645	-8,007	-8,007	-8,007	-8,007
지배주주지분자본총계	256,218	284,945	309,425	338,317	370,329
비지배주주지분자본총계	545	635	634	627	620
자본총계	256,762	285,580	310,059	338,944	370,949
순차입금	-35,945	-46,861	-72,339	-100,630	-122,696
총차입금	32,218	32,907	33,567	34,243	34,973

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	31,387	31,205	28,544	33,368	36,866
BPS	263,198	292,708	317,855	347,534	380,419
주당EBITDA	35,707	36,477	33,081	37,350	38,971
CFPS	36,791	37,942	34,720	39,137	42,262
DPS	3,500	3,500	3,800	4,100	4,400
주가배수(배)					
PER	7.9	8.5	8.7	7.5	6.8
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.8	5.9	5.7	4.3	3.5
PCFR	6.7	7.0	7.2	6.4	5.9
수익성(%)					
영업이익률	8.1	7.6	7.2	8.2	8.1
순이익률	8.4	8.0	7.6	8.7	8.9
EBITDA margin	9.7	9.3	8.8	9.7	9.4
총자산이익률(ROA)	7.9	7.7	6.5	7.1	7.2
자기자본이익률(ROE)	12.4	11.2	9.3	10.0	10.1
투자자본이익률(ROIC)	23.5	18.7	17.1	21.5	23.1
안정성(%)					
부채비율	47.1	46.1	42.3	40.7	40.9
순차입금비율	-14.0	-16.4	-23.3	-29.7	-33.1
이자보상배율(배)	86.2	69.5	55.9	62.8	65.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.6	5.5	5.0	5.2	5.3
재고자산회전율	14.5	14.2	13.2	13.7	14.0
매입채무회전율	6.4	6.2	5.7	5.9	6.1

현대위아 (011210)



## Outperform(Maintain)

주가(7/18) 67,400원

목표주가 70,000원

현대위아는 지속된 실적 부진으로 하락한 주가의 회복 시점을 포착하는 것이 가장 중요한 과제이다. 멕시코, 서산 가동 정상화와 현대차그룹 엔진공장 등 설비 교체에 따른 FA 매출 확대에 적정 마진에 대한 윤곽이 드러나는 2H17 이후 완만한 실적 회복이 기대된다. 실적 방향과 달리 최근 상승한 주가는 다소 부담스럽다.

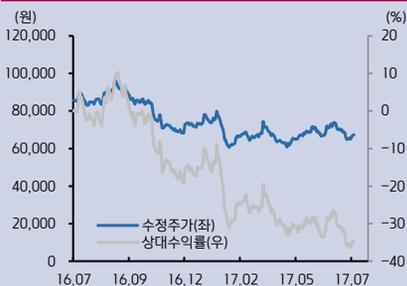
### Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	18,329억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	96,200원	60,600원	
최고/최저가 대비 등락	-29.94%	11.22%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.2%	-7.7%
	6M	-15.6%	-28.0%
	1Y	-21.4%	-34.5%

### Company Data

발행주식수	27,195천주
일평균 거래량(3M)	218천주
외국인 지분율	13.4%
배당수익률(17.E)	1.6%
BP (17.E)	123,141원
주요 주주	현대자동차(주) 40.7%
	국민연금공단 8.1%

### Price Trend



## 하반기 이후 완만한 회복 기대

### >>> 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 주목

### >>> 2Q17 영업이익 484억원 전망

2Q17 영업이익 484억원(-46.7% yoy, +12.3% qoq, OPM 2.5%), 컨센서스 484억원 0.4% 상회 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 지연되며 고정비 부담이 상반기 내내 지속. 기계도 부정적 환율 지속으로 회복 지연. 현대차그룹 엔진공장 리뉴얼에 따른 FA 매출 증가 예상되나 연 600억원 수준으로 순증하며 실적 개선 견인하기에 미미

### >>> Outperform, 목표주가 70,000원 유지

서산, 디젤 가동 정상화 지연, 멕시코 불확실성 확대. 기계 및 중국 엔진 회복 지연 부담. 목표가는 2017년 EPS, 목표 PER 9.6배(현대차 목표 PER과 현대차 대비 PER 할증률 평균) 적용해 목표주가 70,000원 산출. 중국 가동 회복과 멕시코, 서산 가동 정상화 시 적정 마진에 대한 윤곽이 드러나는 2H17 이후 실적 회복 가능

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	78,842	75,894	75,993	80,291	83,728
영업이익(억원)	5,009	2,627	2,214	3,132	3,626
EBITDA(억원)	6,835	4,826	4,257	5,080	5,485
세전이익(억원)	4,433	2,328	1,608	3,009	3,617
순이익(억원)	3,269	1,307	1,195	2,242	2,850
지배주주지분순이익(억원)	3,269	1,307	1,195	2,242	2,850
EPS(원)	12,020	4,807	4,392	8,243	10,480
증감율(%YoY)	-28.2	-60.0	-8.6	87.7	27.1
PER(배)	9.3	15.2	15.3	8.2	6.4
PBR(배)	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.0	5.1	5.1	3.7	3.3
영업이익률(%)	6.4	3.5	2.9	3.9	4.3
순이익률(%)	4.1	1.7	1.6	2.8	3.4
ROE(%)	10.9	4.1	3.6	6.5	7.8
순부채비율(%)	10.8	14.5	5.8	-3.5	-4.1

현대위아 2Q17 Preview: 영업이익은 484억원을 기록해 컨센서스 0.4% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,948.7	1,871.8	1,935.8	(0.7)	3.4	1,956.5	(1.1)
영업이익	90.8	43.1	48.4	(46.7)	12.3	48.2	0.4
세전이익	89.6	4.4	41.3	(53.9)	832.3	46.9	(12.0)
지배순이익	58.5	2.0	30.4	(48.1)	1,402.6	35.6	(14.8)
영업이익률	4.7	2.3	2.5	(2.2)	0.2	2.5	0.0
세전이익률	4.6	0.2	2.1	(2.5)	1.9	2.4	(0.3)
지배순이익률	3.0	0.1	1.6	(1.4)	1.5	1.8	(0.3)

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	7,781.8	8,292.7	7,599.3	8,029.1	(2.3)	(3.2)
영업이익	249.8	318.7	221.4	313.2	(11.4)	(1.7)
영업이익률(%)	3.2	3.8	2.9	3.9	(0.3)	0.1
EBITDA	454.1	513.5	425.7	508.0	(6.3)	(1.1)
EBITDA 이익률(%)	5.8	6.2	5.6	6.3	(0.2)	0.1
순이익	141.6	231.1	119.5	224.2	(15.7)	(3.0)

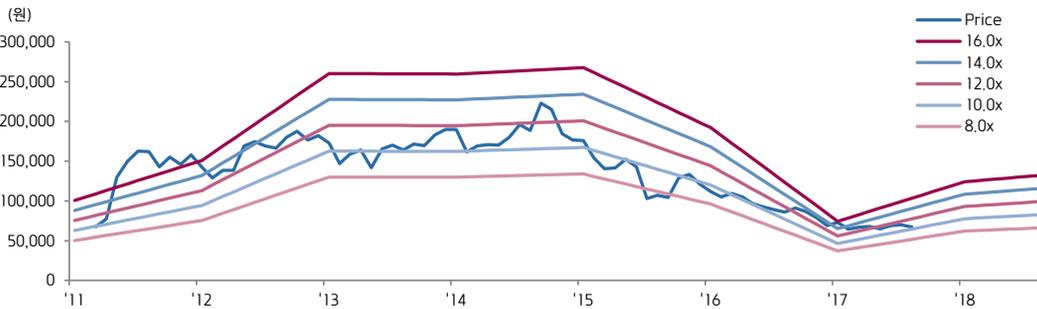
자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 목표주가 산출 내역

목표 PER	9.6 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증(모비스 할증을 평균)
적용 EPS	6,318 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	70,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	67,400 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	3.9 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자 의견	Outperform	투자 의견 유지

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대위아 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,838.7	1,948.7	1,743.9	2,058.1	1,871.8	1,935.8	1,783.2	2,008.5	7,599.3	8,029.1	8,372.8
>부품	1,524.4	1,602.4	1,491.2	1,814.8	1,610.4	1,643.4	1,545.1	1,773.4	6,432.8	6,572.3	6,956.1
>기계	314.3	346.2	252.8	243.3	261.5	292.3	238.1	235.1	1,156.7	1,027.0	1,073.0
영업이익	80.0	90.8	64.0	28.0	43.1	48.4	59.4	70.6	221.4	313.2	362.6
세전이익	66.8	89.6	25.6	50.7	4.4	41.3	50.9	64.1	160.8	300.9	361.7
순이익	48.7	58.5	0.7	22.9	2.0	30.4	37.4	49.7	119.5	224.2	285.0
영업이익률	4.4	4.7	3.7	1.4	2.3	2.5	3.3	3.5	2.9	3.9	4.3
세전이익률	3.6	4.6	1.5	2.5	0.2	2.1	2.9	3.2	2.1	3.7	4.3
순이익률	2.6	3.0	0.0	1.1	0.1	1.6	2.1	2.5	1.6	2.8	3.4
% yoy											
매출액	(7.6)	(2.7)	(3.9)	(0.9)	1.8	(0.7)	2.2	(2.4)	0.1	5.7	4.3
>부품	(7.8)	(5.5)	(2.9)	0.3	5.6	2.6	3.6	(2.3)	(3.9)	2.2	5.8
>기계	(6.3)	12.6	(9.7)	(8.8)	(16.8)	(15.6)	(5.8)	(3.4)	(2.8)	(11.2)	4.5
영업이익	(38.5)	(31.6)	(42.7)	(77.9)	(46.2)	(46.7)	(7.2)	152.5	(15.7)	41.5	15.7
세전이익	(52.8)	(43.0)	(80.4)	262.9	(93.4)	(53.9)	98.9	26.5	(30.9)	87.2	20.2
순이익	(54.4)	(51.0)	(99.2)	569.5	(95.8)	(48.1)	4,932.2	117.3	(8.6)	87.7	27.1
% qoq											
매출액	(11.4)	6.0	(10.5)	18.0	(9.1)	3.4	(7.9)	12.6			
>부품	(15.7)	5.1	(6.9)	21.7	(11.3)	2.1	(6.0)	14.8			
>기계	17.9	10.1	(27.0)	(3.7)	7.5	11.8	(18.6)	(1.2)			
영업이익	(36.7)	13.5	(29.6)	(56.3)	54.1	12.3	22.8	18.9			
세전이익	378.5	34.1	(71.4)	98.1	(91.3)	832.3	23.3	26.0			
순이익	1,325.6	20.2	(98.7)	2,972.9	(91.2)	1,402.6	23.3	32.7			

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	78,842	75,894	75,993	80,291	83,728
매출원가	70,431	70,127	70,720	73,923	76,707
매출총이익	8,411	5,767	5,273	6,367	7,021
판매비및일반관리비	3,402	3,140	3,060	3,235	3,395
영업이익(보고)	5,009	2,627	2,214	3,132	3,626
영업이익률(%)	6.4%	3.5%	2.9%	3.9%	4.3%
영업외손익	-576	-300	-606	-123	-8
이자수익	227	181	166	171	179
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	859	817	884	1,854	2,385
이자비용	399	453	544	650	755
외환손실	568	883	1,348	2,461	3,100
관계기업지분법손익	289	148	115	349	499
투자및기타자산처분손익	-7	18	7	4	1
금융상품평가및기타금융이익	-127	-77	-35	-13	-5
기타	-848	-50	148	624	785
법인세차감전이익	4,433	2,328	1,608	3,009	3,617
법인세비용	1,165	1,020	413	767	767
유효법인세율(%)	26.3%	43.8%	25.7%	25.5%	21.2%
당기순이익	3,269	1,307	1,195	2,242	2,850
지배주주지분순이익(억원)	3,269	1,307	1,195	2,242	2,850
EBITDA	6,835	4,826	4,257	5,080	5,485
현금순이익(Cash Earnings)	5,095	3,506	3,238	4,189	4,710
수정당기순이익	3,368	1,341	1,216	2,249	2,853
증감률(% YoY)					
매출액	3.8	-3.7	0.1	5.7	4.3
영업이익	-4.7	-47.6	-15.7	41.5	15.7
법인세차감전이익	-24.3	-47.5	-30.9	87.2	20.2
당기순이익	-25.6	-60.0	-8.6	87.7	27.1
지배주주지분 당기순이익	-24.8	-60.0	-8.6	87.7	27.1
EBITDA	1.5	-29.4	-11.8	19.3	8.0
EPS	-28.2	-60.0	-8.6	87.7	27.1

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,289	3,550	3,127	3,429	3,889
당기순이익	3,269	1,307	1,195	2,242	2,850
감가상각비	1,472	1,761	1,648	1,541	1,441
무형자산상각비	354	437	396	407	418
외환손익	-41	-65	464	607	714
자산처분손익	143	168	-7	-4	-1
지분법손익	-203	-148	-115	-349	-499
영업활동자산부채 증감	790	561	-19	-440	-353
기타	506	-471	-433	-575	-681
투자활동현금흐름	-8,757	-4,700	-452	-907	-4,132
투자자산의 처분	-2,328	-299	-3	-428	-344
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	16	-1	-1
재무활동현금흐름	3,437	3,310	3,941	4,330	4,480
단기차입금의 증가	-1,861	-1,550	0	0	0
장기차입금의 증가	5,510	5,177	3,852	4,070	4,244
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-212	-292	-292	-305	-332
기타	0	-25	381	565	567
현금및현금성자산의순증가	1,010	2,147	6,616	6,853	4,237
기초현금및현금성자산	4,835	5,845	7,993	14,609	21,461
기말현금및현금성자산	5,845	7,993	14,609	21,461	25,698
Gross Cash Flow	5,499	2,989	3,146	3,869	4,242
Op Free Cash Flow	-133	-608	3,237	3,405	468

주: IFRS 연결기준

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	36,233	37,433	44,088	52,607	58,178
현금및현금성자산	5,845	7,993	14,609	21,461	25,698
유동금융자산	6,519	6,915	6,924	7,315	7,628
매출채권및유동채권	16,069	14,810	14,830	15,668	16,339
재고자산	7,799	7,716	7,726	8,163	8,512
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	30,598	32,787	31,279	30,189	32,633
장기매출및기타비유동채권	349	388	389	411	428
투자자산	4,498	4,440	4,525	4,882	5,380
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	75,367	82,796	90,811
유동부채	18,431	16,989	17,005	17,867	18,557
매입채무및기타유동채무	15,679	14,965	14,984	15,832	16,510
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	1,543	1,549	1,555	1,562	1,568
기타유동부채	1,209	475	466	474	479
비유동부채	16,768	20,646	24,873	29,504	34,311
장기매입채무및비유동채무	47	42	42	45	47
사채및장기차입금	14,222	18,067	21,913	25,977	30,214
기타비유동부채	2,499	2,537	2,918	3,483	4,050
부채총계	35,199	37,635	41,879	47,372	52,868
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	27,798	29,734	32,252
기타자본	-565	-660	-660	-660	-660
지배주주지분자본총계	31,632	32,586	33,488	35,425	37,943
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	31,632	32,586	33,488	35,425	37,943
순차입금	3,401	4,709	1,936	-1,238	-1,544
총차입금	15,766	19,616	23,468	27,538	31,783

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	12,020	4,807	4,392	8,243	10,480
BPS	116,315	119,823	123,141	130,261	139,520
주당EBITDA	25,135	17,745	15,654	18,680	20,169
CFPS	18,734	12,891	11,905	15,405	17,318
DPS	1,100	1,100	1,150	1,250	1,350
주가배수(배)					
PER	9.3	15.2	15.3	8.2	6.4
PBR	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.0	5.1	5.1	3.7	3.3
PCFR	6.0	5.7	5.7	4.4	3.9
수익성(%)					
영업이익률	6.4	3.5	2.9	3.9	4.3
순이익률	4.1	1.7	1.6	2.8	3.4
EBITDA margin	8.7	6.4	5.6	6.3	6.6
총자산이익률(ROA)	5.2	1.9	1.6	2.8	3.3
자기자본이익률(ROE)	10.9	4.1	3.6	6.5	7.8
투자자본이익률(ROIC)	11.7	4.3	4.9	7.1	8.1
안정성(%)					
부채비율	111.3	115.5	125.1	133.7	139.3
순차입금비율	10.8	14.5	5.8	-3.5	-4.1
이자보상배율(배)	12.5	5.8	4.1	4.8	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.9	5.1	5.3	5.2
재고자산회전율	10.9	9.8	9.8	10.1	10.0
매입채무회전율	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2

한온시스템 (018880)



## BUY(Maintain)

주가(7/18) 10,350원

목표주가 14,000원

최근 중국 친환경차 크레딧 도입에 따른 전기차 확대 기대감으로 관련 부품주의 주가 상승이 뚜렷하다. 한온시스템의 경우 관련 업체 중 높은 경쟁력을 보유하고 있어 Premium이 합당하다. 다만 2Q17 현대차 그룹 출하 부진의 영향으로 전년동기 일회성 비용에 대한 기저효과를 누리지 못할 전망이다.

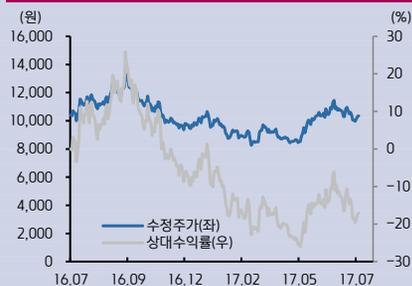
### Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	55,248억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	13,350원	8,250원	
최고/최저가 대비 등락	-22.47%	25.45%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.4%	-10.8%
	6M	2.0%	-13.0%
	1Y	-0.5%	-17.1%

### Company Data

발행주식수	533,800천주
일평균 거래량(3M)	1,174천주
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(17.E)	2.2%
BP (17.E)	3,841원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 70.0%
	국민연금공단 5.0%

### Price Trend



## 피하지 못한 중국 부진 영향

### >>> 친환경차 핵심부품 E-Comp 2위 업체

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 턴어라운드 가시화되고 있는 점은 긍정 요인

### >>> 2Q17 영업이익 957억원 전망

2Q17 영업이익 957억원(+0.7% yoy, -24.8% qoq, OPM 6.7%), 컨센서스 1,027억원 6.8% 하회 전망. 유럽 턴어라운드 효과 가시화, 전사 비용 절감 노력 영향에도 이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 부진, 중국 내 완성차 경쟁 심화로 인한 부품사 마진 하락 압력 등 경영 환경이 불리해졌음에 기인. 이에 전년동기 일회성 비용에 대한 기저효과를 충분히 누리지 못할 전망

### >>> 투자의견 Buy, TP 14,000원 유지

한온시스템에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원 유지. 최근 중국 친환경차 크레딧 도입에 따른 전기차 확대 기대감으로 주가 상승이 뚜렷. 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

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	55,581	57,037	57,531	63,642	68,643
영업이익(억원)	3,596	4,225	4,650	5,436	5,915
EBITDA(억원)	5,334	6,087	6,291	6,948	7,305
세전이익(억원)	3,457	4,157	4,568	5,682	6,193
순이익(억원)	2,434	3,038	3,449	4,563	5,074
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,394	4,517	5,023
EPS(원)	432	547	636	846	941
증감율(%YoY)	-16.3	26.7	16.2	33.1	11.2
PER(배)	24.0	18.8	16.3	12.2	11.0
PBR(배)	3.2	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	10.9	9.7	8.7	7.3	6.6
영업이익률(%)	6.5	7.4	8.1	8.5	8.6
순이익률(%)	4.4	5.3	6.0	7.2	7.4
ROE(%)	14.0	16.5	17.3	20.0	19.3
순부채비율(%)	-3.3	10.6	-5.1	-19.6	-25.1

한온시스템 2Q17 Preview: 영업이익은 957억원을 기록해 컨센서스 6.8% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,490.8	1,449.0	1,421.6	(4.6)	(1.9)	1,442.7	(1.5)
영업이익	95.0	127.2	95.7	0.7	(24.8)	102.7	(6.8)
세전이익	88.1	103.2	100.9	14.5	(2.3)	99.9	1.0
지배순이익	60.1	71.4	73.7	22.7	3.3	68.2	8.2
영업이익률	6.4	8.8	6.7	0.4	(2.0)	7.1	(0.4)
세전이익률	5.9	7.1	7.1	1.2	(0.0)	6.9	0.2
지배순이익률	4.0	4.9	5.2	1.2	0.3	4.7	0.5

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,796.2	6,388.8	5,753.1	6,364.2	(0.7)	(0.4)
영업이익	490.2	555.0	465.0	543.6	(5.1)	(2.1)
영업이익률(%)	8.5	8.7	8.1	8.5	(0.4)	(0.1)
EBITDA	654.3	706.2	629.1	694.8	(3.9)	(1.6)
EBITDA 이익률(%)	11.3	11.1	10.9	10.9	(0.4)	(0.1)
순이익	370.4	467.9	344.9	456.3	(6.9)	(2.5)

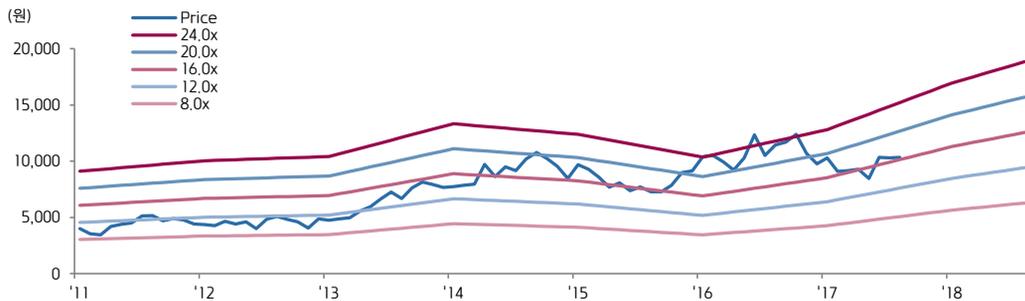
자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

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	10,350 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	35.3 %	2017년 7월 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	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,501.7	1,449.0	1,421.6	1,326.1	1,556.4	5,753.1	6,364.2	6,864.3
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,096.3	1,013.2	978.7	960.1	1,129.8	4,081.7	4,367.0	4,547.7
>미주	252.3	276.1	269.7	253.0	278.6	289.9	288.6	273.2	1,130.4	1,209.5	1,294.2
>유럽	656.2	678.0	512.7	650.0	670.6	705.2	590.6	700.7	2,667.1	2,913.9	3,148.5
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(497.6)	(513.4)	(552.2)	(513.2)	(547.3)	(2,126.2)	(2,126.2)	(2,126.2)
영업이익	104.8	95.0	106.7	116.0	127.2	95.7	104.7	137.5	465.0	543.6	591.5
세전이익	104.2	88.1	101.8	121.6	103.2	100.9	109.3	143.4	456.8	568.2	619.3
순이익	72.3	63.9	73.6	93.9	74.2	73.7	79.9	117.1	344.9	456.3	507.4
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	6.7	7.9	8.8	8.1	8.5	8.6
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	7.1	8.2	9.2	7.9	8.9	9.0
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	5.2	6.0	7.5	6.0	7.2	7.4
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	2.8	1.5	(4.6)	3.4	3.6	0.9	10.6	7.9
>아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	(1.0)	(5.8)	(0.7)	3.1	(1.1)	7.0	4.1
>미주	4.5	13.8	5.1	8.6	10.4	5.0	7.0	8.0	7.5	7.0	7.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	10.6	2.2	4.0	15.2	7.8	6.8	9.3	8.1
>조정	12.6	12.3	1.8	11.0	1.8	10.0	10.0	10.0	7.9	0.0	0.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	(3.8)	21.3	0.7	(1.8)	18.5	10.1	16.9	8.8
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	21.4	(0.9)	14.5	7.4	17.9	9.9	24.4	9.0
순이익	19.6	(1.8)	63.1	29.2	2.6	15.3	8.6	24.7	13.6	32.3	11.2
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.0	(3.5)	(1.9)	(6.7)	17.4			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	13.3	(7.6)	(3.4)	(1.9)	17.7			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(6.2)	10.1	4.1	(0.5)	(5.3)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	26.8	3.2	5.1	(16.2)	18.6			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	6.6	3.2	7.6	(7.1)	6.6			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	8.8	9.6	(24.8)	9.4	31.3			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	19.4	(15.1)	(2.3)	8.4	31.1			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	27.6	(21.0)	(0.7)	8.4	46.5			

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	57,531	63,642	68,643
매출원가	46,970	48,048	47,981	52,634	56,736
매출총이익	8,611	8,989	9,550	11,009	11,907
판매비및일반관리비	5,015	4,763	4,900	5,573	5,993
영업이익(보고)	3,596	4,225	4,650	5,436	5,915
영업이익률(%)	6.5%	7.4%	8.1%	8.5%	8.6%
영업외손익	-139	-69	-82	246	279
이자수익	73	56	52	21	23
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	901	1,157	1,260	1,593	1,834
이자비용	135	209	183	143	127
외환손실	1,007	1,188	1,509	1,831	2,096
관계기업지분법손익	126	90	98	109	117
투자및기타자산처분손익	-16	-5	-214	-58	-19
금융상품평가및기타금융이익	-99	16	91	22	7
기타	19	15	324	533	539
법인세차감전이익	3,457	4,157	4,568	5,682	6,193
법인세비용	1,023	1,119	1,119	1,119	1,119
유효법인세율(%)	29.6%	26.9%	24.5%	19.7%	18.1%
당기순이익	2,434	3,038	3,449	4,563	5,074
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,394	4,517	5,023
EBITDA	5,334	6,087	6,291	6,948	7,305
현금순이익(Cash Earnings)	4,173	4,899	5,090	6,075	6,465
수정당기순이익	2,515	3,030	3,542	4,590	5,083
증감률(% YoY)					
매출액	1.9	2.6	0.9	10.6	7.9
영업이익	-2.9	17.5	10.1	16.9	8.8
법인세차감전이익	-6.8	20.2	9.9	24.4	9.0
당기순이익	-16.2	24.8	13.6	32.3	11.2
지배주주지분 당기순이익	-16.3	26.7	16.2	33.1	11.2
EBITDA	-0.4	14.1	3.3	10.5	5.1
EPS	-16.3	26.7	16.2	33.1	11.2

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,475	3,892	5,217	5,514	5,965
당기순이익	2,434	3,038	3,449	4,563	5,074
감가상각비	1,698	1,758	1,530	1,331	1,158
무형자산상각비	41	104	111	181	232
외환손익	64	-76	249	238	261
자산처분손익	170	104	214	58	19
지분법손익	-126	-90	-98	-109	-117
영업활동자산부채 증감	-596	-2,049	-46	-574	-470
기타	790	1,103	-191	-174	-193
투자활동현금흐름	-2,559	-4,519	-1,265	-1,068	-2,907
투자자산의 처분	-40	-147	-67	-84	-40
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	-185	-156	-190
재무활동현금흐름	-1,118	483	-1,424	-1,342	-1,448
단기차입금의 증가	-28	-469	-334	-369	-398
장기차입금의 증가	-11	2,948	-212	-235	-253
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,228	-1,335
기타	0	37	323	490	538
현금및현금성자산의순증가	658	-220	2,527	3,104	1,610
기초현금및현금성자산	3,813	4,471	4,252	6,779	9,882
기말현금및현금성자산	4,471	4,252	6,779	9,882	11,492
Gross Cash Flow	5,072	5,941	5,263	6,088	6,435
Op Free Cash Flow	1,015	-448	4,106	4,229	2,726

주: IFRS 연결기준

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	24,186	29,139	32,262
현금및현금성자산	4,471	4,252	6,779	9,882	11,492
유동금융자산	128	203	205	227	245
매출채권및유동채권	11,514	11,862	11,965	13,236	14,276
재고자산	3,822	4,297	4,334	4,795	5,172
기타유동비금융자산	0	896	903	999	1,078
비유동자산	14,658	17,088	16,538	16,075	17,616
장기매출및기타비유동채권	116	146	147	163	176
투자자산	906	987	1,028	1,077	1,129
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	40,725	45,214	49,879
유동부채	14,309	14,634	14,401	15,274	15,893
매입채무및기타유동채무	10,320	10,435	10,525	11,644	12,558
단기차입금	3,365	3,034	2,700	2,331	1,932
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	624	1,165	1,175	1,300	1,402
비유동부채	2,290	5,114	5,227	5,507	5,814
장기매입채무및비유동채무	258	240	242	268	289
사채및장기차입금	646	3,428	3,216	2,981	2,728
기타비유동부채	1,386	1,446	1,768	2,258	2,796
부채총계	16,599	19,748	19,627	20,782	21,706
자본금	534	534	534	534	534
주식발행초과금	481	481	481	481	481
이익잉여금	18,296	19,366	21,595	24,919	28,641
기타자본	-1,864	-2,104	-2,104	-2,104	-2,104
지배주주지분자본총계	17,447	18,276	20,505	23,829	27,551
비지배주주지분자본총계	547	573	592	603	621
자본총계	17,994	18,849	21,097	24,433	28,172
순차입금	-588	2,007	-1,068	-4,797	-7,077
총차입금	4,011	6,462	5,916	5,312	4,660

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	432	547	636	846	941
BPS	3,268	3,424	3,841	4,464	5,161
주당EBITDA	999	1,140	1,179	1,302	1,368
CFPS	782	918	954	1,138	1,211
DPS	970	225	230	250	260
주가배수(배)					
PER	24.0	18.8	16.3	12.2	11.0
PBR	3.2	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.9	9.7	8.7	7.3	6.6
PCFR	13.3	11.2	10.9	9.1	8.5
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	8.1	8.5	8.6
순이익률	4.4	5.3	6.0	7.2	7.4
EBITDA margin	9.6	10.7	10.9	10.9	10.6
총자산이익률(ROA)	7.3	8.3	8.7	10.6	10.7
자기자본이익률(ROE)	14.0	16.5	17.3	20.0	19.3
투자자본이익률(ROIC)	16.4	18.0	19.3	23.0	23.9
안정성(%)					
부채비율	92.2	104.8	93.0	85.1	77.0
순차입금비율	-3.3	10.6	-5.1	-19.6	-25.1
이자보상배율(배)	26.7	20.3	25.3	38.0	46.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.9	4.9	4.8	5.1	5.0
재고자산회전율	14.7	14.0	13.3	13.9	13.8
매입채무회전율	5.6	5.5	5.5	5.7	5.7

S&T모티브 (064960)



BUY(Maintain)

주가(7/18) 52,900원

목표주가 59,000원

S&T모티브는 과거대비 축소된 방산 이익 비중과 이익 기저효과를 제거하고 성장의 속도가 과거대비 둔화되었다는 점 때문에 추가적인 주가 할증이 쉽지 않을 전망이다. 현 주가는 전기차 확대 및 배당확대 기대감, 방산 불확실성 일부 완화, 일화성 추징금 환입에 따른 이익 회복에 근거한 반등. 추가적인 주가 상승을 위해서는 이익의 성장 속도가 관건이 될 것으로 판단한다.

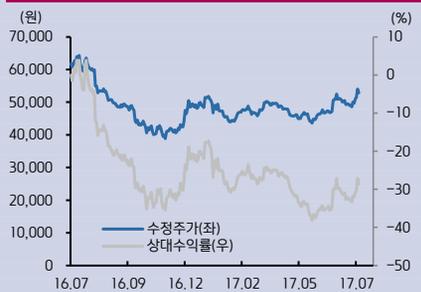
Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	7,736억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	64,300원	38,850원	
최고/최저가 대비 등락	-17.73%	36.16%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	4.5%	1.8%
	6M	7.0%	-8.7%
	1Y	-14.4%	-28.7%

Company Data

발행주식수	14,623천주	
일평균 거래량(3M)	84천주	
외국인 지분율	13.7%	
배당수익률(17.E)	2.1%	
BPS (17.E)	49,552원	
주요 주주	S&T홀딩스	37.2%
	국민연금공단	12.9%
	KB자산운용	12.3%

Price Trend



원/달러 상승 시 이익 증가 뚜렷

>>> 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 할증을 위해서는 이익 회복이 아닌 성장 속도가 관건

>>> 2Q17 영업이익 241억원 전망

2Q17 영업이익 241억원(+22.7% yoy, -12.5% qoq, OPM 8.5%), 컨센서스 266억원 9.2% 하회 전망. 원/달러 하락에 따른 S&TC과 본사 매출 50% 이상인 직수출 수익성 악화로 관련 실적 부진하나 본업 수익성은 높은 수준 유지 전망. 세무조사 추징금 일부 환급 판결로 영업외이익은 일시적으로 개선될 전망(97억원)

>>> 투자의견 Buy, TP 59,000원 유지

S&T모티브에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 59,000원 유지. 방산 불확실성 일부 완화(소총 설계에 대한 지적 재산권 인정), 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	11,462	12,774	14,144
영업이익(억원)	1,231	716	986	1,089	1,204
EBITDA(억원)	1,490	973	1,231	1,330	1,444
세전이익(억원)	1,327	603	847	1,026	1,140
순이익(억원)	974	343	625	757	841
지배주주지분순이익(억원)	856	336	563	659	732
EPS(원)	5,852	2,295	3,849	4,505	5,006
증감율(%YoY)	39.4	-60.8	67.7	17.0	11.1
PER(배)	14.7	21.3	13.7	11.7	10.6
PBR(배)	1.9	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.5	5.5	4.3	5.7	5.1
영업이익률(%)	10.2	6.2	8.6	8.5	8.5
핵심영업이익률(%)	8.0	3.0	5.5	5.9	5.9
ROE(%)	13.6	4.4	7.7	8.7	9.0
순부채비율(%)	-18.5	-24.8	-32.0	-6.5	-8.1

S&T모티브 2Q17 Preview: 영업이익은 241억원을 기록해 컨센서스 9.2% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	275.9	288.7	285.1	3.3	(1.3)	296.7	(3.9)
영업이익	19.6	27.5	24.1	22.7	(12.5)	26.6	(9.2)
세전이익	21.6	3.2	33.5	55.4	939.6	27.7	20.9
지배순이익	12.9	4.0	24.7	92.2	522.7	22.5	10.0
영업이익률	7.1	9.5	8.5	1.3	(1.1)	9.0	(0.5)
세전이익률	7.8	1.1	11.8	3.9	10.6	9.3	2.4
지배순이익률	4.7	1.4	8.7	4.0	7.3	7.6	1.1

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	1,191.3	1,366.0	1,146.2	1,277.4	(3.8)	(6.5)
영업이익	103.3	118.3	98.6	108.9	(4.5)	(7.9)
영업이익률(%)	8.7	8.7	8.6	8.5	(0.1)	(0.1)
EBITDA	127.8	142.4	123.1	133.0	(3.6)	(6.6)
EBITDA 이익률(%)	10.7	10.4	10.7	10.4	0.0	(0.0)
순이익	58.7	81.4	62.5	75.7	6.5	(7.0)

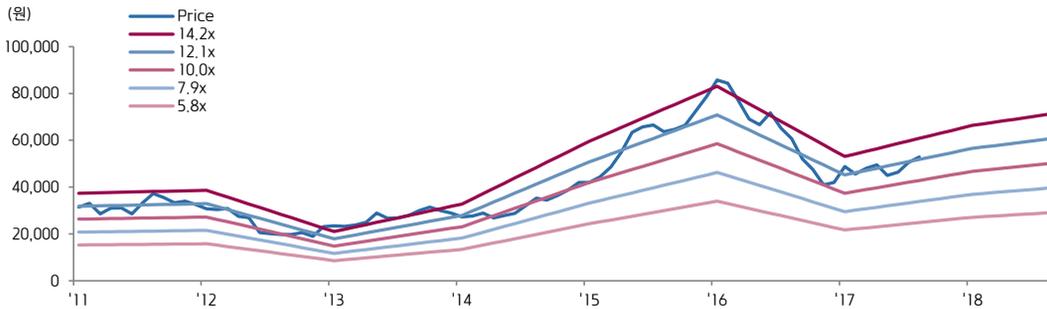
자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.1 배	(a), 방산실적 안정기 PER band(7.9~12.1 배) 상단
적용 EPS	4,505 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	59,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지 (변동률 낮아 유지)
전일 증가	52,900 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	11.5 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

## S&amp;T모티브 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	285.2	275.9	276.4	316.4	288.7	285.1	272.9	299.4	1,146.2	1,277.4	1,414.4
>차량부품	207.9	197.1	196.8	221.6	225.7	229.2	220.3	237.5	823.4	912.7	1,046.6
>산업설비	66.7	65.4	61.3	60.6	51.0	49.3	46.2	45.6	254.1	192.1	198.2
>방산기타	28.8	26.6	35.4	47.0	32.6	27.1	26.0	37.8	137.7	123.6	124.4
>조정	(18.2)	(13.3)	(17.2)	(12.7)	(20.7)	(20.5)	(19.6)	(21.5)	(61.4)	(82.2)	(91.7)
영업이익	26.5	19.6	24.5	1.0	27.5	24.1	22.5	24.5	98.6	108.9	120.4
세전이익	26.7	21.6	6.6	5.4	3.2	33.5	22.2	25.7	84.7	102.6	114.0
순이익	20.1	14.9	5.4	(6.0)	2.3	24.7	16.4	19.0	62.5	75.7	84.1
영업이익률	9.3	7.1	8.9	0.3	9.5	8.5	8.2	8.2	8.6	8.5	8.5
세전이익률	9.4	7.8	2.4	1.7	1.1	11.8	8.1	8.6	7.4	8.0	8.1
순이익률	7.0	5.4	2.0	(1.9)	0.8	8.7	6.0	6.3	5.5	5.9	5.9
% yoy											
매출액	1.3	(11.9)	(2.6)	(4.8)	1.2	3.3	(1.2)	(5.4)	(0.7)	11.5	10.7
>차량부품	3.4	(12.9)	(5.9)	5.5	8.6	16.3	11.9	7.2	(2.7)	10.8	14.7
>산업설비	3.9	0.7	(6.3)	(7.3)	(23.6)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(2.3)	(24.4)	3.2
>방산기타	(26.9)	(44.6)	22.6	(42.6)	13.4	1.8	(26.4)	(19.5)	(30.4)	(10.3)	0.7
>조정	(21.9)	(48.8)	(13.8)	(49.0)	13.6	53.7	14.2	68.9	(34.8)	33.9	11.6
영업이익	1.4	(43.2)	(15.7)	(97.1)	4.0	22.7	(8.5)	2,410.3	37.6	10.5	10.6
세전이익	4.3	(45.9)	(83.2)	(80.6)	(87.9)	55.4	237.1	376.1	40.5	21.1	11.1
순이익	7.1	(48.5)	(81.0)	(128.3)	(88.3)	66.0	203.7	(416.2)	81.9	21.2	11.1
% qoq											
매출액	(14.1)	(3.3)	0.2	14.5	(8.7)	(1.3)	(4.3)	9.7			
>차량부품	(1.0)	(5.2)	(0.2)	12.6	1.9	1.5	(3.9)	7.8			
>산업설비	2.1	(2.0)	(6.3)	(1.3)	(15.7)	(3.4)	(6.3)	(1.3)			
>방산기타	(64.8)	(7.5)	32.9	32.8	(30.5)	(17.0)	(4.0)	45.4			
>조정	(27.1)	(26.8)	28.9	(25.8)	62.3	(0.9)	(4.3)	9.7			
영업이익	(20.4)	(25.9)	25.0	(96.0)	2,722.7	(12.5)	(6.8)	9.1			
세전이익	(3.9)	(19.3)	(69.4)	(18.0)	(40.4)	939.6	(33.7)	15.8			
순이익	(5.6)	(25.7)	(63.7)	(211.2)	(139.1)	953.9	(33.7)	15.8			

자료: S&amp;T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,105	11,538	11,462	12,774	14,144
매출원가	9,912	9,784	9,406	10,460	11,628
매출총이익	2,193	1,754	2,056	2,314	2,515
판매비및일반관리비	962	1,038	1,070	1,225	1,311
영업이익(보고)	1,231	716	986	1,089	1,204
영업이익률(%)	10.2%	6.2%	8.6%	8.5%	8.5%
영업외손익	96	-114	-139	-63	-64
이자수익	14	14	10	10	11
배당금수익	3	0	0	0	0
외환이익	272	405	4,227	6,854	8,763
이자비용	4	0	1	0	0
외환손실	160	302	5,752	9,081	11,581
관계기업지분법손익	-5	-3	1	1	1
투자및기타자산처분손익	29	6	-12	-4	-1
금융상품평가및기타금융이익	-39	-2	13	8	4
기타	-13	-232	1,376	2,149	2,739
법인세차감전이익	1,327	603	847	1,026	1,140
법인세비용	353	260	222	269	299
유효법인세율(%)	26.6%	43.0%	26.2%	26.2%	26.2%
당기순이익	974	343	625	757	841
지배주주지분순이익(억원)	856	336	563	659	732
EBITDA	1,490	973	1,231	1,330	1,444
현금순이익(Cash Earnings)	1,233	600	870	998	1,081
수정당기순이익	982	341	624	754	840
증감률(% YoY)					
매출액	10.1	-4.7	-0.7	11.5	10.7
영업이익	78.4	-41.8	37.6	10.5	10.6
법인세차감전이익	79.8	-54.6	40.5	21.1	11.1
당기순이익	53.3	-64.7	81.9	21.2	11.1
지배주주지분 당기순이익	39.4	-60.8	67.7	17.0	11.1
EBITDA	61.6	-34.7	26.5	8.1	8.5
EPS	39.4	-60.8	67.7	17.0	11.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	705	1,061	891	820	892
당기순이익	974	343	625	757	841
감가상각비	240	235	225	214	205
무형자산상각비	19	21	20	27	35
외환손익	-27	-87	1,525	2,227	2,817
자산처분손익	33	58	12	4	1
지분법손익	5	3	-1	-1	-1
영업활동자산부채 증감	-733	433	11	-182	-189
기타	194	55	-1,525	-2,227	-2,817
투자활동현금흐름	-124	-354	-80	-2,909	-696
투자자산의 처분	38	-14	-6	-10	-8
유형자산의 처분	128	120	0	0	0
유형자산의 취득	-264	-395	0	0	-271
무형자산의 처분	-28	-54	-68	-89	-115
기타	2	-11	-6	-2,810	-301
재무활동현금흐름	-100	-171	-89	-5	-2
단기차입금의 증가	0	0	-1	-1	-1
장기차입금의 증가	-253	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-128	-162	-142	-149	-164
기타	281	-8	54	145	162
현금및현금성자산의순증가	482	541	723	-2,095	194
기초현금및현금성자산	934	1,415	1,956	2,679	585
기말현금및현금성자산	1,415	1,956	2,679	585	778
Gross Cash Flow	1,437	628	881	1,001	1,081
Op Free Cash Flow	138	648	935	796	576

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,454	7,163	7,852	6,350	7,162
현금및현금성자산	1,415	1,956	2,679	585	778
유동금융자산	8	3	3	4	4
매출채권및유동채권	3,527	3,782	3,757	4,188	4,637
재고자산	1,487	1,421	1,412	1,574	1,742
기타유동비금융자산	17	0	0	0	0
비유동자산	5,274	5,318	5,141	7,816	8,282
장기매출및기타비유동채권	52	89	88	98	109
투자자산	102	115	116	122	129
유형자산	4,992	4,954	4,729	4,515	4,581
무형자산	128	161	208	270	351
기타비유동자산	0	0	0	2,810	3,112
자산총계	11,728	12,482	12,993	14,166	15,443
유동부채	3,036	3,686	3,661	4,079	4,516
매입채무및기타유동채무	2,760	3,053	3,033	3,380	3,743
단기차입금	3	3	2	2	1
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	273	630	626	697	772
비유동부채	1,002	908	962	1,108	1,272
장기매입채무및비유동채무	17	14	14	15	17
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	985	894	948	1,093	1,255
부채총계	4,039	4,594	4,623	5,188	5,787
자본금	731	731	731	731	731
주식발행초과금	234	234	234	234	234
이익잉여금	5,092	5,313	5,753	6,283	6,873
기타자본	542	527	527	527	527
지배주주지분자본총계	6,599	6,806	7,246	7,776	8,366
비지배주주지분자본총계	1,089	1,082	1,124	1,203	1,290
자본총계	7,689	7,888	8,370	8,978	9,656
순차입금	-1,420	-1,956	-2,680	-587	-782
총차입금	3	3	2	2	1

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,852	2,295	3,849	4,505	5,006
BPS	45,130	46,542	49,552	53,173	57,210
주당EBITDA	10,190	6,655	8,419	9,098	9,873
CFPS	8,430	4,104	5,948	6,827	7,391
DPS	1,000	1,000	1,050	1,150	1,250
주가배수(배)					
PER	14.7	21.3	13.7	11.7	10.6
PBR	1.9	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	5.5	4.3	5.7	5.1
PCFR	10.2	11.9	8.9	7.7	7.2
수익성(%)					
영업이익률	10.2	6.2	8.6	8.5	8.5
순이익률	8.0	3.0	5.5	5.9	5.9
EBITDA margin	12.3	8.4	10.7	10.4	10.2
총자산이익률(ROA)	8.5	2.8	4.9	5.6	5.7
자기자본이익률(ROE)	13.6	4.4	7.7	8.7	9.0
투자자본이익률(ROIC)	12.9	5.9	11.3	12.6	13.6
안정성(%)					
부채비율	52.5	58.2	55.2	57.8	59.9
순차입금비율	-18.5	-24.8	-32.0	-6.5	-8.1
이자보상배율(배)	281.1	6,567.2	718.5	5,190.7	8,779.0
활동성(배)					
매출채권회전율	3.5	3.2	3.0	3.2	3.2
재고자산회전율	7.8	7.9	8.1	8.6	8.5
매입채무회전율	4.2	4.0	3.8	4.0	4.0

## 한국타이어 (161390)



**BUY(Maintain)**

주가(7/18) 66,200원

목표주가 80,000원

한국타이어의 업종 Top-pick을 유지한다. 단기적으로 자동차/부품의 이익 가시성이 떨어지는 3Q17까지 우호적인 영업환경이 기대되기 때문이다. 원가 하락세가 지속되며 1H18까지 이익 개선 속도는 더욱 빠를 전망이다. 2Q17 단기적인 이익 부진을 매수 적기로 활용하길 추천한다.

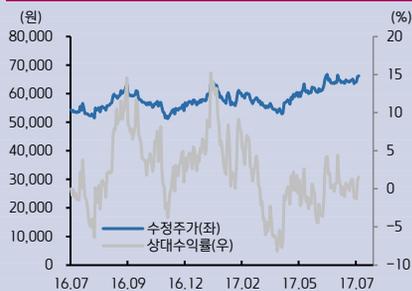
### Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	82,005억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	66,700원	51,200원	
최고/최저가 대비 등락	-0.75%	29.30%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	3.8%	1.0%
	6M	8.5%	-7.4%
	1Y	21.9%	1.6%

### Company Data

발행주식수	123,875천주
일평균 거래량(3M)	238천주
외국인 지분율	42.3%
배당수익률(17.E)	0.7%
BP (17.E)	54,723원
주요 주주	한국타이어월드와이드 42.6%
	국민연금공단 6.0%

### Price Trend



## 하반기도 주인공은 나야나

### >>> 일시적인 이익 감소를 매수 기회로

한국타이어는 가격 인상 국면에서 국내 업체 중 가장 큰 수혜가 기대되는 업체. 단기적으로 1) 1차 가격 인상에 따른 Re-stocking 후 볼륨 성장 둔화, 2) 투입원가 상승으로 2Q17 이익이 예상과 달리 감소하나 하반기 이후 투입원가 재하락, 2차 가격 인상, 윈터타이어 성수기를 통한 증익 전환의 속도가 예상보다 빠를 전망이다. 낮아지는 자동차 업종의 이익 가시성 감안 시 투자 매력도가 더욱 높아질 것으로 기대하며 업종 Top-pick 유지

### >>> 2Q17 영업이익 2,105억원 전망

2Q17 영업이익 2,105억원(-32.2% yoy, -9.4% qoq, OPM 11.7%), 컨센서스 2,407억원 12.6% 하회 전망. 부정적 환율과 예상보다 높은 원재료비 투입, 가격 인상 후 볼륨 확대 둔화. 이에 일시적으로 예상대비 수익성은 시장 기대와 달리 악화되나, 하반기 이익의 흐름은 당초 예상대비 빠르게 증가 전망. 원재료가 하락 지속, 2차 가격 인상 점진 반영, 윈터타이어 성수기 진입에 근거

### >>> 투자의견 Buy, TP 80,000원 유지

한국타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지. 목표주가는 2017년 예상 EPS 7,094원과 평가 인상기 평균 PER 11.2배 적용. 이번 2Q17 실적 전후 매수 적기로 판단. 2차 평가 인상 점진 반영에 따른 실적 개선 효과가 2H17~1H18 두드러질 것으로 판단하기 때문. 평가 인상 시 Valuation 평균인 PER 11.2배까지 주가 상승 가능. 업종 Top-pick 유지

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	64,282	66,218	70,244	72,161	73,680
영업이익(억원)	8,850	11,032	10,280	11,739	12,095
EBITDA(억원)	13,438	16,060	14,845	15,898	15,888
세전이익(억원)	8,394	10,924	10,905	12,795	12,934
순이익(억원)	6,565	8,791	8,797	10,335	10,460
지배주주지분순이익(억원)	6,554	8,729	8,788	10,322	10,447
EPS(원)	5,291	7,046	7,094	8,332	8,433
증감율(%YoY)	-6.4	33.2	0.7	17.5	1.2
PER(배)	8.9	8.2	9.3	7.9	7.8
PBR(배)	1.1	1.2	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	5.9	5.6	5.2	4.0	3.6
영업이익률(%)	13.8	16.7	14.6	16.3	16.4
핵심영업이익률(%)	10.2	13.3	12.5	14.3	14.2
ROE(%)	13.6	15.8	13.8	14.2	12.6
순부채비율(%)	41.6	28.5	7.9	-9.8	-17.0

한국타이어 2Q17 Preview: 영업이익은 2,105억원을 기록해 컨센서스 12.6% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,727.4	1,639.2	1,795.5	3.9	9.5	1,764.4	1.8
영업이익	310.3	232.2	210.5	(32.2)	(9.4)	240.7	(12.6)
세전이익	310.7	206.8	235.6	(24.2)	13.9	245.0	(3.8)
지배순이익	264.2	167.5	190.1	(28.0)	13.5	189.0	0.6
영업이익률	18.0	14.2	11.7	(6.2)	(2.4)	13.6	(1.9)
세전이익률	18.0	12.6	13.1	(4.9)	0.5	13.9	(0.8)
지배순이익률	15.3	10.2	10.6	(4.7)	0.4	10.7	(0.1)

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	7,031.3	7,226.1	7,024.4	7,216.1	(0.1)	(0.1)
영업이익	1,068.8	1,153.5	1,028.0	1,173.9	(3.8)	1.8
영업이익률(%)	15.2	16.0	14.6	16.3	(0.6)	0.3
EBITDA	1,525.3	1,569.3	1,484.5	1,589.8	(2.7)	1.3
EBITDA 이익률(%)	21.7	21.7	21.1	22.0	(0.6)	0.3
순이익	916.0	1,016.0	879.7	1,033.5	(4.0)	1.7

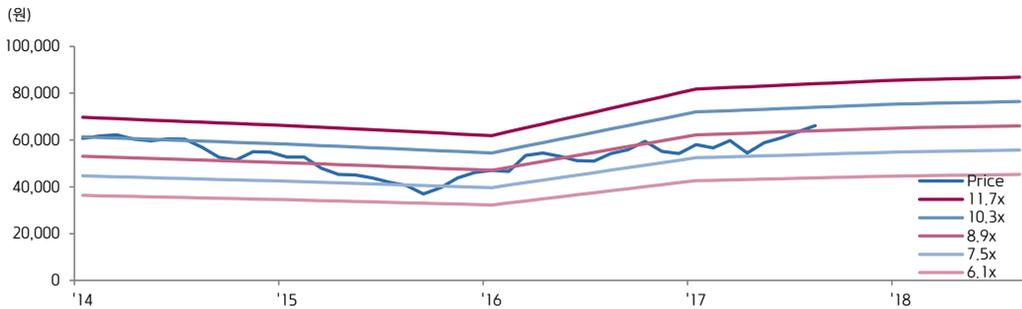
자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	11.2 배	(a), 가격 인상 시점 PER 평균
적용 EPS	7,094 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	80,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	66,200 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	20.8 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

한국타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,626.0	1,727.4	1,657.6	1,610.6	1,639.2	1,795.5	1,814.3	1,775.5	7,024.4	7,216.1	7,368.0
영업이익	251.1	310.3	302.6	239.2	232.2	210.5	292.0	293.3	1,028.0	1,173.9	1,209.5
세전이익	247.2	310.7	270.5	263.9	206.8	235.6	319.6	328.5	1,090.5	1,279.5	1,293.4
순이익	196.7	265.2	207.6	209.7	167.5	190.1	257.9	264.2	879.7	1,033.5	1,046.0
영업이익률	15.4	18.0	18.3	14.9	14.2	11.7	16.1	16.5	14.6	16.3	16.4
세전이익률	15.2	18.0	16.3	16.4	12.6	13.1	17.6	18.5	15.5	17.7	17.6
순이익률	12.1	15.4	12.5	13.0	10.2	10.6	14.2	14.9	12.5	14.3	14.2
% yoy											
매출액	9.4	6.6	(3.9)	0.9	0.8	3.9	9.4	10.2	6.1	2.7	2.1
세전이익	23.6	54.4	25.2	0.0	(7.5)	(32.2)	(3.5)	22.6	(6.8)	14.2	3.0
세전이익	25.9	60.9	23.6	14.3	(16.3)	(24.2)	18.1	24.5	(0.2)	17.3	1.1
순이익	22.0	72.3	36.6	10.6	(14.8)	(28.3)	24.3	26.0	0.1	17.5	1.2
% qoq											
매출액	1.8	6.2	(4.0)	(2.8)	1.8	9.5	1.0	(2.1)			
영업이익	5.0	23.5	(2.5)	(21.0)	(2.9)	(9.4)	38.8	0.4			
세전이익	7.1	25.7	(12.9)	(2.4)	(21.6)	13.9	35.7	2.8			
순이익	3.8	34.9	(21.7)	1.0	(20.1)	13.5	35.7	2.4			

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	64,282	66,218	70,244	72,161	73,680
매출원가	40,840	40,450	45,200	44,896	45,231
매출총이익	23,441	25,767	25,045	27,265	28,448
판매비및일반관리비	14,591	14,735	14,764	15,526	16,353
영업이익(보고)	8,850	11,032	10,280	11,739	12,095
영업이익률(%)	13.8%	16.7%	14.6%	16.3%	16.4%
영업외손익	-456	-108	625	1,057	839
이자수익	190	68	237	312	319
배당금수익	0	2	2	3	3
외환이익	2,693	2,601	2,526	3,226	3,396
이자비용	438	456	365	243	138
외환손실	3,259	3,031	3,263	4,090	4,292
관계기업지분법손익	137	449	468	558	597
투자및기타자산처분손익	-25	-41	-32	-13	-5
금융상품평가및기타금융이익	85	84	28	11	4
기타	160	216	1,023	1,293	956
법인세차감전이익	8,394	10,924	10,905	12,795	12,934
법인세비용	1,829	2,133	2,108	2,460	2,474
유효법인세율(%)	21.8%	19.5%	19.3%	19.2%	19.1%
당기순이익	6,565	8,791	8,797	10,335	10,460
지배주주지분손이익(억원)	6,554	8,729	8,788	10,322	10,447
EBITDA	13,438	16,060	14,845	15,898	15,888
현금순이익(Cash Earnings)	11,153	13,819	13,362	14,494	14,253
수정당기순이익	6,518	8,756	8,800	10,336	10,461
증감률(% YoY)					
매출액	-3.8	3.0	6.1	2.7	2.1
영업이익	-14.2	24.7	-6.8	14.2	3.0
법인세차감전이익	-10.3	30.1	-0.2	17.3	1.1
당기순이익	-6.1	33.9	0.1	17.5	1.2
지배주주지분 당기순이익	-6.4	33.2	0.7	17.5	1.2
EBITDA	-8.0	19.5	-7.6	7.1	-0.1
EPS	-6.4	33.2	0.7	17.5	1.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,140	12,176	12,397	13,906	13,716
당기순이익	6,565	8,791	8,797	10,335	10,460
감가상각비	4,465	4,890	4,429	4,011	3,633
무형자산상각비	124	139	136	147	160
외환손익	375	224	737	864	896
자산처분손익	103	149	32	13	5
지분법손익	-137	-449	-468	-558	-597
영업활동자산부채 증감	-803	-2,368	-908	-432	-343
기타	449	800	-357	-474	-499
투자활동현금흐름	-21,040	-7,395	-800	-808	-6,418
투자자산의 처분	-12,654	-382	-130	-63	-45
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	-435	-489	-597
재무활동현금흐름	8,887	-6,500	-5,882	-6,012	-6,120
단기차입금의 증가	1,596	-7,708	-6,618	-6,799	-6,942
장기차입금의 증가	7,786	1,704	868	892	911
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-495	-495	-495	-495	-495
기타	0	0	363	390	406
현금및현금성자산의순증가	-878	-1,720	5,716	7,087	1,179
기초현금및현금성자산	7,252	6,374	4,653	10,369	17,456
기말현금및현금성자산	6,374	4,653	10,369	17,456	18,635
Gross Cash Flow	11,943	14,544	13,305	14,338	14,059
Op Free Cash Flow	2,038	4,082	11,214	12,370	6,843

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	33,888	32,931	40,366	48,271	50,099
현금및현금성자산	6,374	4,653	10,369	17,456	18,635
유동금융자산	1,187	1,656	1,757	1,805	1,843
매출채권및유동채권	11,950	12,158	12,897	13,249	13,528
재고자산	14,303	14,363	15,236	15,652	15,982
기타유동비금융자산	74	100	106	109	111
비유동자산	61,074	63,289	59,543	56,329	59,133
장기매출및기타비유동채권	1,303	1,027	1,090	1,119	1,143
투자자산	11,949	12,010	12,104	12,275	12,477
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	99,908	104,600	109,232
유동부채	29,069	24,468	21,173	17,387	13,442
매입채무및기타유동채무	11,668	10,504	11,142	11,446	11,687
단기차입금	14,924	8,685	2,067	-4,732	-11,673
유동성장기차입금	1,387	3,835	6,431	9,098	11,821
기타유동부채	1,089	1,444	1,532	1,574	1,607
비유동부채	14,485	12,137	10,819	9,457	8,068
장기매입채무및비유동채무	811	766	813	835	852
사채및장기차입금	12,646	10,753	9,026	7,251	5,439
기타비유동부채	1,028	618	981	1,371	1,777
부채총계	43,553	36,605	31,992	26,843	21,511
자본금	619	619	619	619	619
주식발행초과금	29,935	29,935	29,935	29,935	29,935
이익잉여금	21,341	29,506	37,799	47,627	57,579
기타자본	-551	-566	-566	-566	-566
지배주주지분자본총계	51,344	59,494	67,788	77,615	87,567
비지배주주지분자본총계	64	121	129	142	154
자본총계	51,408	59,615	67,917	77,756	87,721
순차입금	21,396	16,963	5,397	-7,644	-14,892
총차입금	28,957	23,273	17,524	11,617	5,586

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,291	7,046	7,094	8,332	8,433
BPS	41,448	48,027	54,723	62,656	70,690
주당EBITDA	10,848	12,965	11,984	12,834	12,826
CFPS	9,004	11,156	10,787	11,700	11,506
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	8.9	8.2	9.3	7.9	7.8
PBR	1.1	1.2	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.6	5.2	4.0	3.6
PCFR	5.2	5.2	6.1	5.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률	13.8	16.7	14.6	16.3	16.4
순이익률	10.2	13.3	12.5	14.3	14.2
EBITDA margin	20.9	24.3	21.1	22.0	21.6
총자산이익률(ROA)	7.4	9.2	9.0	10.1	9.8
자기자본이익률(ROE)	13.6	15.8	13.8	14.2	12.6
투자자본이익률(ROIC)	11.9	14.4	12.7	15.4	16.0
안정성(%)					
부채비율	84.7	61.4	47.1	34.5	24.5
순차입금비율	41.6	28.5	7.9	-9.8	-17.0
이자보상배율(배)	20.2	24.2	28.2	48.3	87.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	5.5	5.6	5.5	5.5
재고자산회전율	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7
매입채무회전율	5.6	6.0	6.5	6.4	6.4

넥센타이어 (002350)



BUY(Maintain)

주가(7/18) 13,500원

목표주가 18,000원

평가 인하 경쟁 완화에 원가 하락으로 국내 타이어 업체의 영업 환경은 2016년대비 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.

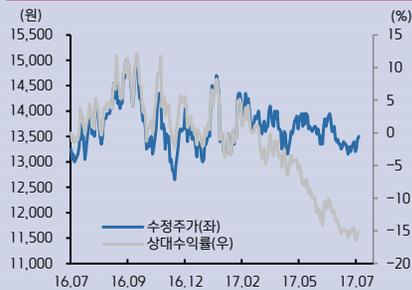
Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	13,422억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	15,000원	12,650원	
최고/최저가 대비 등락	-10.00%	6.72%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-0.7%	-3.4%
	6M	-7.2%	-20.8%
	1Y	1.9%	-15.1%

Company Data

발행주식수	102,916천주	
일평균 거래량(3M)	129천주	
외국인 지분율	17.3%	
배당수익률(17.E)	0.8%	
BP (17.E)	13,009원	
주요 주주	넥센	66.2%
	국민연금공단	8.0%

Price Trend



4Q17 볼륨이 매수 시점을 결정

>>> 업황 개선, 볼륨 증가 확인이 매수 시점

최근 일시적 원가 상승에도 타이어 가격 인상이 가능해지며 공급자에 유리해진 영업환경 확인. 단, 평가 인상에 유리한 포트폴리오를 보유한 한국타이어와 달리 넥센타이어는 수요 상승(업황 호조) 시점 경쟁사 대비 높은 이익 증가가 가능한 이익 구조를 보유해 상대적으로 높은 Valuation 할증이 가능. 계절 성수기 + 2차 가격 인상에 따른 추가 재고 축적 + 윈터 타이어 시즌이 종료되는 4Q17 볼륨 증가 확인 시 구조적인 수요 확대 여부에 따라 넥센타이어 적극 매수 대응 타이밍 결정 전망

>>> 2Q17 영업이익 464억원 전망

2Q17 영업이익 464억원(-33.3% yoy, -4.9% qoq, OPM 9.3%), 컨센서스 499억원 7.1% 하회 전망. 2Q17 투입원가는 최근 하락한 일부 고무가 반영되며 마진 하락 폭은 제한 적. 2H17에도 급락한 고무가 투입으로 원가율은 하락하고 가격 경쟁 재발 가능성 낮아 이익 가시성 더욱 높아질 전망. 4Q17 이후 볼륨 증가가 향후 유럽 CAPA 확대에 따른 영업 레버리지를 극대화할 전망

>>> 투자의견 Buy, TP 18,000원 유지

넥센타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 18,000원을 유지. 목표주가는 2017년 예상 EPS 1,514원과 한국타이어 목표 PER에 10%를 할증한 12.3배를 목표 PER로 적용. 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 단기적으로 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 한국타이어대비 1) 평가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위이기 때문. 4Q17 수요 회복 확인 시 주가 상승 업종 내 가장 탄력적일 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	18,375	18,947	19,875	19,761	20,084
영업이익(억원)	2,249	2,480	2,454	3,007	3,008
EBITDA(억원)	3,645	3,928	3,786	4,232	4,134
세전이익(억원)	1,648	2,165	2,024	2,550	2,547
순이익(억원)	1,271	1,760	1,575	1,981	1,977
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,558	1,961	1,957
EPS(원)	1,217	1,689	1,514	1,906	1,901
증감율(%YoY)	-3.1	38.8	-10.3	25.9	-0.2
PER(배)	10.2	7.7	8.9	7.1	7.1
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.8	4.8	4.3	3.0	3.0
영업이익률(%)	12.2	13.1	12.3	15.2	15.0
순이익률(%)	6.9	9.3	7.9	10.0	9.8
ROE(%)	12.9	15.7	12.3	13.7	12.1
순부채비율(%)	83.2	48.9	22.9	-1.7	-2.4

넥센타이어 2Q17 Preview: 영업이익은 464억원을 기록해 컨센서스 7.1% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	493.2	481.5	499.3	1.2	3.7	504.0	(0.9)
영업이익	69.5	48.8	46.4	(33.3)	(4.9)	49.9	(7.1)
세전이익	57.9	40.4	34.9	(39.8)	(13.7)	42.9	(18.7)
지배순이익	43.3	29.2	27.6	(36.2)	(5.5)	30.5	(9.5)
영업이익률	14.1	10.1	9.3	(4.8)	(0.8)	9.9	(0.6)
세전이익률	11.7	8.4	7.0	(4.8)	(1.4)	8.5	(1.5)
지배순이익률	8.8	6.1	5.5	(3.2)	(0.5)	6.1	(0.5)

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,005.2	1,976.1	1,987.5	1,976.1	(0.9)	0.0
영업이익	238.4	260.9	245.4	300.7	2.9	15.3
영업이익률(%)	11.9	13.2	12.3	15.2	0.5	2.0
EBITDA	371.6	383.3	378.6	423.2	1.9	10.4
EBITDA 이익률(%)	18.5	19.4	19.0	21.4	0.5	2.0
순이익	153.1	168.8	157.5	198.1	2.8	17.4

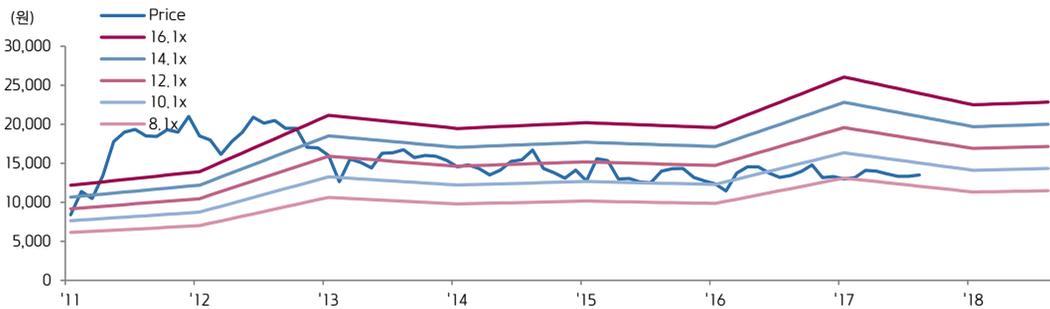
자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.0 배	(a), 한국타이어 목표 PER
적용 EPS	1,514 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	18,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	13,500 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	33.3 %	2017년 7월 18일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

넥센타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.4	481.5	499.3	515.4	491.2	1,987.5	1,976.1	2,008.4
영업이익	57.9	69.5	65.4	55.1	48.8	46.4	72.6	77.6	245.4	300.7	300.8
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	40.4	34.9	60.9	66.2	202.4	255.0	254.7
순이익	41.9	43.9	46.8	43.3	29.6	27.6	48.3	51.9	157.5	198.1	197.7
영업이익률	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	9.3	14.1	15.8	12.3	15.2	15.0
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	7.0	11.8	13.5	10.2	12.9	12.7
순이익률	9.1	8.9	10.0	9.2	6.2	5.5	9.4	10.6	7.9	10.0	9.8
% yoy											
매출액	3.2	5.6	(0.0)	3.8	5.1	1.2	9.6	3.8	4.9	(0.6)	1.6
영업이익	12.9	24.9	26.5	(16.7)	(15.8)	(33.3)	11.0	40.8	(1.1)	22.6	0.0
세전이익	64.0	5.1	102.4	1.3	(25.6)	(39.8)	13.7	30.5	(6.5)	26.0	(0.1)
순이익	88.5	2.8	126.7	4.4	(29.3)	(37.1)	3.1	19.9	(10.5)	25.8	(0.2)
% qoq											
매출액	0.4	7.7	(4.7)	0.7	1.7	3.7	3.2	(4.7)			
영업이익	(12.5)	20.1	(5.9)	(15.7)	(11.6)	(4.9)	56.6	6.9			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(5.3)	(20.4)	(13.7)	74.8	8.7			
순이익	0.9	4.8	6.6	(7.4)	(31.6)	(6.8)	74.8	7.6			

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,375	18,947	19,875	19,761	20,084
매출원가	12,185	12,079	12,827	12,038	12,145
매출총이익	6,190	6,868	7,047	7,723	7,940
판매비및일반관리비	3,941	4,388	4,594	4,715	4,931
영업이익(보고)	2,249	2,480	2,454	3,007	3,008
영업이익률(%)	12.2%	13.1%	12.3%	15.2%	15.0%
영업외손익	-601	-315	-430	-457	-461
이자수익	65	56	65	67	68
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	509	585	653	999	950
이자비용	334	251	200	208	214
외환손실	776	670	856	1,287	1,221
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-25	2	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-42	-18	22	7	2
기타	2	-19	-114	-35	-47
법인세차감전이익	1,648	2,165	2,024	2,550	2,547
법인세비용	377	406	449	569	571
유효법인세율(%)	22.9%	18.7%	22.2%	22.3%	22.4%
당기순이익	1,271	1,760	1,575	1,981	1,977
지배주주지분손이익(억원)	1,252	1,738	1,558	1,961	1,957
EBITDA	3,645	3,928	3,786	4,232	4,134
현금순이익(Cash Earnings)	2,667	3,207	2,907	3,206	3,102
수정당기순이익	1,323	1,773	1,558	1,976	1,975
증감률(% YoY)					
매출액	4.5	3.1	4.9	-0.6	1.6
영업이익	7.8	10.3	-1.1	22.6	0.0
법인세차감전이익	0.4	31.4	-6.5	26.0	-0.1
당기순이익	-2.1	38.4	-10.5	25.8	-0.2
지배주주지분 당기순이익	-2.5	38.8	-10.3	25.9	-0.2
EBITDA	16.3	7.8	-3.6	11.8	-2.3
EPS	-3.1	38.8	-10.3	25.9	-0.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,208	3,832	2,770	3,223	3,054
당기순이익	1,271	1,760	1,575	1,981	1,977
감가상각비	1,396	1,448	1,331	1,223	1,124
무형자산상각비	0	0	1	1	1
외환손익	300	-5	203	289	270
자산처분손익	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-353	219	-138	17	-48
기타	594	410	-203	-289	-270
투자활동현금흐름	-1,421	-1,264	-326	-156	-3,290
투자자산의 처분	161	-168	-78	9	-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	-248	-165	-201
재무활동현금흐름	-1,156	-2,374	526	552	612
단기차입금의 증가	0	0	200	199	202
장기차입금의 증가	-1,081	-2,293	50	52	53
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-81	-102	-110	-115
기타	1	0	377	412	472
현금및현금성자산의순증가	519	212	2,969	3,619	376
기초현금및현금성자산	531	1,049	1,261	4,230	7,849
기말현금및현금성자산	1,049	1,261	4,230	7,849	8,225
Gross Cash Flow	3,562	3,613	2,907	3,206	3,102
Op Free Cash Flow	1,151	2,636	3,054	3,520	296

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,007	8,477	11,800	15,375	15,874
현금및현금성자산	1,049	1,261	4,230	7,849	8,225
유동금융자산	1,093	1,237	1,297	1,290	1,311
매출채권및유동채권	3,349	3,466	3,635	3,614	3,674
재고자산	2,516	2,514	2,637	2,621	2,664
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,801	17,702	16,644	15,582	17,729
장기매출및기타비유동채권	120	183	192	191	194
투자자산	283	392	409	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	28,444	30,957	33,603
유동부채	5,805	5,600	5,940	6,097	6,334
매입채무및기타유동채무	2,152	2,901	3,043	3,026	3,075
단기차입금	1,830	1,171	1,371	1,570	1,772
유동성장기차입금	1,478	1,104	1,082	1,060	1,038
기타유동부채	346	423	444	441	449
비유동부채	9,663	8,552	9,003	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	2,802	3,214	3,686
부채총계	15,468	14,152	14,943	15,585	16,369
자본금	535	535	535	535	535
주식발행초과금	260	260	260	260	260
이익잉여금	9,002	10,685	12,142	13,994	15,837
기타자본	470	453	453	453	453
지배주주지분자본총계	10,266	11,932	13,389	15,241	17,084
비지배주주지분자본총계	74	96	112	131	149
자본총계	10,340	12,027	13,500	15,372	17,234
순차입금	8,606	5,877	3,098	-263	-406
총차입금	10,748	8,375	8,625	8,876	9,131

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,217	1,689	1,514	1,906	1,901
BPS	9,976	11,594	13,009	14,809	16,600
주당EBITDA	3,542	3,817	3,678	4,112	4,017
CFPS	2,592	3,116	2,824	3,115	3,014
DPS	80	100	105	110	115
주가배수(배)					
PER	10.2	7.7	8.9	7.1	7.1
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	4.8	4.3	3.0	3.0
PCFR	4.8	4.2	4.8	4.3	4.5
수익성(%)					
영업이익률	12.2	13.1	12.3	15.2	15.0
순이익률	6.9	9.3	7.9	10.0	9.8
EBITDA margin	19.8	20.7	19.0	21.4	20.6
총자산이익률(ROA)	5.0	6.8	5.8	6.7	6.1
자기자본이익률(ROE)	12.9	15.7	12.3	13.7	12.1
투자자본이익률(ROIC)	8.5	10.1	9.9	13.0	12.7
안정성(%)					
부채비율	149.6	117.7	110.7	101.4	95.0
순차입금비율	83.2	48.9	22.9	-1.7	-2.4
이자보상배율(배)	6.7	9.9	12.3	14.5	14.1
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(7/18) 7,720원

목표주가 10,000원

금호타이어 주가는 매각 진행이 탄력을 받음에 따라 주가가 견조하게 유지 상승할 전망이다. 다만 단기적인 실적 부진 지속은 리스크 요인이다. 중국 수요 부진이 지속되며 실적 개선 기대를 낮추고 있지만 中 더블스타 매각이 속도를 받고, 경영진의 비용 절감으로 실적 부진에서 회복 가능성 확대되고 있다.

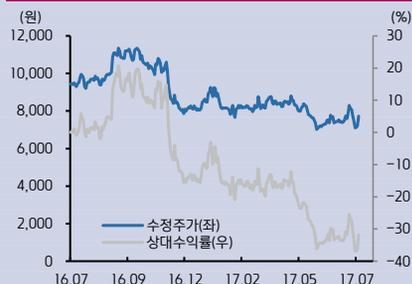
Stock Data

KOSPI (7/18)	2,426.04pt		
시가총액	12,197억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	11,350원	7,020원	
최고/최저가 대비 등락	-31.98%	9.97%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.3%	-2.4%
	6M	-13.5%	-26.2%
	1Y	-18.1%	-31.8%

Company Data

발행주식수	157,993천주
일평균 거래량(3M)	1,366천주
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(17.E)	0.0%
BP (17.E)	6,721원
주요 주주	상웨이코리아 42.0%
	국민연금공단 10.0%

Price Trend



M&A 진행 이상 무

>>> 금호산업의 상표권 사용 협상 수용

2H17 중국 중경공장 축소 이전과 중국 가동으로 실적 개선 기대 가능하지만, 중국 수요 회복 지연과 경쟁사 대비 원가 변동에 민감한 수익 구조 영향으로 실적 부진 지속. 투자자의 관심이 집중된 워크아웃 이후 경영 전략 오류로 인한 실적 부진은 지속되고 있으나 금호 브랜드의 상표권 이슈가 원만히 해결 국면으로 전환됨에 따라 주가 하방 압력은 다소 완화될 전망

>>> 2Q17 영업이익 60억원 전망으로 부진

2Q17 영업이익 60억원(-85.3% yoy, -121.3% qoq, OPM 0.8%), 컨센서스 140억원 57.2% 하회 전망. 중국 볼룸 회복 지연과 원재료 투입비용 상승으로 경쟁사 대비 원가에 민감한 수익성은 부진을 악화. 2H17 중국 공장 이전 및 미국 정상화로 가동을 회복이 기대되나, 중국 수요 회복 확인과 원만한 매각 확인이 필요

>>> M&A 이후 가시화될 실적 회복에 기대

M&A 과정에서 수반되는 노이즈 지속으로 주가 하방 압력 높았으나, 금호산업과의 상표권 협상이 해소되며 더블스타 인수 후 시너지 부각 전망. 인수 전후 노조와의 고용 보장 이슈는 남았으나 이슈 중경공장 이전(CAPA 축소로 가동을 회복, 고인치 믹스 변경)과 신규 미국공장 가동(2017년 330만본 CAPA 예상)으로 기대했던 볼룸 증가와 가동 회복 시 주가 회복에 기여할 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	30,404	29,472	29,561	30,365	35,954
영업이익(억원)	1,360	1,201	862	2,229	2,884
EBITDA(억원)	3,405	3,442	2,933	4,143	4,657
세전이익(억원)	-655	-378	-517	1,105	1,834
순이익(억원)	-675	-379	-398	851	1,413
지배주주지분순이익(억원)	-694	-360	-403	846	1,405
EPS(원)	-439	-228	-255	536	890
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	66.0
PER(배)	-15.3	-37.2	-30.3	14.4	8.7
PBR(배)	0.9	1.2	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	10.0	11.2	12.4	8.3	7.5
영업이익률(%)	4.5	4.1	2.9	7.3	8.0
순이익률(%)	-2.2	-1.3	-1.3	2.8	3.9
ROE(%)	-5.2	-3.1	-3.3	7.0	10.6
순부채비율(%)	187.4	200.3	196.9	166.1	153.4

금호타이어 2Q17 Preview: 영업이익은 60억원을 기록해 컨센서스 57.2% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	744.8	669.3	750.2	0.7	12.1	754.0	(0.5)
영업이익	40.7	(28.2)	6.0	(85.3)	흑전	14.0	(57.2)
세전이익	(0.2)	(69.1)	(26.8)	적지	적지	(20.3)	-
지배순이익	(7.6)	(61.0)	(26.8)	적지	적지	(30.0)	-
영업이익률	5.5	(4.2)	0.8	(4.7)	5.0	1.9	(1.1)
세전이익률	(0.0)	(10.3)	(3.6)	(3.6)	6.7	(2.7)	(0.9)
지배순이익률	(1.0)	(9.1)	(3.6)	(2.6)	5.5	(4.0)	0.4

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	3,170.9	3,280.4	2,956.1	3,036.5	(6.8)	(7.4)
영업이익	196.3	240.8	86.2	222.9	(56.1)	(7.4)
영업이익률(%)	6.2	7.3	2.9	7.3	(3.3)	0.0
EBITDA	403.4	432.2	293.3	414.3	(27.3)	(4.1)
EBITDA 이익률(%)	12.7	13.2	9.9	13.6	(2.8)	0.5
순이익	51.1	99.5	(39.8)	85.1	(178.0)	(14.5)

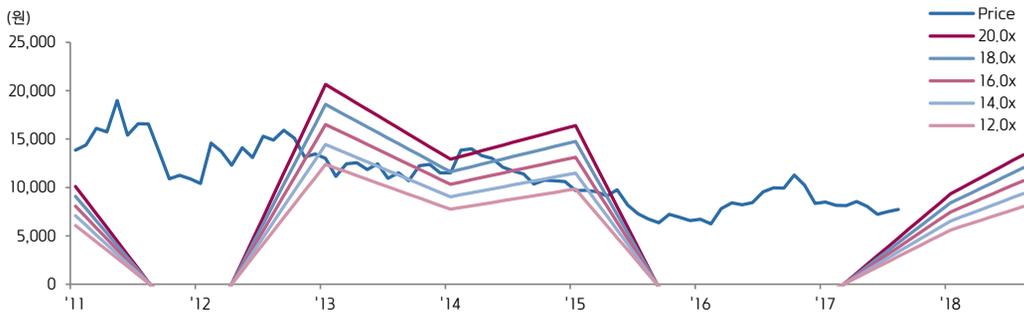
자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	14.4 배	(a), 2013년 이후 PER 평균(16.0배) - 2 표준편차(4.0배) 20% 할증
적용 EPS	713 원	(b), 2018년~2019년 평균 예상 EPS
목표 주가	10,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	7,720 원	2017년 7월 18일 증가
주가상승여력	29.5 %	2017년 7월 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	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	701.8	744.8	710.1	790.6	669.3	750.2	742.7	794.0	2,956.1	3,036.5	3,595.4
영업이익	15.1	40.7	9.5	54.7	(28.2)	6.0	51.2	57.2	86.2	222.9	288.4
세전이익	(13.1)	(0.2)	(31.6)	7.0	(69.1)	(26.8)	19.0	25.2	(51.7)	110.5	183.4
순이익	(15.4)	(7.5)	(32.0)	17.0	(60.6)	(26.8)	14.6	33.0	(39.8)	85.1	141.3
영업이익률	2.2	5.5	1.3	6.9	(4.2)	0.8	6.9	7.2	2.9	7.3	8.0
세전이익률	(1.9)	(0.0)	(4.4)	0.9	(10.3)	(3.6)	2.6	3.2	(1.7)	3.6	5.1
순이익률	(2.2)	(1.0)	(4.5)	2.2	(9.1)	(3.6)	2.0	4.2	(1.3)	2.8	3.9
% yoy											
매출액	(7.0)	(5.1)	(1.0)	0.8	(4.6)	0.7	4.6	0.4	0.3	2.7	18.4
영업이익	(65.6)	(26.3)	(256.6)	28.1	적전	(85.3)	441.5	4.4	(28.2)	158.5	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	(15.3)	12.1	(1.0)	6.9			
영업이익	(64.6)	169.4	(76.8)	478.5	적전	흑전	17.3	11.5			
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	28.8			
순이익	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	28.8			

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	30,404	29,472	29,561	30,365	35,954
매출원가	22,651	22,018	22,861	22,290	26,447
매출총이익	7,753	7,455	6,701	8,075	9,507
판매비및일반관리비	6,394	6,254	5,839	5,846	6,624
영업이익(보고)	1,360	1,201	862	2,229	2,884
영업이익률(%)	4.5%	4.1%	2.9%	7.3%	8.0%
영업외손익	-2,014	-1,578	-1,379	-1,124	-1,049
이자수익	47	32	9	9	11
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	980	1,059	2,672	2,829	5,377
이자비용	1,105	1,131	1,193	1,185	1,161
외환손실	1,328	1,284	3,160	3,440	6,511
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-136	-106	-86	-27	-9
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-472	-148	379	689	1,243
법인세차감전이익	-655	-378	-517	1,105	1,834
법인세비용	20	1	-119	254	422
유효법인세율(%)	-3.0%	-0.3%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	-675	-379	-398	851	1,413
지배주주지분손이익(억원)	-694	-360	-403	846	1,405
EBITDA	3,405	3,442	2,933	4,143	4,657
현금순이익(Cash Earnings)	1,371	1,863	1,673	2,765	3,186
수정당기순이익	-534	-273	-333	871	1,419
증감률(% YoY)					
매출액	-11.6	-3.1	0.3	2.7	18.4
영업이익	-62.1	-11.7	-28.2	158.5	29.4
법인세차감전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	66.0
당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	66.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	66.0
EBITDA	-37.5	1.1	-14.8	41.2	12.4
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	66.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,250	1,883	1,744	2,648	2,202
당기순이익	-675	-379	-398	851	1,413
감가상각비	1,982	2,179	2,029	1,890	1,760
무형자산상각비	63	63	42	24	14
외환손익	196	199	488	611	1,134
자산처분손익	151	215	86	27	9
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-323	-1,462	-16	-143	-993
기타	855	1,068	-488	-611	-1,134
투자활동현금흐름	-5,817	-2,649	-686	-710	-3,802
투자자산의 처분	905	64	-47	-90	-451
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	-647	-624	-761
재무활동현금흐름	3,907	56	-348	-263	201
단기차입금의 증가	2,938	-2,899	-1,773	-1,822	-2,157
장기차입금의 증가	-7	2,178	1,298	1,333	1,579
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	976	778	128	225	779
현금및현금성자산의순증가	468	-804	710	1,675	-1,399
기초현금및현금성자산	1,971	2,439	1,635	2,345	4,020
기말현금및현금성자산	2,439	1,635	2,345	4,020	2,621
Gross Cash Flow	2,574	3,345	1,759	2,791	3,195
Op Free Cash Flow	-3,638	-1,658	2,717	3,465	376

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	16,315	15,576	16,328	18,384	19,628
현금및현금성자산	2,439	1,635	2,345	4,020	2,621
유동금융자산	1,742	1,384	1,388	1,426	1,688
매출채권및유동채권	6,681	7,048	7,069	7,261	8,598
재고자산	5,432	5,491	5,508	5,658	6,699
기타유동비금융자산	22	19	19	20	23
비유동자산	35,885	35,640	34,165	32,901	34,689
장기매출및기타비유동채권	244	163	164	168	199
투자자산	3,555	3,436	3,439	3,465	3,644
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	50,493	51,285	54,317
유동부채	22,623	23,346	24,303	25,468	28,024
매입채무및기타유동채무	7,619	7,174	7,195	7,391	8,752
단기차입금	10,131	8,363	6,590	4,768	2,611
유동성장기차입금	4,801	7,501	10,209	12,991	16,285
기타유동부채	73	308	309	318	376
비유동부채	16,969	15,730	14,447	13,223	12,287
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	12,874	11,468	10,057	8,608	6,893
기타비유동부채	4,095	4,262	4,390	4,615	5,395
부채총계	39,592	39,076	38,751	38,691	40,311
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	136	983	2,388
기타자본	444	345	345	345	345
지배주주지분자본총계	11,429	11,022	10,618	11,465	12,870
비지배주주지분자본총계	1,179	1,119	1,124	1,129	1,136
자본총계	12,608	12,141	11,743	12,593	14,006
순차입금	23,624	24,313	23,123	20,922	21,481
총차입금	27,805	27,331	26,856	26,368	25,789

투자지표

(단위: 원, 배, %)

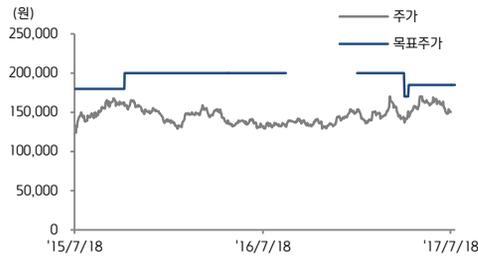
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-439	-228	-255	536	890
BPS	7,234	6,976	6,721	7,257	8,146
주당EBITDA	2,155	2,179	1,857	2,622	2,948
CFPS	868	1,179	1,059	1,750	2,017
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-15.3	-37.2	-30.3	14.4	8.7
PBR	0.9	1.2	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.0	11.2	12.4	8.3	7.5
PCFR	7.8	7.2	7.3	4.4	3.8
수익성(%)					
영업이익률	4.5	4.1	2.9	7.3	8.0
순이익률	-2.2	-1.3	-1.3	2.8	3.9
EBITDA margin	11.2	11.7	9.9	13.6	13.0
총자산이익률(ROA)	-1.3	-0.7	-0.8	1.7	2.7
자기자본이익률(ROE)	-5.2	-3.1	-3.3	7.0	10.6
투자자본이익률(ROIC)	4.3	3.5	1.9	5.3	6.8
안정성(%)					
부채비율	314.0	321.9	330.0	307.2	287.8
순차입금비율	187.4	200.3	196.9	166.1	153.4
이자보상배율(배)	1.2	1.1	0.7	1.9	2.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.3	4.2	4.2	4.5
재고자산회전율	5.4	5.4	5.4	5.4	5.8
매입채무회전율	4.0	4.0	4.1	4.2	4.5

투자 의견 변동내역 (2개년)

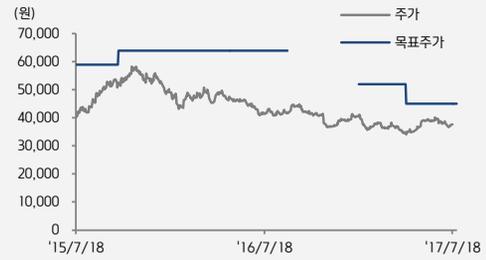
종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가		
<b>현대차</b> (005380)	2015/04/24	Buy(Maintain)	220,000원	<b>기아차</b> (000270)	2015/04/27	Buy(Maintain)	65,000원		
	2015/06/29	Buy(Maintain)	220,000원		2015/06/29	Buy(Maintain)	65,000원		
	2015/07/08	Buy(Maintain)	180,000원		2015/07/09	Buy(Maintain)	59,000원		
	2015/07/24	Buy(Maintain)	180,000원		2015/07/27	Buy(Maintain)	59,000원		
	2015/10/07	Buy(Maintain)	180,000원		2015/10/08	Buy(Maintain)	64,000원		
	2015/10/23	Buy(Maintain)	200,000원		2015/10/26	Buy(Maintain)	64,000원		
	2015/11/24	Buy(Maintain)	200,000원		2015/11/24	Buy(Maintain)	64,000원		
	2016/01/08	Buy(Maintain)	200,000원		2016/01/08	Buy(Maintain)	64,000원		
	2016/01/27	Buy(Maintain)	200,000원		2016/01/28	Buy(Maintain)	64,000원		
	2016/04/27	Buy(Maintain)	200,000원		2016/04/28	Buy(Maintain)	64,000원		
	2016/06/27	Buy(Maintain)	200,000원		2016/06/27	Buy(Maintain)	64,000원		
	2016/07/13	Buy(Maintain)	200,000원		2016/07/14	Buy(Maintain)	64,000원		
	2016/07/27	Buy(Maintain)	200,000원		<b>담당자변경</b>	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	52,000원	
	<b>담당자변경</b>	2017/01/17	Buy(Reinitiate)			200,000원	2017/01/18	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/01/18	Buy(Maintain)			200,000원	2017/01/31	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/01/26	Buy(Maintain)			200,000원	2017/02/02	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/02/02	Buy(Maintain)			200,000원	2017/02/03	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/02/03	Buy(Maintain)			200,000원	2017/03/02	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/03/02	Buy(Maintain)			200,000원	2017/03/03	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/03/03	Buy(Maintain)			200,000원	2017/03/06	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/03/06	Buy(Maintain)			200,000원	2017/04/04	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/04/04	Buy(Maintain)			200,000원	2017/04/05	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/04/05	Buy(Maintain)			200,000원	2017/04/11	Buy(Maintain)	52,000원
		2017/04/11	Buy(Maintain)		200,000원	2017/04/19	Buy(Maintain)	45,000원	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	170,000원		2017/04/27	Buy(Maintain)	45,000원		
	2017/04/27	Buy(Maintain)	185,000원		2017/05/04	Buy(Maintain)	45,000원		
	2017/05/04	Buy(Maintain)	185,000원		2017/05/08	Buy(Maintain)	45,000원		
2017/05/08	Buy(Maintain)	185,000원	2017/06/02	Buy(Maintain)	45,000원				
2017/06/02	Buy(Maintain)	185,000원	2017/06/07	Buy(Maintain)	45,000원				
2017/06/07	Buy(Maintain)	185,000원	2017/07/19	Buy(Maintain)	45,000원				
2017/07/19	Buy(Maintain)	185,000원	<b>현대위아</b> (011210)	2015/04/27	Buy(Maintain)	192,000원			
<b>현대모비스</b> (012330)	2015/04/27	Buy(Maintain)		300,000원	2015/07/27	Buy(Maintain)	150,000원		
	2015/07/27	Buy(Maintain)		300,000원	2015/10/26	Buy(Maintain)	200,000원		
	2015/10/26	Buy(Maintain)		300,000원	2016/01/28	Buy(Maintain)	200,000원		
	2016/01/12	Buy(Maintain)		300,000원	2016/01/28	Buy(Maintain)	200,000원		
	2016/01/28	Buy(Maintain)		300,000원	2016/03/11	Buy(Maintain)	154,000원		
	2016/04/28	Buy(Maintain)	300,000원	2016/04/28	Buy(Maintain)	154,000원			
<b>담당자변경</b>	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	380,000원	2016/06/28	Buy(Maintain)	105,000원			
	2017/01/31	Buy(Maintain)	380,000원	<b>담당자변경</b>	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	90,000원		
	2017/04/11	Buy(Maintain)	380,000원		2017/01/31	Outperform(downgrade)	80,000원		
	2017/04/19	Buy(Maintain)	300,000원		2017/04/19	Outperform(Maintain)	70,000원		
	2017/05/04	Buy(Maintain)	300,000원		2017/04/28	Outperform(Maintain)	70,000원		
	2017/07/19	Buy(Maintain)	300,000원		2017/07/19	Outperform(Maintain)	70,000원		
<b>한은시스템</b> (018880)	2017/01/17	Buy(Initiate)	14,000원		<b>S&amp;T모티브</b> (064960)	2017/01/17	Buy(Initiate)	63,000원	
	2017/02/15	Buy(Maintain)	14,000원	2017/01/24		Buy(Maintain)	63,000원		
	2017/04/11	Buy(Maintain)	14,000원	2017/04/19		Buy(Maintain)	59,000원		
	2017/04/19	Buy(Maintain)	14,000원	2017/04/27		Buy(Maintain)	59,000원		
	2017/05/16	Buy(Maintain)	14,000원	2017/07/19		Buy(Maintain)	59,000원		
	2017/07/19	Buy(Maintain)	14,000원	<b>넥센타이어</b> (002350)		2017/01/17	Buy(Initiate)	17,000원	
<b>한국타이어</b> (161390)	2015/04/16	Buy(Maintain)	55,000원		2017/02/03	Buy(Maintain)	17,000원		
	2015/05/21	Buy(Maintain)	52,000원		2017/03/22	Buy(Maintain)	18,000원		
	2015/08/26	Buy(Maintain)	44,500원		2017/04/19	Buy(Maintain)	18,000원		
	2015/11/03	Buy(Maintain)	52,000원		2017/05/16	Buy(Maintain)	18,000원		
	2016/05/02	Outperform(downgrade)	58,000원		2017/07/19	Buy(Maintain)	18,000원		
	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	76,000원	<b>금호타이어</b> (073240)	2017/01/17	Outperform(Initiate)	10,000원		
<b>담당자변경</b>	2017/02/06	Buy(Maintain)	76,000원		2017/02/10	Outperform(Maintain)	8,500원		
	2017/03/22	Buy(Maintain)	80,000원		2017/03/22	Buy(Upgrade)	10,000원		
	2017/04/19	Buy(Maintain)	80,000원		2017/04/19	Buy(Maintain)	10,000원		
	2017/04/25	Buy(Maintain)	80,000원		2017/07/19	Buy(Maintain)	10,000원		
	2017/05/02	Buy(Maintain)	80,000원						
	2017/07/19	Buy(Maintain)	80,000원						

목표주가 추이 (2개년)

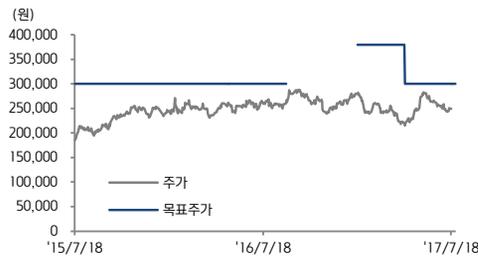
현대차



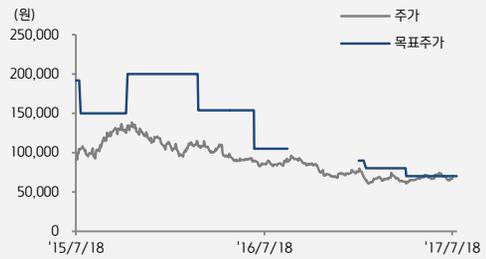
기아차



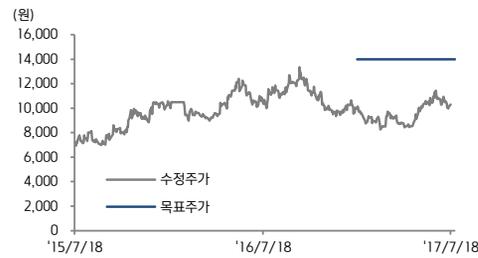
현대모비스



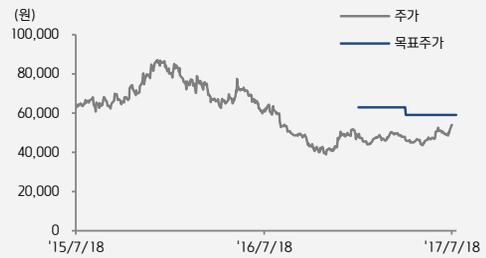
현대위아



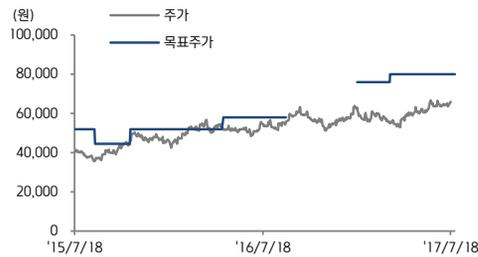
한온시스템



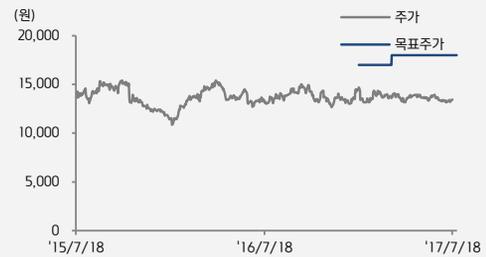
S&T모티브



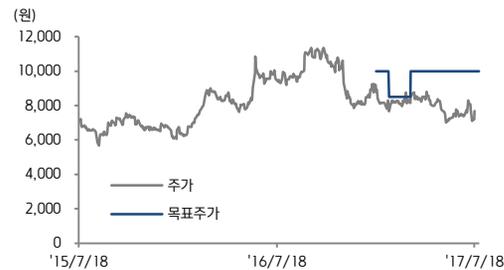
한국타이어



넥센타이어



금호타이어



### 투자의견 및 적용기준

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

### 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%