

자동차/타이어

Overweight
(Maintain)

2017. 10. 18

방어적 투자 전략으로 변화 필요

3Q17 자동차/부품 실적은 국내 영업일수 증가, 전년 파업에도 중국 출하부진, 미국 수요악화로 기저효과를 충분히 누리지 못할 전망입니다. 신차 출시 전 1Q18까지 미국 수요 회복은 지연되며 한미 FTA 재협상과 국내 노사이슈 영향으로 이익 의존도 높은 국내법인의 이익 가시성이 낮아지고 있습니다. 9월 이후 중국 현대차 그룹 출하 감소폭이 축소됨에 따라 단가인하 우려 상존에도 실적 개선되는 대형 부품사와 타이어에 여전히 주목합니다.



자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

RA 정찬재

02) 3787-4743

jcjeong@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 투자전략:

중국 회복 염두한 방어적 전략 3

- > 투자전략: 현대차→현대모비스 Switching, 한국타이어 확대 3
- > 해외 진출 전 수준으로 회귀한 국내 이익 의존도, 점검 사항은? 4
- > Solution 1. 현대차 → 현대모비스 Switching 전략 추천 13
- > Solution 2. 한국타이어 비중 확대 전략 유효 14
- > Solution 3. 한온시스템 BUY & HOLD 17

II. 자동차/부품/타이어

3Q17 Preview 24

- > 자동차/부품: 중국, 미국 부진이 국내 기저효과 희석 24
- > 타이어: 2차 가격인상, 원가하락, 유럽 윈터 호조에도 개별 요인에 따른 실적 부침 존재 29
- > 3Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview 31

기업분석 38

- > 현대차(005380) 39
- > 기아차(000270) 43
- > 현대모비스(012330) 47
- > 현대위아(011210) 51
- > 한온시스템(018880) 55
- > S&T모티브(064960) 59
- > 한국타이어(161390) 63
- > 넥센타이어(002350) 67
- > 금호타이어(073240) 71

- 당사는 10월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

중국 완화 vs. 미국 악화

>>> 투자전략: 방어적 전략 유효

현대차그룹 중국 수요 부진의 폭이 완화되는 국면에 진입함에 따라 국내 기저효과 + 중국 회복을 염두한 자동차 비중에 대한 고민이 많을 시점이다.

당사는 중국 수요 회복세는 예상한 실적 개선 요인이나, 높아진 완성차의 국내 이익 의존도를 감안할 때 1) 국내 생산성, 2) 북미 수요 부진, 3) 한-미 FTA 재협상은 4Q17 확대할 것으로 기대되는 기저효과를 체감시킬 수 있는 이슈로 판단한다. 이에 자동차/부품/타이어 섹터의 투자 전략을 다음과 같이 제시한다.

I. 현대차 → 현대모비스 Switching: 중국 회복 과정에서 부품사의 단가 인하 압력은 상존하나 현대차 대비 Valuation 매력이 높고, 중국 회복으로 이익 개선되고, 상향 안정화된 AS 수익성을 바탕으로 이익 안정성을 보유했던 현대모비스로의 스위칭 전략이 실적 개선 가시성이 떨어지는 1Q18까지 국면에서 유효하다고 판단한다.

2. 한국타이어 비중 확대: 또한 일시적인 미국 초기 가동 손실로 실적 부진 전망되며 주가 하락한 한국타이어의 경우 평가 인상 온기 반영, 투입원가 하락국면 진입, 윈터 성수기 영향을 감안할 때 현 주가에서 비중 확대 전략이 유효하다.

3. 한온시스템 BUY & HOLD: 유럽 OE의 전동화 전략 강화와 주요국 내연기관 차량 판매 금지 정책 영향으로 친환경차 수요 기대가 높아지고 있어 관련 수혜가 큰 한온시스템의 주가 상승이 견조할 것으로 판단한다.

>>> 3Q17 Preview: 부진 지속

전반적으로 자동차/타이어 실적은 부진할 전망이다. 자동차는 국내 기저효과에도 중국/미국 부진에 근거하며, 기아차 통상임금 패소로 인한 적자 영향이 현대차, 모비스에 연쇄 영향을 줄 전망이다. 부품은 이익 기여도 높은 중국 출하 부진 지속으로 실적 악화되나 전분기 대비 전반적으로 개선될 것으로 전망한다. 타이어의 경우 윈터 성수기 도래, 2차 평가 인상, 투입원가 하락으로 스프레드는 다시 확대 국면이나 한국타이어의 경우 미국공장 초기 가동손실 영향, 금호타이어의 경영진 교체 이슈로 일시적으로 실적 가시성이 떨어질 전망이다.

I. 투자전략: 중국 회복 염두한 방어적 전략

>>> 투자전략: 현대차→현대모비스 Switching, 한국타이어 확대
 현대모비스로 방어, 한국타이어 비중확대 유지, 한온시스템 Buy&Hold

3Q17까지 자동차 섹터는 중국 출하 부진과 이에 파생된 이슈(납품대금 차질, 단가인하 우려, 달러망 와해 우려) 영향으로 전반적인 약세를 지속해왔다. 기아차 통상임금 패소 이후 국내 인건비 증가 가능성과 현대차 강성 노조위원장 취임 이후 재개될 노사협상에서 단체 행동 가능성이 높아지는 등 이익 기여도가 그 동안 집중되어 온 국내법인의 이익 가시성이 낮아지는 이슈도 생겨났다. 이러한 가운데 미국 부진 악화, 한미 FTA 재협상 가능성은 2018년 이후 기대했던 전통적 자동차 산업의 국내 기저효과 톤을 낮추는 영향을 줄 것으로 판단한다.

사드 이슈로 인한 중국 출하 부진이 시작된 1Q17 Preview 이후 지속해 제시하고 있는 자동차/부품/타이어 섹터 내 국면별 투자 대응 방안에 틀에서 생각해 보자면, 1) 전반적으로 기대하지 않았던 부진 요인이 추가로 드러나며 추가 비중 확대 여지는 낮추는 가운데, 2) 단기적으로 기댈 수 있는 이익 회복 기대감에 근거한 한국타이어 중심의 비중 확대 전략, 3) 상대적인 이익 방어주(중국 회복 근거)이면서 현대차 대비 Valuation 저평가 매력을 보유한 현대모비스로의 스위칭 전략이 효과적일 것으로 판단한다. 특히 9월 이후 중국 출하 부진 속도가 급격히 완화되고 있어 4Q17 실적 이후 단가 인하 압력이 상존하나 현대모비스의 이익 회복 가능성에 무게를 둘 수 있다. 1Q18까지 부진한 미국 시장에서 볼룸 신차(싼타페) 대응이 쉽지 않고 2-3월 저점으로 회복되는 세단 수요 개선을 염두할 때 단기적으로 완성차의 투자 매력은 현대모비스 대비 낮을 것으로 판단한다.

이에 1H18까지 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 1H17 국면별로 자동차/부품/타이어 섹터에 대한 투자 전략을 다음과 같이 제시했다.

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

중국 회복이 가시화된 현재 주가 할증을 모두 반납한 현대모비스는 9월 이후 뚜렷하게 반등 중인 중국 출하 회복세를 감안할 때 분기단위로 실적 개선 가능성이 높을 것으로 판단한다. 특히 겨울철 A/S 부품 수요와 마진이 성수기에 달하는 점과 높아진 원/유로 환율 등을 감안할 때 안정적인 A/S 부분의 고마진은 1Q18까지 이익 회복 시점을 모색 중인 현대차, 기아차 대비 주가 할증 회복 가능성을 높일 것으로 판단한다.

한국타이어의 미국공장 초기가동손실에 의한 일시적 실적 부진으로 야기된 주가 하락으로 가격 인하시점 Valuation 하단에 근접한 점을 감안 시 저점 매수가 용이할 것으로 판단한다. 원가 하락과 판가 인상이 온기 반영되고, 볼륨 개선세가 4Q17 초까지 지속됨을 감안할 때 현 수준에서의 적극적 매수 전략이 유효하다.

추가로 최근 강화 중인 주요국 내연기관 판매 금지 정책과 유럽 OE 중심의 전동화 전략을 고려할 때 해당 고객으로부터 관련 수주 경험이 풍부하고 기술 대응 능력이 Top-tier에 위치한 한온시스템의 Buy&Hold 전략도 추천한다.

>>> 해외 진출 전 수준으로 회귀한 국내 이익 의존도, 점검 사항은?

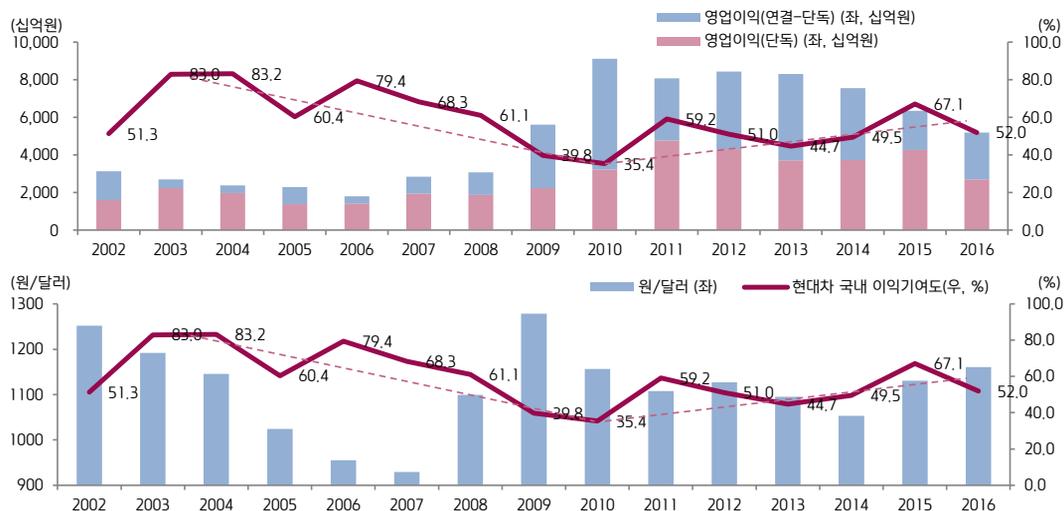
높은 국내 이익 의존도 감안 시 고려할 리스크 3가지

현대차의 국내 이익 의존도는 과거 어느 때보다 높아진 상황이다. 현대차의 국내 이익 의존도는 해외진출 확대 이전 수준까지 높아져 국내 이익 변동에 따른 연결 이익 민감도가 어느 때보다 중요할 것으로 판단한다.

2Q17 현대차의 국내 생산법인의 영업이익 단순 비중(별도 영업이익/연결 영업이익)은 78.5%로 측정 가능한 2011년 이후 분기 기준 가장 높은 수준에 도달한 상황이다. 레벨로 보면 해외진출 확대기 이전인 2003~2006년 수준의 의존도를 보이고 있다.

국내 이익 기여도 확대의 주요 요인은 1) 해외 이익 축소, 2) 국내 이익 확대에 기인한다. 해외의 경우 수익성의 변동성이 컸었던 이머징(브라질, 러시아 등) 시장의 부진이 해외 이익 축소에 크게 기여했으며, 최근에는 미국 부진이 영향을 주었을 것으로 판단한다. 국내 이익 확대의 경우는 환율에 민감한 국내 수출 수익성의 영향과 미국 등과 FTA 발효로 발생한 가격 경쟁력이 개선되었음에 기인한다. 실제 2015년까지 원/달러 환율 상승과 국내 이익 확대가 함께 했다

현대차의 국내외 이익 기여도 (연간)



자료: 현대차, Bloomberg, 키움증권

이에 우리는 3Q17 이후 이익 회복 국면에서 개선 속도를 결정할 국내 법인의 이익 변수 3 가지에 주목한다. 이는 최근 불확실성이 확대 중인 1) 국내 생산성 (노조이슈 - 비용구조, 가동률), 2) 전방 수출 수요(특히 둔화된 미국 수요), 3) 수출 경쟁력(특히 환율과 FTA 등 관세정책) 이다.

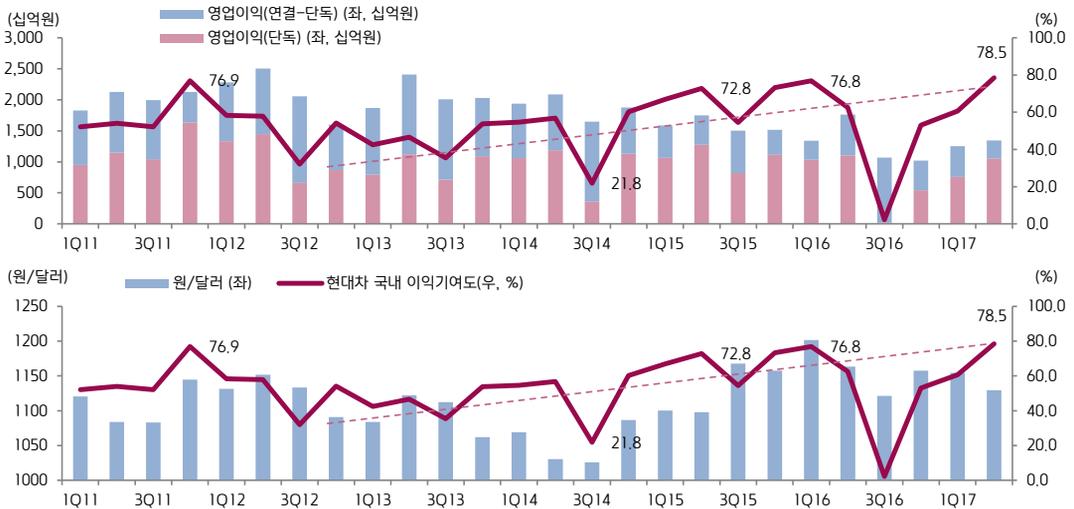
1) 국내 생산성 이슈는 노사 이슈와 밀접하다.

평년대비 늦어진 추석 연휴 이후 현대차에 새로 부임한 강성 노조위원장의 단체 행동 가능성 및 노사 협의 지연 가능성과 기아차 통상임금 패소 이후 높아진 국내 인건비 수준에 대한 조정 과정이다.

올해 10 월은 추석 연휴로 가동일수가 짧아 전년동기 파업에 대한 기저효과 없고, 파업이 진행되었던 작년 11 월 중순까지가 국내 생산법인이 누릴수 있는 기저효과 기간이다. 지난해 12 월은 노사 협의 후 가동 정상화 기간이며, 현대차의 경우 그랜저, 기아차의 경우 K7 출시로 가동 상황이 좋았으며, 믹스 또한 나쁘지 않았던 월이다.

즉, 파업이 11 월 중순 이후 지연 시 국내 출하 손실에 따른 이익 추정치 하향이 높아질 수 있다는 점에 주목한다.

현대차의 국내외 이익 기여도 (분기)



자료: 현대차, Bloomberg, 키움증권

2) 전방 수출 수요 개선은 비중 높은 미국과 중동아 회복에 달려있다.

유가 회복이 구조적이지 않아 중동아 수요 회복이 크지 않은 상황에서 ASP 높은 미국 수요 부진은 수출 채산성과 출하 실적 개선을 제한하는 요인이다.

특히 8-9 월 드라이빙 시즌을 고점으로 1-2 월까지 확대하는 경상용(SUV, 픽업 등) 비중 증가는 세단 중심의 라인업과 신차(G70, 스팅어)를 보유하고, 노후화된 SUV 라인업으로 대응하는 현대차그룹 입장에서 부담스러운 국면일 수 있다.

특히 일본업체의 엔화 환율과 신차 출시에 힘입은 경쟁 환경 속에서 두각을 내기엔 어려움이 있을 것으로 판단한다.

3) 한미 FTA 로 불거진 정책 불확실성은 2018년 이후 기저효과를 희석시킬 전망이다.

업계에서는 FTA 재협상 결렬에 따른 폐기 가능성은 극히 낮은 것으로 전망하고 있다. 하지만, 자동차/철강 등 미국 내 고용에 영향이 커 정치적으로 활용 가능한 분야에 중점을 두어 양허(관세를 협상세율 이상 인상하지 않는 것)정지 혹은 관세율인상 다룰 것으로 전망한다. 자동차 흑자부분에 대한 양허정지/관세부과시 흑자폭 축소될 것으로 전망함에 따라 연관 사업 타격이 불가피하다.

현대차그룹은 2016년 기준 글로벌판매/미국판매(비중)/미국생산(비중)이 각각 788.0만대/142.3만대(18.1%)/75.9만대(9.6%)로 미국판매 중 현지생산조달률은 53.4%에 불과하다. 즉 46.6%는 FTA 효과 활용해 국내 비롯해 수입 조달하고 있는 상황이다. 단순 계산 시, 현대차그룹 총판매의 8.4%(현대차 8.0%, 기아차 9.1%)는 FTA 관세 개정 시 타격 가능성 존재한다. 미국 시장 ASP 높은 점 감안 시 손익 타격은 더 클 것이다.

참고로 현대차/기아차 각각의 글로벌판매/미국판매(비중)/미국생산(비중)/미국생산조달률은 현대 글로벌판매 486.0만대/미국판매 77.5만대(15.9%)/미국생산 38.7만대(8.0%)/미국생산조달률 49.9%이며 기아 글로벌판매 302.0만대/미국판매 64.8만대(21.4%)/미국생산 37.3만대(12.3%)/미국생산조달률 53.4%로 미국 관세 인상 시 기아차의 부정적 영향이 더 클 전망이다.

참고: 내수 믹스 점검

현대차그룹의 내수 믹스는 전반적으로 개선이 크지 않을 전망이다.

현대차의 경우 G70 판매 초기로 비중 증가가 크진 않았으나, G80, EQ900 등 제네시스 라인의 비중 감소는 믹스 악화 요인이다. RV 투싼과 싼타페 노후화에 따른 비중 축소도 마찬가지로 ASP 하락을 견인하는 요인으로 작용하고 있다.

다만 2016년 12월 출시된 그랜저 영향으로 2017년 11월까지 그랜저 비중이 확대되며 믹스 부진을 방어할 것으로 판단한다. 코나 또한 동급 차종 중 단가가 높아 비중 확대에 따른 믹스 악화는 제한적일 전망이다. 전반적으로 긍정과 부정 요인이 혼조한 가운데 개선 여지가 크지 않은 상황이다.

현대차 3Q17 내수 믹스 변화: 차종비중 아반떼, 쏘나타, 투싼, 싼타페, G80 하락, 그랜저, 코나 상승

차종	3Q16	2Q17	3Q17	비중(3Q16)	비중(2Q17)	비중(3Q17)	%p qoq	%p yoy
엑센트	2,374	1,675	2,282	1.8	0.9	1.3	0.4	(0.5)
벨로스터	99	48	39	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)
아반떼	18,135	22,587	21,636	13.8	12.4	12.4	0.1	(1.3)
아이오닉	1,996	3,019	3,658	1.5	1.7	2.1	0.5	0.6
i30	252	1,108	1,384	0.2	0.6	0.8	0.2	0.6
쏘나타	18,887	26,022	19,533	14.4	14.2	11.2	(3.0)	(3.1)
i40	235	120	86	0.2	0.1	0.0	(0.0)	(0.1)
그랜저	9,787	37,809	31,580	7.4	20.7	18.2	(2.5)	10.7
아슬란	269	126	73	0.2	0.1	0.0	(0.0)	(0.2)
승용 계	52,034	92,514	80,271	39.6	50.6	46.2	(4.4)	6.6
코나	0	0	12,761	0.0	0.0	7.3	7.3	7.3
투싼	11,126	12,113	12,775	8.5	6.6	7.3	0.7	(1.1)
싼타페	17,730	12,762	11,733	13.5	7.0	6.7	(0.2)	(6.7)
맥스크루즈	1,587	1,918	1,657	1.2	1.0	1.0	(0.1)	(0.3)
RV 계	30,443	26,793	38,926	23.1	14.7	22.4	7.7	(0.8)
스타렉스	10,436	12,377	10,995	7.9	6.8	6.3	(0.4)	(1.6)
포터	16,747	28,885	22,698	12.7	15.8	13.1	(2.7)	0.3
상용 계	27,183	41,262	33,693	20.7	22.6	19.4	(3.2)	(1.3)
버스	1,451	2,332	2,117	1.1	1.3	1.2	(0.1)	0.1
트럭	5,659	6,616	6,048	4.3	3.6	3.5	(0.1)	(0.8)
소계	7,110	8,948	8,165	5.4	4.9	4.7	(0.2)	(0.7)
G70	0	0	386	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
G80	11,483	9,783	9,403	8.7	5.4	5.4	0.1	(3.3)
EQ900	3,286	3,505	3,044	2.5	1.9	1.8	(0.2)	(0.7)
제네시스 계	14,769	13,288	12,833	11.2	7.3	7.4	0.1	(3.8)
총계	131,539	182,805	173,888	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0

자료: 현대차, 키움증권

기아차의 경우도 상황은 유사하다.

우려했던 신차 모닝의 비중 확대는 적지만 주요 세단 K3, K5, K7까지 경쟁차종에 수요가 흡수되며 비중이 감소한 점과 스팅어가 이를 충분히 상쇄하지 못하는 점이 아쉬운 점이다.

다만 부분변경모델인 쏘렌토의 비중 확대로 스포티지 등 RV 비중 축소를 방어하고 있는 점이 긍정적이다. 구형 모델인 모하비와, ASP 낮지만 신차 효과가 큰 스토닉 또한 ASP를 방어하는 요인이다.

기아차 3Q17 내수 믹스 변화: 차종 비중 모닝, K3, K5, K7 하락, 스팅어, 스토닉, 쏘렌토 상승

차종	3Q16	2Q17	3Q17	비중(3Q16)	비중(2Q17)	비중(3Q17)	%p qoq	%p yoy
모닝	16,922	18,616	16,950	14.1	13.9	12.8	(1.1)	(1.4)
레이	5,031	5,279	4,347	4.2	3.9	3.3	(0.7)	(0.9)
프라이드	922	989	306	0.8	0.7	0.2	(0.5)	(0.5)
K3	7,185	7,670	6,357	6.0	5.7	4.8	(0.9)	(1.2)
K5	9,706	10,926	8,957	8.1	8.2	6.8	(1.4)	(1.4)
K7	13,024	12,499	9,893	10.9	9.3	7.5	(1.9)	(3.4)
스텅어		1,692	2,516	-	1.3	1.9	0.6	1.9
K9	462	410	322	0.4	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)
승용계	53,252	58,081	49,648	44.5	43.3	37.4	(5.9)	(7.1)
카렌스	826	850	672	0.7	0.6	0.5	(0.1)	(0.2)
카니발	15,586	19,035	17,519	13.0	14.2	13.2	(1.0)	0.2
쏘울	567	697	688	0.5	0.5	0.5	(0.0)	0.0
스토닉	-	-	4,929	-	-	3.7	3.7	3.7
니로	5,431	5,651	6,066	4.5	4.2	4.6	0.4	0.0
스포티지	10,297	11,091	9,618	8.6	8.3	7.3	(1.0)	(1.4)
쏘렌토	16,623	17,026	23,801	13.9	12.7	17.9	5.2	4.1
모하비	2,751	4,868	3,436	2.3	3.6	2.6	(1.0)	0.3
경상용계	52,081	59,218	66,729	43.5	44.2	50.3	6.1	6.8
트럭	13,556	16,039	15,654	11.3	12.0	11.8	(0.2)	0.5
버스	323	402	356	0.3	0.3	0.3	(0.0)	(0.0)
특수	498	312	270	0.4	0.2	0.2	(0.0)	(0.2)
상용계	14,377	16,753	16,280	12.0	12.5	12.3	(0.2)	0.3
총계	119,710	134,052	132,657	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0

자료: 기아차, 키움증권

개선 여지: 중국 출하 회복

현대차그룹의 중국 출하 부진은 7월 이후 전월대비 개선 지속되고 있다.

현대차그룹의 글로벌 판매 중 단일 지역으로 가장 많은 비중을 차지하고 있는 중국이 회복 무드를 보임에 따라 부진 확대되는 미국 수요를 일부 상쇄해주고 있다.

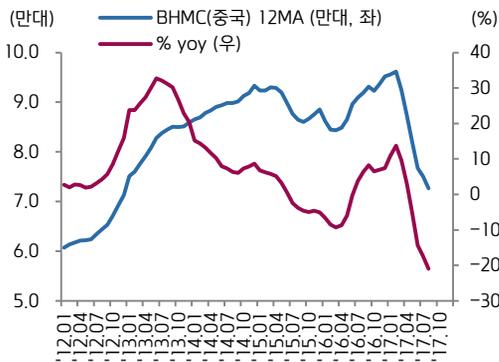
손익 측면에서 중국이 주는 효과는 완성차와 부품사가 상이하다.

지분법이익으로 법인 손익의 절반을 회수하는 완성차의 경우 중국 수요 회복에 따른 EPS 민감도가 낮으며 미국 수요에 영향을 받는 수출(높은 국내 이익 기여도 고려 시) 부진 가능성 고려 시 개선 폭은 체감할 수 있다.

반면 부품사는 출하 회복을 연결 매출액/영업이익 운기 반영될 전망이다. 자동차 부품 제조에 온전히 노출되어있는 만도와 한온시스템의 탄력성이 보다 클 수 있지만, 고객군 고려 시 실질적으로 민감도가 가장 높은 업체는 현대위아이이며 현대모비스, 만도, 한온시스템 민감도는 유사할 것으로 판단한다.

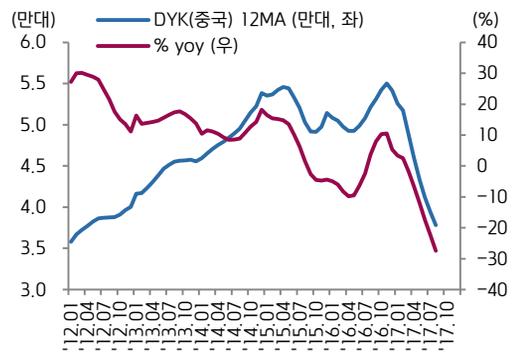
불리한 영업 환경과 낮아진 이익 불확실성을 감안할 때 중국 회복 영향을 크게 누리면서, 제조 외 부분의 이익 안정성을 보유한 업체의 투자 매력이 두각을 낼 수 있다는 점에서 현대모비스에 변별 요인이 있다고 판단한다.

현대차 중국법인 12개월 평균 출하량 추이



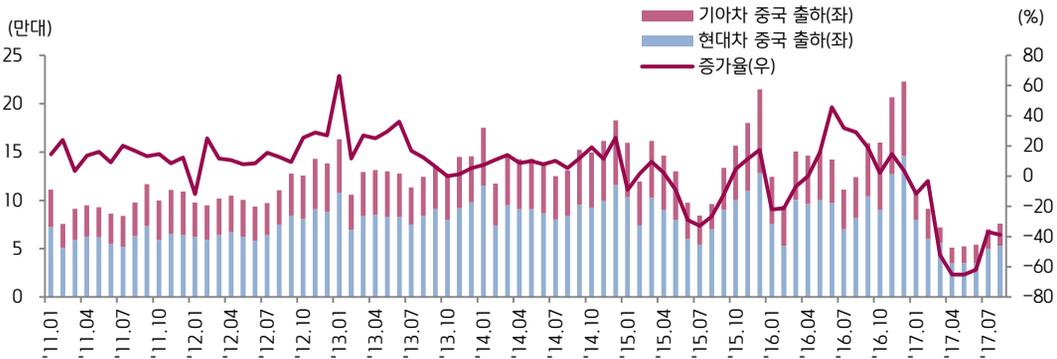
자료: 현대차, 키움증권

기아차 중국법인 12개월 평균 출하량 추이



자료: 기아차, 키움증권

현대차그룹 중국 월별 출하량 추이



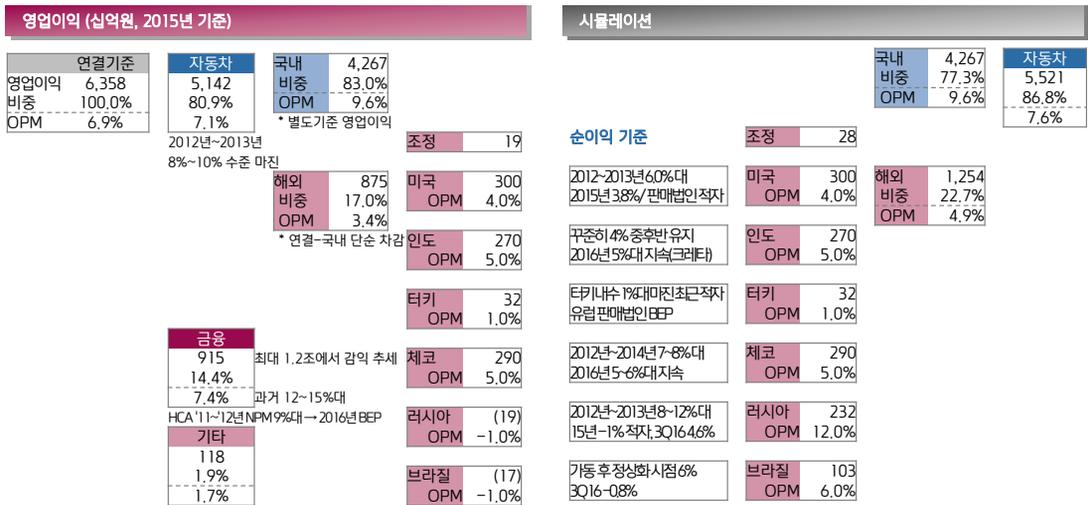
자료: 현대차, 기아차, 키움증권

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)



자료: 현대차, 키움증권

>>> Solution 1. 현대차 → 현대모비스 Switching 전략 추천

중국 부진 완화에 베팅한 현대모비스 중심의 매수 대응 전략

이슈 완화로 자동차/부품주 중 상대적으로 방어가 가능한 현대차 → 현대모비스로의 스위칭 전략이 유효하다.

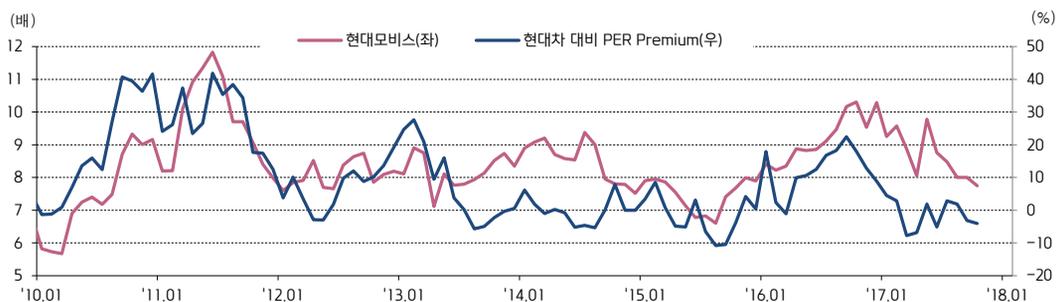
현대모비스의 1Q18까지 업종 내 주가 상승이 가장 탄력적일 전망이며, 중국 회복 감안 시 현대차 대비 저가 매력이 높기 때문이다. 그 동안 현대차 대비 떨어진 이익 가시성으로 주가 프리미엄을 반납했으나, 상대 Valuation 저점 도달로 저가 매력이 충분하다고 판단한다. 특히 현대차그룹 중국 출하 mom 회복(or yoy 감소폭 축소) 시 실적 회복이 탄력적일 것으로 판단한다. 1) 높은 현대차그룹 중국 비중을 보유하고 있어 반등 시 탄력적인 회복이 기대된다. 중국 타 OE 대응하는 경쟁사 대비 현대차 그룹 볼륨에 더 민감한 이익구조를 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	현대우아	만도	한온시스템
매출액	93,649	52,713	38,262	7,589	5,866	5,359
영업이익	5,194	2,461	2,905	263	228	169
순이익	5,720	2,755	3,047	131	-	-
지분법이익 (중국법인)	560	128	-	10	-	-
중국 매출액	-	-	9,787	626	1,705	1,176
중국 영업이익	-	-	358	39	146	79
중국 지분법이익/순이익	9.8	4.6	-	7.8	-	-
중국 매출비중	-	-	25.6	8.2	29.1	21.9
중국 영업이익비중	-	-	12.3	14.8	63.9	46.9

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

현대차 대비 현대모비스의 Valuation Premium 추이



자료: 키움증권

>>> Solution 2. 한국타이어 비중 확대 전략 유효

단기적 이익 가시성 악화로 Valuation 매력 높아진 한국타이어 매수 추천

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.

글로벌 타이어 업체 북미/유럽 가격 인상 추이: 우려했던 중국 3rd tier 가격 인하 가능성 불식한 트라이앵글의 가격 인상과 북미 인상 쉽지 않을 것으로 보았던 한국타이어 2차 가격인상 유의미

날짜	업체	지역	제품	인상시점	인상률
2017-09-18	Triangle	미국	전제품	2017.10~	6%(원가 상승 및 중국 규제 의한 물류비용 증가)
2017-09-13	한국타이어 (2차 인상)	북미	상용	2017.10~	3.5%
2017-08-01	Carlisar (2차 인상)	-	특수(농업, 건설)	2017.9~	5% (일부)
2017-07-31	Yokohama (2차 인상)	북미	상용/OTR	2017.9~	4%
2017-07-31	Trelleborg (3차 인상)	-	농업용/입업용	2017.9~	~8%
2017-07-19	Titan/Goodyear Farm (2차 인상)	북미	농업용	2017.9~	약 5%
2017-06-22	Continental/General (3차 인상)	북미	PCR/LTR	2017.7~	약 7%
2017-06-06	Bridgestone (2차 인상)	북미	트럭/OTR	2017.7~	~8%
2017-04-21	Michelin (2차 인상)	유럽	승용	2017.5~	2% ~3%
2017-04-21	Michelin (2차 인상)	유럽	상용	2017.6~	5% ~8%
2017-04-21	Michelin (2차 인상)	유럽	농업용	2017.7~	~12%
2017-04-07	Trelleborg (2차 인상)	-	산업용/건설용	2017.5~	평균 7%
2017-04-05	Goodyear (2차 인상)	북미	전제품	2017.5~	~6%
2017-03-06	Camso	-	-	2017.4~	평균 8%
2017-03-01	Continental/General (2차 인상)	북미	PCR/LTR	2017.5~	~7%
2017-03-01	Trelleborg	북미	농업용/입업용	2017.4~	8%
2017-02-24	Titan/Goodyear Farm (1차 인상)	북미	농업용	2017.4~	-
2017-02-15	Giti	북미	-	2017.4~	-
2017-02-13	Alliance	-	상용/오프로드	2017.4~	-
2017-02-10	Continental (1차 인상)	북미	상용	-	-
2017-02-10	한국타이어	북미	-	2017.4~	-
2017-02-09	Pirelli	북미/유럽	전제품	2017.4~	-
2017-02-07	금호타이어	북미	전제품	2017.4~	~8%
2017-02-02	Toyo	북미	전제품	-	-
2017-02-02	Bridgestone (1차 인상)	북미	상용	-	-
2017-02-02	Falken	-	전제품	-	-
2017-02-01	Yokohama (1차 인상)	-	전제품	2017.4~	-
2017-01-31	Michelin	북미	전제품	-	~8%
2017-01-26	Bridgestone	북미	-	-	원가 상승에 따른 가격 인상 가능성 시사
2017-01-23	넥센타이어	북미	전제품	-	평균 5%
2017-01-20	Carlisar (1차 인상)	-	특수용	2017.3~	-
2017-01-17	Goodyear (1차 인상)	-	전제품	2017.2~	~8%
2017-01-16	Cooper	-	-	-	원가 상승에 따른 가격 인상 가능성 시사
2017-01-06	Goodyear	-	-	-	원가 상승에 따른 가격 인상 가능성 시사
2016-12-21	Trelleborg (1차 인상)	유럽	농업용/입업용	2017.2~	~5%
2016-12-21	Mitas	유럽	농업용	2017.2~	~5%
2016-12-01	Bridgestone	유럽	PCR/TBR	2017.1~	3%/1%

주: 2차 가격 인상은 붉은색 표시
자료: 각 사, 언론 종합, 키움증권

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. 특히 경쟁 강도가 여전히 높은 것으로 알려진 미국 시장에서 중국업체 및 일본업체의 가격 인상에 이은 한국타이어의 2차 가격 인상은 업황 개선에 무게를 두게 하는 요인이다.

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. 미국공장 초기가동 손실에 따른 일시적 실적 부진으로 주가는 저점 수준까지 하락했기 때문이다. 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 보유한 한국타이어의 비중 확대가 유효하다.

한국타이어 vs. Top-tier 12개월 선행 PER과 평가 전략



자료: Datastream, 키움증권

참고: 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 평가(P) 이상이 어렵다면 Valuation 상승이 제한적일 것이다. 단, 영업환경이 이익 가시성을 높이는 방향(원가-평가 전가 용이, 원가율 하락 등)으로 움직인다면 이익 증가에 따른 주가 상승은 가능하다.

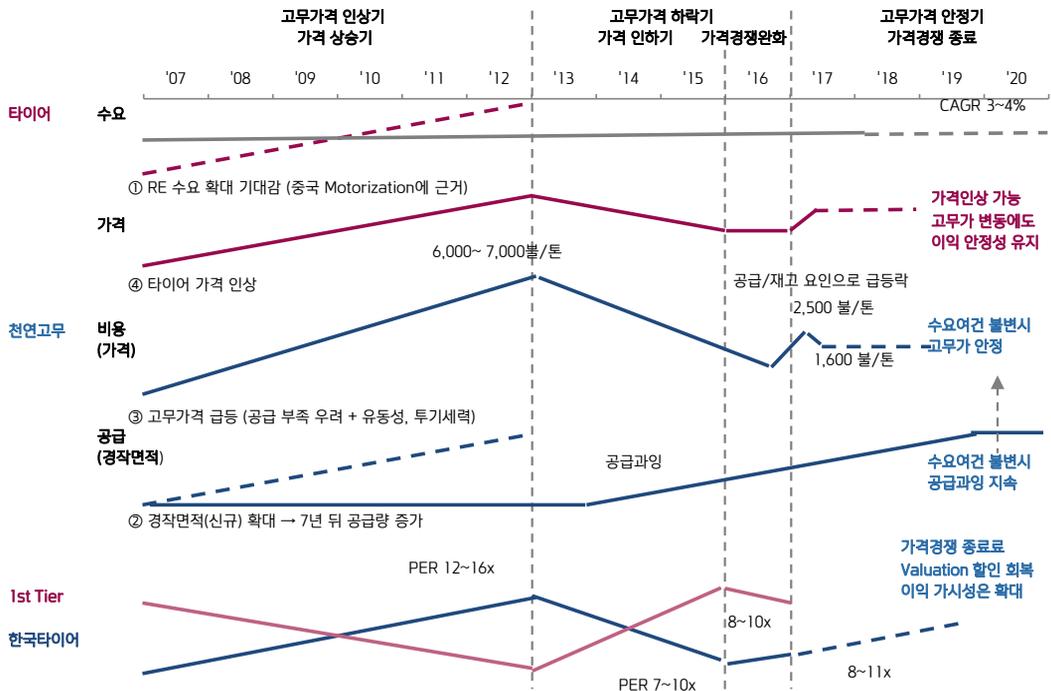
타이어 주가는 고무가격에 비례해왔다.

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

>>> Solution 3. 한온시스템 BUY & HOLD

정책 / 완성차 전략 변화가 친환경차로 수렴, 최대 수혜는 한온시스템

프랑스, 영국 정부를 발표한 2040년 정책과 앞서 발표한 인도, 독일 등 일부 국가에서 나타나는 가솔린, 디젤 자국 내 판매 금지 정책은 친환경차 수요 전망을 기존보다 높이고 있다. 프랑크푸르트 모터쇼에서도 확인했듯 유럽 브랜드 중심의 전동화 전략이 과거보다 강화되고 있다. 이러한 정책과 전략 변화 속에서 전동화의 최대 수혜 업체인 한온시스템의 수주 확대와 이익 증가가 기대된다.

주요국가별 내연기관차 판매 중단 계획

국가	년도	내용	발표 시점
영국	2040년	모든 내연기관 차량 영국 내 신규 판매 중단	2017.07
프랑스	2040년	내연기관 차량 판매 금지 발표	2017.07
인도	2030년	신규 판매 차량 100%를 순수전기차로 교체	2017.05
독일	2030년	내연기관 차량 판매 금지 결의안 통과	2016.10
네덜란드	2025년	내연기관 차량 판매 중지, 순수전기차만 판매	2016.08
노르웨이	2025년	신재생에너지 차량만 판매	2016.06

자료: 언론보도, 키움증권

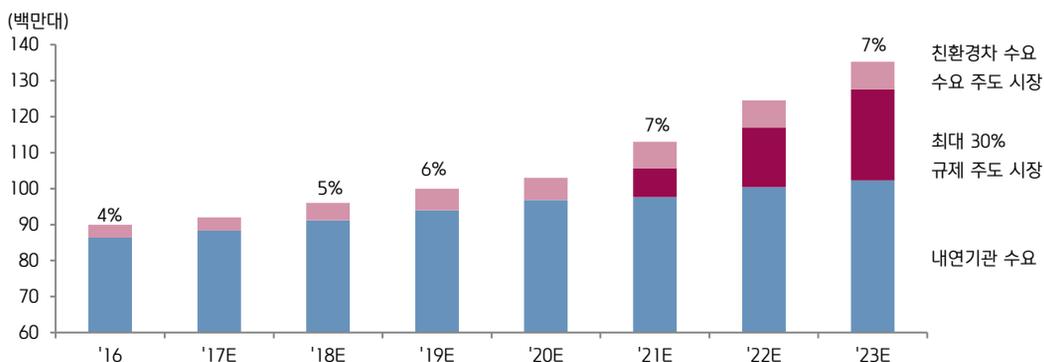
중국 전기차 PHEV 보조금 제도 현황

국가	지원 내용	보조금(단위: 위안)			
		중앙정부	지자체	세제 혜택 등	합계
전기차	1 회충전				
	주행거리 요건				
	100~150km	2만5000			8만5000~
PHEV	150~250km	4만5000	4만~6만	2만~6만	17만5000
	250km 이상	5만5000			
PHEV	50km 이상	3만	3만~3만 5000	2만~6만	8만~14만 500

자료: Kotra, 언론보도, 키움증권

정부의 공격적인 전기차 확대 정책 이후 해당 원천기술 확보와 대중화를 위한 추가 정책이 이어지진 않은 상황이나 이러한 정책 변화는 완성차 전략 변화를 급격하게 야기하고 있다. 유럽 완성차 업체는 디젤게이트 이후 클린디젤 탈피를 위해 전동화를 급격히 강화, 구체화하고 있다. 유럽 주요 3사인 VW, 다임러, BMW는 앞서 프랑크푸르트 모터쇼에서 공격적인 전동화 전략을 밝혔다.

친환경차 수요 성장의 핵심 드라이버는 규제



자료: KPMG, 키움증권

1. VW: 로드맵 E (Roadmap E) 발표

기존 2020년 30종 친환경차 확대 전략 강화. 2025년 250억 유로 투자, 80종 친환경차 확대 계획, 2030년 현재 300개 차종 1개 이상 EV 출시(2025년 전동화모델 25% 판매 계획). 300억 유로 투자, 플랫폼 확대, 생산시설, 배터리 기술 개발 확대하고, 500곳 이상 충전 시설 확대

2. 다임러: 전기차 생산 확대

2022년 벤츠 전 라인업에 전기차 모델 최소 1개 출시, 최소 50개 이상 전기차 모델 생산. 10년 이내 유럽, 북미 스마트 브랜드 모두 전기차 모델로 전환하고, 스마트 브랜드 기반 카셰어링 서비스 강화. 이에 전기차 개발에 100억유로 투자

3. BMW: 전동화 모델 타 브랜드 확대 적용

MINI 브랜드 배터리 전기차 추가, 전동 파워트레인 추가 예정. 2020년 프리미엄 전동화 차량 분야 글로벌 1위 목표 BMW 최초 상용 전기차 'i Vision Dynamics' 출시. 2021년 신형 BMW 'iNEXT' 브랜드 전기차 출시 및 2025년 총 25종 전동화 차량 출시

VW은 로드맵 E와 아우디의 자율주행 컨셉카 2종을 통해 새로운 모빌리티의 방향성을 새롭게 제시했다. 마티아스 뮐러 폭스바겐 그룹 회장 (Matthias Mueller)은 모터쇼 전시회 직전 기자회견을 통해 폭스바겐의 전기차 전략 '로드맵 E'를 공개했다. 2025년까지 그룹 브랜드 통틀어 새로운 전기차 80종 출시, 이 중 순수전기차는 23개 런칭할 계획이다. 이후 2030년까지 그룹 전 브랜드를 통틀어 약 300개 차종 중 적어도 하나 이상의 전기차 모델이 나올 수 있도록 목표치를 높일 계획을 밝혔다. 이를 위해 폭스바겐 그룹은 E-모빌리티사업(전기차 플랫폼 기반 차량 제작/공장 개선/기반시설 교체/배터리 기술 및 생산 등)에 2030년까지 200억유로 이상을 투자하기로 결정했다.

폭스바겐 '로드맵 E'

	목표연도	내용
전기차 생산 확대	2025년	80종 전기차 출시 (EV 50종, PHEV 30종) 25% 신규 모델 전동 파워트레인 탑재 최대 연 3백만대 전동화 차량 생산
	2030년	300개 차종 중 최소 1개 이상 EV 모델 출시 12개 브랜드 및 상용 브랜드 전기차 모델 확대
생산/R&D 투자	2030년	2개 전동화 플랫폼, 생산시설 등 300억유로 투자
전기 인프라 확충	2030년	미국 15개 도시 500곳 급속 충전소 설치 도시/고속도로 광범한 충전 인프라 구축
배터리 수요 대응	2025년	자체 EV 배터리 개발. 150GWh(연) 생산 능력 확보 해외 장기 파트너십 확대. 글로벌 배터리 수요 대응 MEB 플랫폼 차량 500억유로 배터리 물량 조달
내연기관 기술 강화	-	고효율, 친환경 디젤 기술로 각종 환경 규제에 대응

자료: 언론보도, 키움증권

다임러 디터 제체 회장은 향후 2022년까지 전 모델을 하이브리드를 포함 전동화 하고, 각 모델 라인별 1개의 전기차 라인을 추가해 50개 이상 전동화 모델을 갖추겠다고 밝혔다. 이를 위해 향후 100억유로를 전기차 개발을 위해 투자하겠다는 말도 빼놓지 않았다. 또한 2020년까지 '스마트' 브랜드의 모든 모델 라인업을 손질하여 모든 차량을 전기차로 바꾼다는 계획도 밝혔다. 다임러는 오는 2025년 자동차 공유 서비스(카셰어링) 이용객 수가 3천670만명에 이를 것으로 전망하고 있으며 스마트 브랜드를 활용해 전기차를 기반으로 한 카셰어링 서비스 강화에 전념할 계획이다

현재 다임러 그룹은 전기차를 통해 얻는 수익률이 일반 내연기관차의 절반에 불과하나 제조 공정의 간소화, 아웃소싱 등 원가 절감을 통해 수익성을 개선할 것이라 밝혔다. 이는 타 국가 장기 파트너십을 통해 배터리 생산 시설을 확보하는 원활한 소싱 전략을 택한 폭스바겐과 같은 맥락의 전략이라고 보여진다. 단, 최신 디젤엔진 개발에 30억유로를 투자하고 있다고 밝혀 내연기관 강화, 비중 유지 전략은 여전히 유효하다.

다임러 주요 인사 프랑크푸르트 모터쇼 언급 내용

인사	분야	내용
디터 제체 벤츠 회장 (Dieter Zetsche)	전동화 전략	향후 50개 이상 EV 모델 생산 2020년까지 유럽, 미국서 스마트 EV 경쟁력 강화, 가솔린/전기차 중심 구성
	공유 서비스	Car2go 유럽 사업 확대
	디젤 엔진 기술	친환경/고성능 디젤 엔진 연구에 10억 유로 투자 특정 엔진을 금지하는 것은 단기적인 안목

자료: 언론보도, 키움증권

다임러 전기차 & 자율주행차 전략

	목표년도	내용
전기차 생산 확대	2022년	벤츠 전 라인업에 전기차 모델 최소 1개 출시 50개 이상 전기차 모델 생산
	10년 이내	유럽, 북미 스마트 브랜드 모두 전기차 모델로 전환 스마트 브랜드 기반 카셰어링 서비스 강화
생산/R&D 투자	현재 진행	전기차 개발에 100억유로 투자 우수 디젤 엔진 개발에 30억유로 투자
자율주행차 공개	현재 진행	5레벨 자율주행차 '스마트 비전 EQ' 공개

자료: 언론보도, 키움증권

전동화 전략의 가속화로 자동차/부품/타이어는 다음과 같은 영향이 기대된다.

완성차: 이익 성장 정체 지속 → 원가 절감을 위한 전략적 대응 지속

- 매출 성장 정체 속 비용 증가 지속
- 경쟁 심화에도 ASP 상승을 위한 전략 변화 모색
- 원가 절감으로 비용 최소화 → R&D 비용 이전 (친환경차, 자율주행차)

부품사: 전동화 수혜 업종에 대해서는 Q 및 P 상승 효과 지속

- 자동차 부품 중 기존 전통적 부품을 제외한 전동화 관련 부품의 수혜 기대
- 최근 변화하는 업체들의 전동화 전략 강화는 기존 기대했던 관련 수요의 추가 증가를 의미
- 모터의 수요 확대, 효율성 높은 공조 시스템의 수요 확대
- 해당 부품의 수요 증가는 높은 단가의 채용률 증가로 ASP 상승까지 가능해 이익 성장 지속 기대

타이어: 생태계 변화에 편승 가능한 부가가치 창출 업체에 주목

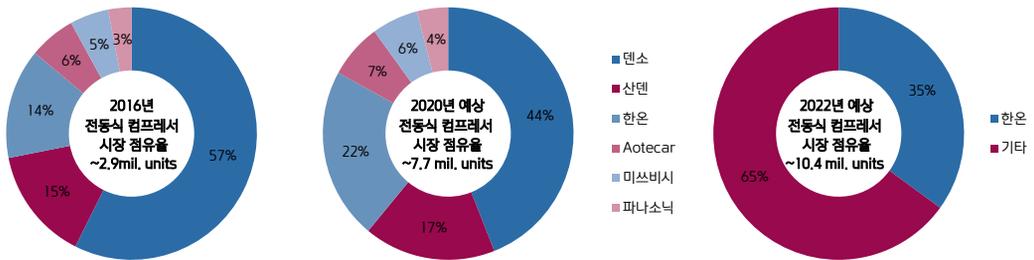
- 모빌리티 사업 확대 시 주행거리 증가로 신차용과 달리 교체용 타이어 수요 유지 개선 가능성
- 이 경우 모빌리티 서비스 업체와의 B2B 관계가 중요
(빠른 교체 대응, 서비스 품질, 다품종 소량 생산 대응 가능한 업체)
- 즉, 브랜드 가치 높고 유통 채널 다량 보유한 업체가 유리

여기서 우리가 주목해야 할 부분은 기존 대비 달라진 1) 최근 각 국 정책의 급진적 변화와 2) 완성차 업체들의 전동화 전략 강화에 있다. 수익성이 낮음을 인정하면서도 규제에 대응하기 위해 구체화되고 있는 업체들의 전략 변화 속에서 요구되는 전동화 모델의 목표 대수 및 라인업 강화(VW 2030년 판매량의 25% 전동화 모델, 다임러 전 모델에 전동화 라인업 추가 등)는 관련된 부품 수주를 받은 업체들의 추가 수주 증가와 수주 모델의 판매 증가로 이어질 수 있다는 점이다.

당사는 국내 부품사 중 이러한 수혜에 가장 가까이 있는 업체로 한온시스템을 추천했다. 수주 확대와 합작사를 통한 중국 진출은 이익 성장을 더욱 빠르게 할 것으로 판단한다. 당사는 장기적인 성장 전망에 근거해 한온시스템의 BUY & HOLD 전략을 유지한다.

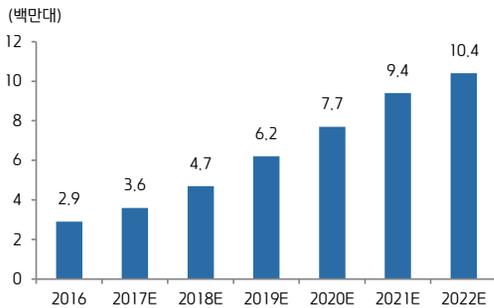
최근 전동화를 강화하고 있는 유럽계 OE로부터 전동화 전용 대규모 플랫폼 수주로 향후 늘어날 플랫폼 및 모델 확대 전략에 직접적인 수혜가 가능하다고 판단한다. 2018-2019년 신규 출시될 EV 발주 진행 중인 상황에서 후속 발주 또한 기대된다.

전동컴프레서 시장 점유율(2016년-2020년-2022년)



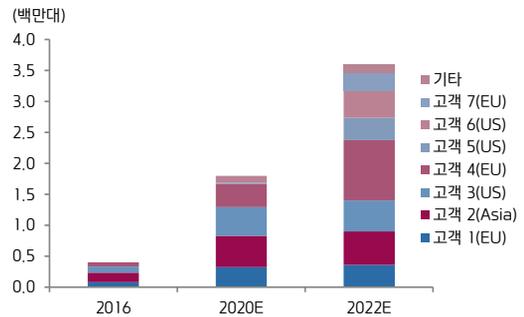
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 전망: ~2020년 성장기반(검증기간), 2020년 이후 1차 성장기 검증 받은 소수 (상위 3개사) 성장 독식 전망



자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 전동컴프레서 고객별 볼륨 전망(수주기반): 다양한 고객 통한 검증으로 성장기 수주 기반 확보, 덴소, 산덴과 선두권 경쟁하는 친환경차 핵심업체 도약

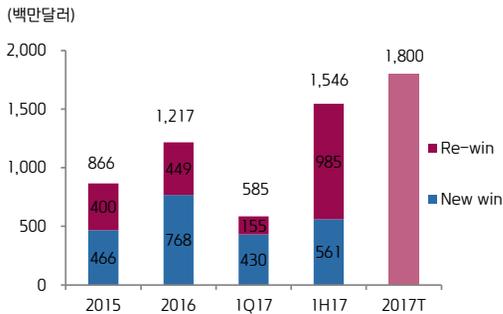


자료: 한온시스템, 키움증권

신규 진입자와 차별화된 경쟁력(다품종 대량생산 하 품질, 가격, 기술경쟁력 독보적) 보유하고 있는 한온시스템은 경쟁사 진입에도 EV 신규 런칭 시 까다로운 자동차 품질 검증 요건 상 발주 가능한 부품 사 제한적이기 때문에 한온시스템에 매우 유리하다고 판단한다.

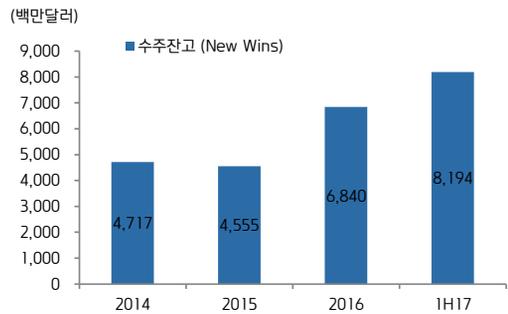
또한 각국 규제 강화와 주요 OE의 중장기 전략 변화로 EV 모델 확대되는 '18년-'19년, 신규 EV형 부품 발주가 폭발증가 시기('16년-'17년)이다. 이와 관련해 완성차가 우선 발주하는 전동 컴프레서의 후속 공조부품을 발주할 때 해당 시장을 선점하고 있는 한온시스템을 포함한 소수 업체의 수주 흐름에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 판단한다.

한온시스템 신규수주 현황:
신규수주 중 친환경차 55%, HMG/Ford 외 56%



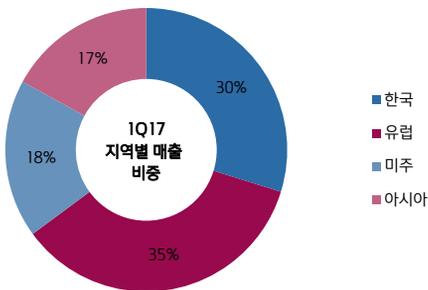
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 수주잔고(New-wins) 현황



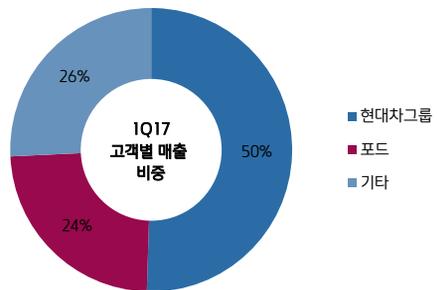
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 지역별 매출비중 (2016)



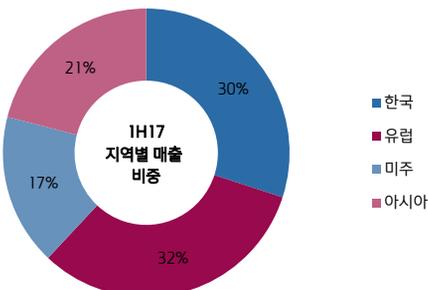
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 고객별 매출비중 (2016)



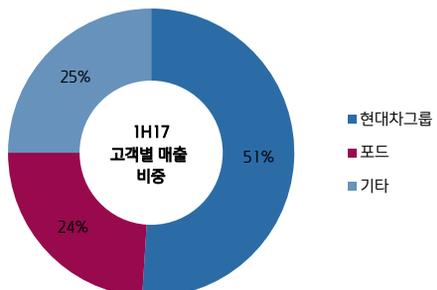
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 지역별 매출비중 (1H17)



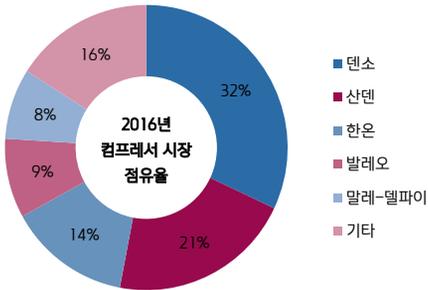
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 고객별 매출비중 (1H17)



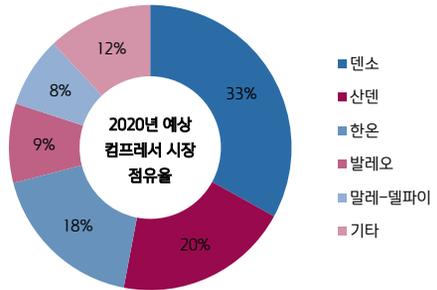
자료: 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율(2016년)



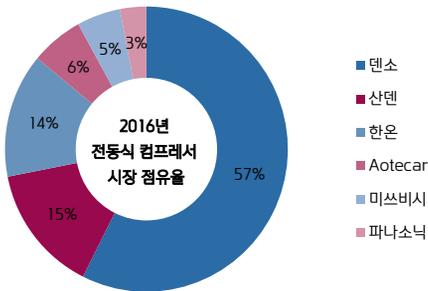
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율(2020년 예상)



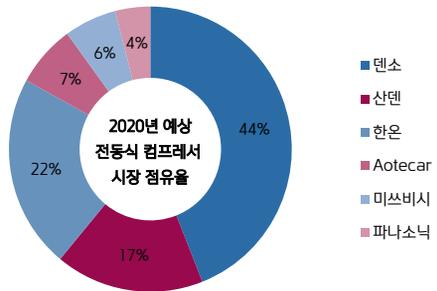
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2016년)



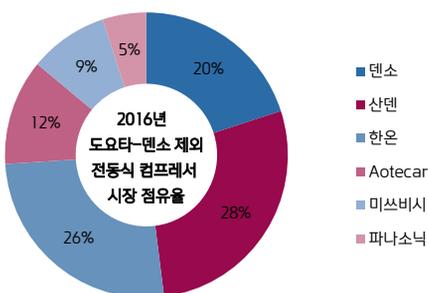
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2020년 예상)



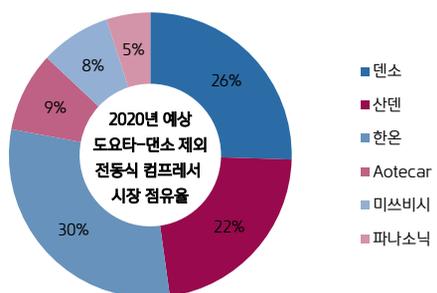
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2016년, 도요타-덴소 제외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2020년 예상, 도요타-덴소 제외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

II. 자동차/부품/타이어 3Q17 Preview

>>> 자동차/부품: 중국, 미국 부진이 국내 기저효과 희석

주요 실적 변수, 부진 지속

완성차의 경우 실적 변수 혼조로 예상에 대체로 부합하는 3Q17 실적 기대한다.

1) 유로, 위안, 달러 등 주요 통화의 원화대비 환율 상승으로 수출 수익성 개선과 해외법인 원화 환산 매출 개선되었다. 이머징 통화의 개선도 기저효과를 보다 뚜렷하게 할 전망이다. 다만 주요 시장 경쟁국인 일본의 엔화대비 원화 환율이 여전히 강세를 보이고 있어 상대적인 경쟁강도는 부정적인 영향을 주고 있다. 2) 글로벌 출하는 중국 부진이 지속된 가운데 북미 부진에도 불구하고 중국 외 출하는 국내 공장 기저효과 영향으로 전년대비 개선되었다. 3) 내수의 경우 그랜저 신차 출시에도 불구하고 제네시스, RV 비중 감소로 믹스는 유지 혹은 악화되는 모습을 보였다. 4) 기말환율 변동으로 판매보증충당금이 상승했고, 중국 부진과 기아차 통상임금 영향으로 지분법이익의 변동이 큰 점이 특징이다.

자동차 부품의 실적 변수는 중국 출하 부진 영향권에 여전히 노출되어 있다.

전반적으로 원/달러, 원/위안 등 환율 환경은 개선 되었으나 수익성 높은 중국 출하가 여전히 부진해 이익 레벨 낮추는 요인으로 작용했다. 다만 전분기 대비 중국 출하가 개선되었고, 9월 이후 감소폭이 뚜렷한 점을 감안한다면 중국 이익 비중이 높은 업체의 실적 개선은 완성차 대비 탄력적일 것으로 판단한다..

1) 평균 환율:

- > 원/달러: 1,132.24 원/달러, +1.0% yoy, +0.2% qoq
- > 원/위안: 169.65 원/위안, +1.0% yoy, +3.0% qoq
- > 원/유로: 1,330.20 원/유로, +6.3% yoy, +7.0% qoq
- > 원/루피: 17.61 원/루피, +5.1% yoy, +0.6% qoq
- > 원/헤알: 357.93 원/헤알, +3.5% yoy, +1.8% qoq
- > 원/루블: 19.21 원/루블, +10.6% yoy, -2.8% qoq
- > 원/페소: 63.53 원/페소, +6.1% yoy, +4.3% qoq
- > 원/엔: 1,020.43 원/엔, -6.8% yoy, +0.3% qoq

2) 글로벌 출하: 중국 제외 증가 전환, 국내 기저효과 영향

- > 현대차: 글로벌 107.1 만대(-1.3% yoy), 중국 외 87.9 만대(+7.0% yoy)
- > 기아차: 글로벌 69.1 만대(+0.9% yoy), 중국 외 60.8 만대(+11.2% yoy)

3) 주요 실적 이슈:

- > 중국 부진 완화: 중국부진 속도는 다소 완화되며 해외출하 회복세
- > 믹스 악화: 내수 믹스 방어 아쉬움(그랜저, 스틱어 확대 긍정적, 다만 노후화 고가 모델 수요 축소)
- > 국내 가동률 기저효과 뚜렷하나 강성노조 출현과 내년 초 한미 FTA 재협상으로 리스크 지속 부담

3Q17 Preview에서는 긍정적 요인과 부정적 요인 혼조를 보인 상기 실적 변수를 반영해 실적을 추정하였다.

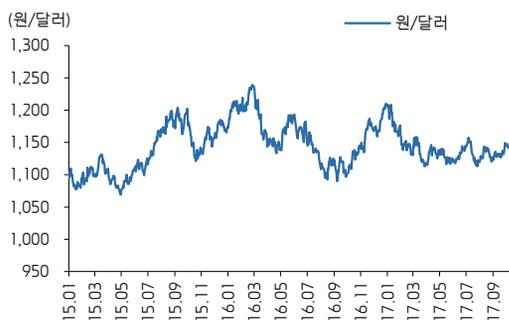
3Q17 주요 환율 추이

3Q17 주요 환율 변동 추이

3Q17	원/달러	원/위안	원/100엔	원/유로	원/루피	원/페소	원/헤알	원/루블
평균환율	1,132.24	169.65	1,020.43	1,330.20	17.61	63.53	357.93	19.21
yoy	1.0%	1.0%	-6.8%	6.3%	5.1%	6.1%	3.5%	10.6%
qoq	0.2%	3.0%	0.3%	7.0%	0.6%	4.3%	1.8%	-2.8%
기말환율	1,146.7	172.35	1,020.42	1,350.87	17.51	63.14	360.34	19.80
yoy	4.6%	5.1%	-5.8%	9.8%	6.7%	12.6%	7.2%	13.9%
qoq	0.6%	2.7%	0.3%	3.6%	-0.6%	0.0%	4.5%	3.3%

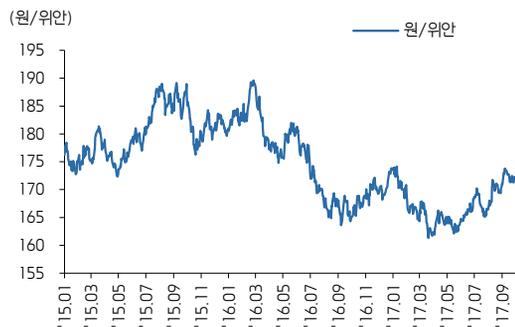
자료: BOK, Bloomberg, 키움증권

원/달러 환율: 3Q17 1,132.24, +1.0% yoy, +0.2% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

원/위안 환율: 3Q17 169.65, +1.0% yoy, +3.0% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

원/유로 환율: 3Q17 1,330.20, +6.3% yoy, +7.0% qoq



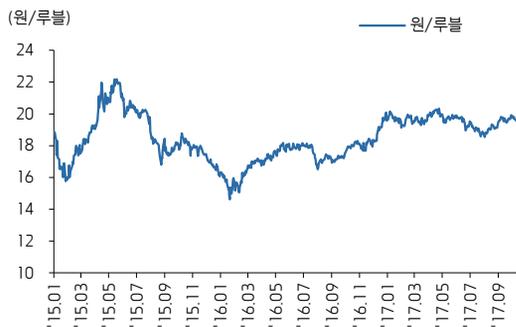
자료: Bloomberg, 키움증권

원/헤알 환율: 3Q17 357.93, +3.5% yoy, +1.8% qoq



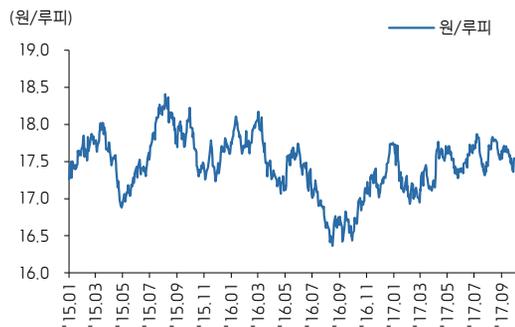
자료: Bloomberg, 키움증권

원/루블 환율: 3Q17 19.21, +10.6% yoy, -2.8% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

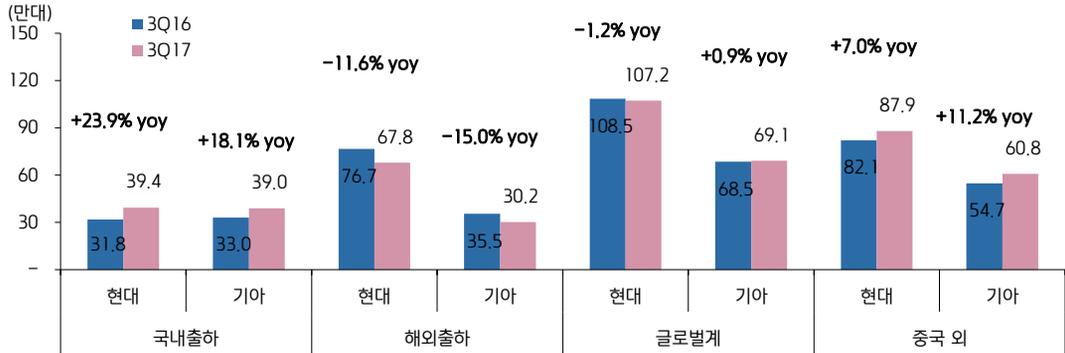
원/루피 환율: 3Q17 17.61, +5.1% yoy, +0.6% qoq



자료: Bloomberg, ECOS, 키움증권

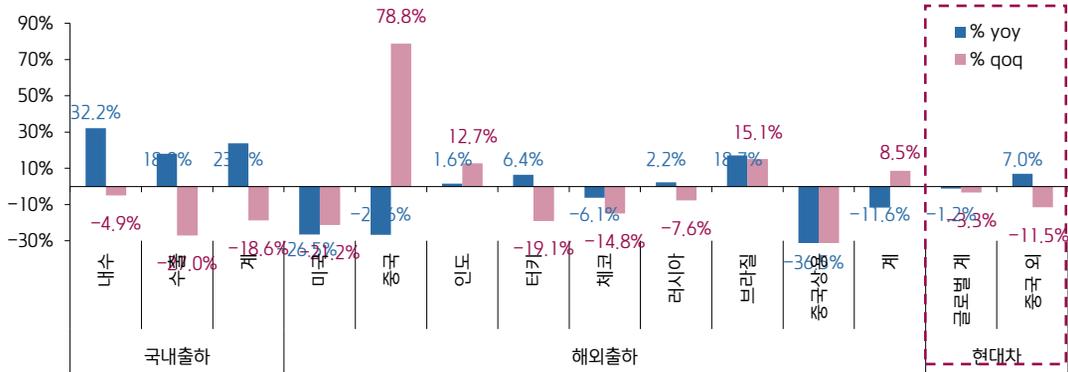
3Q17 현대기아차 출하 실적

현대기아차 3Q17 출하: 글로벌 중국 외 현대 +7.0% yoy, 기아 +11.2% yoy



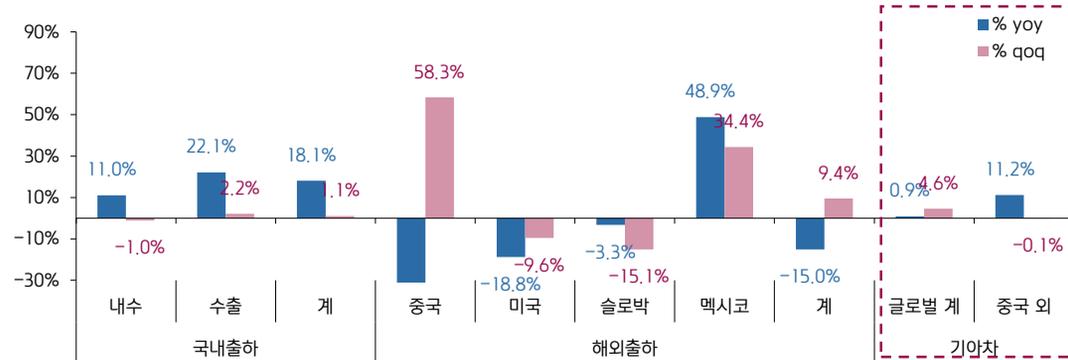
자료: 각 사, 키움증권

현대차 3Q17 출하 증가율: 글로벌 중국 외 +7.0% yoy, -11.5% qoq



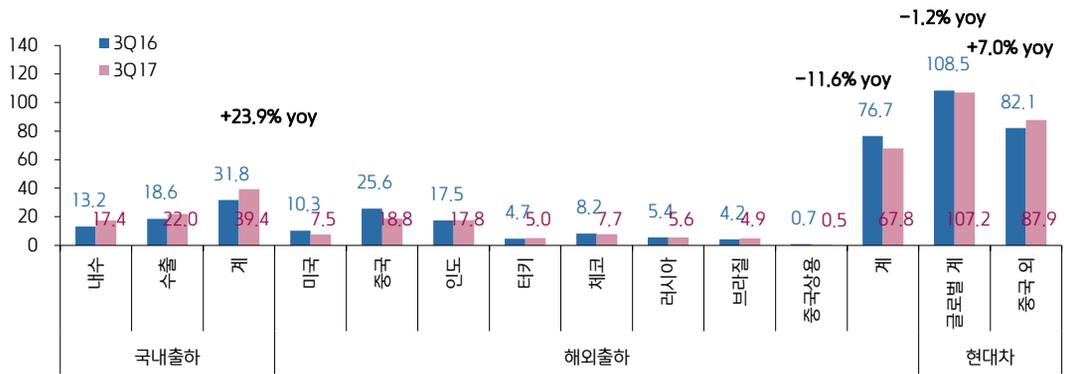
자료: 현대차, 키움증권

기아차 3Q17 출하 증가율: 글로벌 중국 외 +11.2% yoy, -0.1% qoq



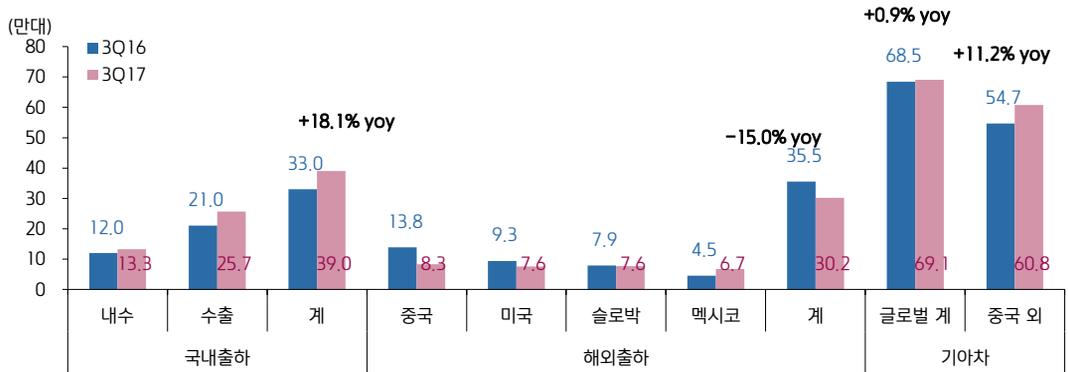
자료: 기아차, 키움증권

현대차 3Q17 출하량: 글로벌 중국 외 +7.0% yoy, -11.5% qoq



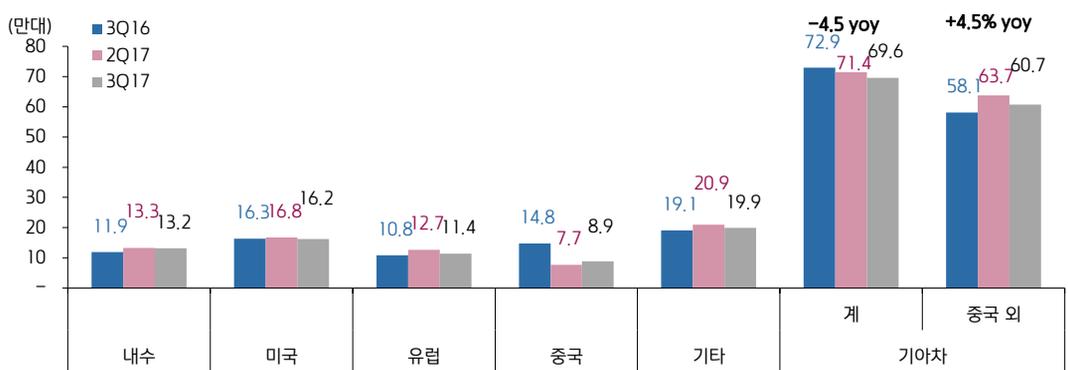
자료: 현대차, 키움증권

기아차 3Q17 출하량: 글로벌 중국 외 +11.2% yoy, -0.1% qoq



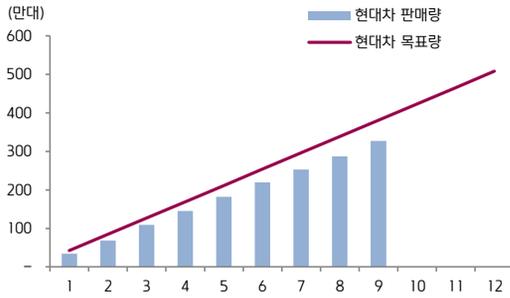
자료: 기아차, 키움증권

기아차 3Q17 리테일: 중국 외 +4.5% yoy, -4.8% qoq



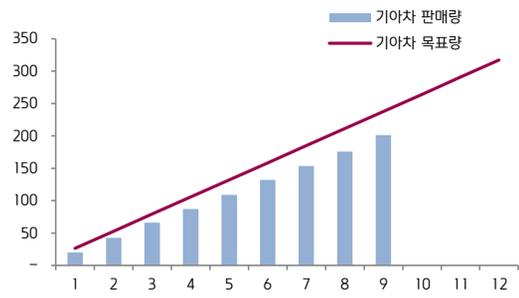
자료: 기아차, 키움증권

현대차 연간출하목표 달성률: 16.5% 미달



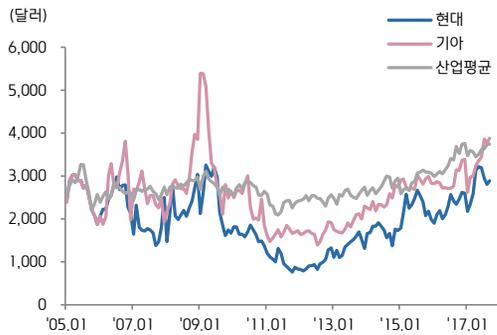
주: 연간 판매목표 508만대를 월할 계산해 누적으로 산정
자료: 현대차, 키움증권

기아차 연간출하목표 달성률: 18.2% 미달



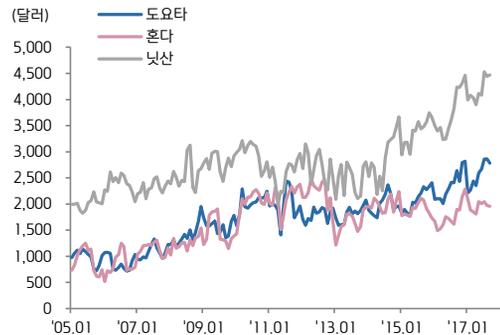
주: 연간 판매목표 317만대를 월할 계산해 누적으로 산정
자료: 기아차, 키움증권

복미 인센티브 추이: 현대차, 기아차



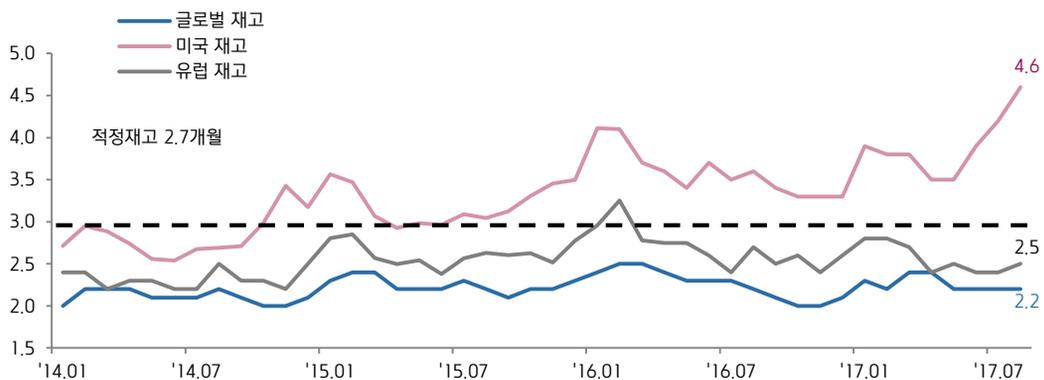
자료: Truecar, 키움증권

복미 인센티브 추이: 일본 Big 3



자료: Truecar, 키움증권

현대차 지역별 재고 추이



자료: 현대차, 키움증권

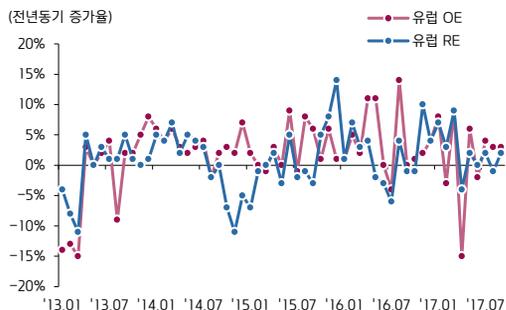
>>> 타이어: 2차 가격 인상, 원가 하락, 유럽 윈터 호조에도 개별 요인에 따른 실적 부침 존재

주요 실적 변수

타이어의 경우 3Q17 주요 실적 변수를 살펴보면, 1) 환율은 1위 시장인 유럽 매출액에 영향이 큰 원/유로 및 원/달러가 상승해 매출 성장 요인으로 판단한다. 2) 2차 가격 인상이 3Q17 이후 점진 확대 반영되며 3) 7월을 고점으로 원재료 투입 단가가 하락하는 점도 마진 스프레드 개선에 일조할 전망이다. 4) 유럽 윈터 성수기 진입으로 볼륨 또한 예상대비 호조를 보이는 점도 긍정적이다. 전년동기 한파 영향으로 윈터 재고가 낮아져 실수요 + 유통재고 축적 물량이 볼륨 증가를 견인하고 있다.

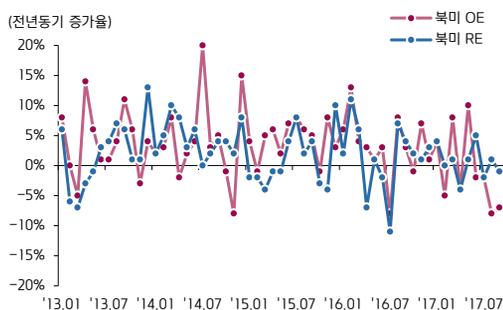
단, 업체간 실적은 개별적 이슈로 차별화 될 것으로 판단한다. 업황 호조 효과를 가장 크게 볼 것으로 기대했던 한국타이어는 미국공장 초기 가동(7월~)에 따른 손실로 일시적인 마진 훼손이 불가피할 전망이다. 다만 월 단위로 수율이 개선되고 있어 4분기 이후 실적 개선될 것이라는 기존 전망에는 변화가 없을 것으로 판단한다. 넥센타이어는 예상 실적을 기록할 것으로 전망하는 가운데, 금호타이어는 매각 불발로 인한 경영권 공백으로 실적 가시성이 떨어질 것으로 판단한다.

유럽 타이어 수요 증가율



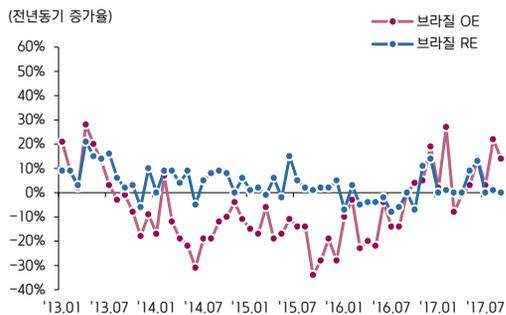
자료: Michelin, 키움증권

북미 타이어 수요 증가율



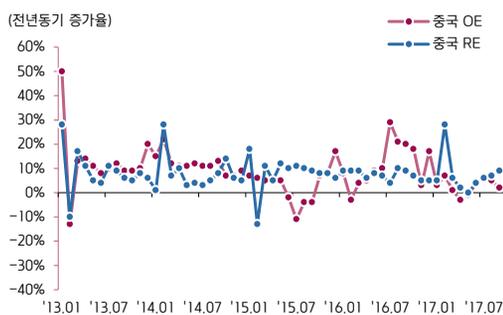
자료: Michelin, 키움증권

브라질 타이어 수요 증가율



자료: Michelin, 키움증권

중국 타이어 수요 증가율



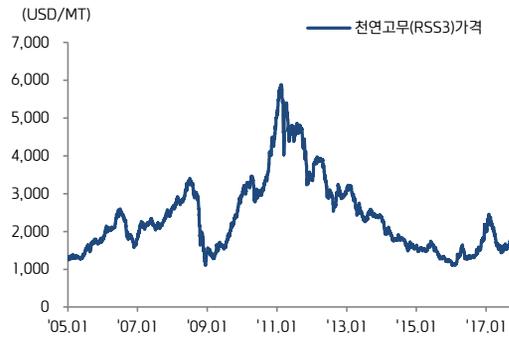
자료: Michelin, 키움증권

주요 원재료 가격을 살펴보면, 천연고무를 중심으로 일시적 원자재 가격 랠리 이후 안정세가 지속되고 있으며 완만한 상승세가 지속되고 있다. 합성고무는 동반 상승 후 하락하는 경향을 보이고 있어 2018년 상반기까지 가격 인상 + 원가 하락에 따른 스프레드 확대 전망은 변동 없이 지속될 전망이다.

3Q17에는 볼륨이 재차 증가하며 계절 성수기에 진입과 윈터타이어 판매 돌입하고, 2차 가격인상 시 추가 재고 축적되며 증가 확대될 것으로 예상된다. 이러한 마진 확대 기초는 투입원가가 전년동기비 하락세를 지속할 것으로 예상하는 3Q17까지 지속될 전망이다.

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

천연고무 가격 추이



자료: Datastream, 키움증권

합성고무 가격 추이



자료: Datastream, 키움증권

한국타이어 PER 추이



자료: 키움증권

>>> 3Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

3Q17 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

자동차/부품 3Q17 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
현대차	매출액	22,083.7	24,308.0	23,260.9	5.3	(4.3)	23,221.5	0.2
	영업이익	1,068.1	1,344.5	1,181.2	10.6	(12.1)	1,190.5	(0.8)
	세전이익	1,494.7	1,165.0	885.7	(40.7)	(24.0)	1,282.4	(30.9)
	지배순이익	1,061.4	816.9	656.3	(38.2)	(19.7)	940.5	(30.2)
	영업이익률	4.8	5.5	5.1	0.2	(0.5)	5.1	(0.0)
	세전이익률	6.8	4.8	3.8	(3.0)	(1.0)	5.5	(1.7)
	지배순이익률	4.8	3.4	2.8	(2.0)	(0.5)	4.1	(1.2)
기아차	매출액	12,698.9	13,578.4	13,187.0	3.8	(2.9)	13,098.5	0.7
	영업이익	524.7	404.0	(362.9)	적전	적전	(218.0)	-
	세전이익	879.3	517.8	(423.1)	적전	적전	(134.7)	-
	지배순이익	664.4	389.6	(422.3)	적전	적전	(138.6)	-
	영업이익률	4.1	3.0	(2.8)	(6.9)	(5.7)	(1.7)	-
	세전이익률	6.9	3.8	(3.2)	(10.1)	(7.0)	(1.0)	-
	지배순이익률	5.2	2.9	(3.2)	(8.4)	(6.1)	(1.1)	-
현대 모비스	매출액	8,778.1	8,282.4	8,376.9	(4.6)	1.1	8,555.2	(2.1)
	영업이익	721.7	492.4	557.0	(22.8)	13.1	598.2	(6.9)
	세전이익	959.2	689.9	783.2	(18.4)	13.5	835.9	(6.3)
	지배순이익	704.5	481.2	579.6	(17.7)	20.4	619.3	(6.4)
	영업이익률	8.2	5.9	6.6	(1.6)	0.7	7.0	(0.3)
	세전이익률	10.9	8.3	9.3	(1.6)	1.0	9.8	(0.4)
	지배순이익률	8.0	5.8	6.9	(1.1)	1.1	7.2	(0.3)
현대 위아	매출액	1,743.9	1,813.3	1,783.2	2.2	(1.7)	1,831.7	(2.6)
	영업이익	64.0	30.1	40.3	(36.9)	33.9	45.7	(11.7)
	세전이익	25.6	37.5	31.8	24.4	(15.1)	45.3	(29.7)
	지배순이익	0.7	40.3	23.4	3,045.8	(41.9)	30.9	(24.4)
	영업이익률	3.7	1.7	2.3	(1.4)	0.6	2.5	(0.2)
	세전이익률	1.5	2.1	1.8	0.3	(0.3)	2.5	(0.7)
	지배순이익률	0.0	2.2	1.3	1.3	(0.9)	1.7	(0.4)
한은 시스템	매출액	1,283.1	1,373.3	1,294.2	0.9	(5.8)	1,294.3	(0.0)
	영업이익	106.7	102.7	95.8	(10.2)	(6.8)	100.0	(4.2)
	세전이익	101.8	98.4	99.0	(2.8)	0.6	101.6	(2.6)
	지배순이익	69.0	67.2	72.3	4.9	7.7	71.6	1.1
	영업이익률	8.3	7.5	7.4	(0.9)	(0.1)	7.7	(0.3)
	세전이익률	7.9	7.2	7.6	(0.3)	0.5	7.9	(0.2)
	지배순이익률	5.4	4.9	5.6	0.2	0.7	5.5	0.1
S&T 모티브	매출액	276.4	292.7	282.5	2.2	(3.5)	290.6	(2.8)
	영업이익	24.5	22.1	23.4	(4.7)	5.6	24.1	(3.0)
	세전이익	6.6	40.7	28.4	330.3	(30.2)	27.6	2.8
	지배순이익	6.5	29.8	20.9	222.2	(29.7)	20.8	0.8
	영업이익률	8.9	7.6	8.3	(0.6)	0.7	8.3	(0.0)
	세전이익률	2.4	13.9	10.0	7.7	(3.8)	9.5	0.5
	지배순이익률	2.4	10.2	7.4	5.1	(2.8)	7.1	0.3

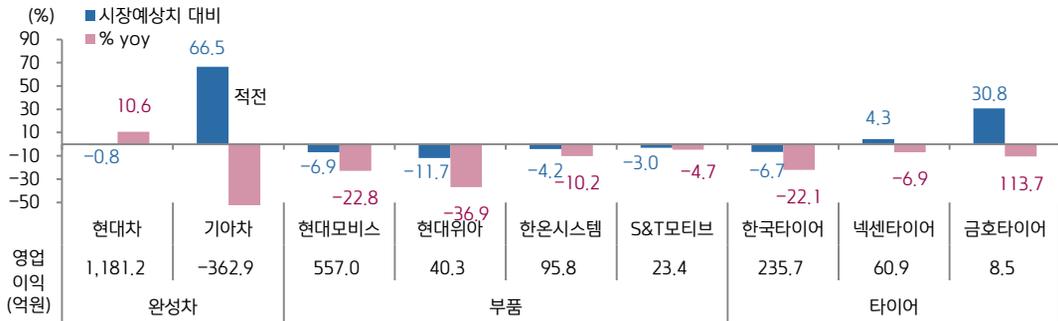
자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

타이어 3Q17 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
한국 타이어	매출액	1,657.6	1,666.9	1,792.7	8.1	7.6	1,753.0	2.3
	영업이익	302.6	204.6	235.7	(22.1)	15.2	252.6	(6.7)
	세전이익	270.5	212.7	244.6	(9.6)	15.0	253.8	(3.6)
	지배순이익	206.5	175.5	202.5	(2.0)	15.3	194.6	4.0
	영업이익률	18.3	12.3	13.1	(5.1)	0.9	14.4	(1.3)
	세전이익률	16.3	12.8	13.6	(2.7)	0.9	14.5	(0.8)
	지배순이익률	12.5	10.5	11.3	(1.2)	0.8	11.1	0.2
넥센 타이어	매출액	470.2	514.1	515.4	9.6	0.3	505.4	2.0
	영업이익	65.4	43.6	60.9	(6.9)	39.8	58.4	4.3
	세전이익	53.6	39.9	48.5	(9.4)	21.7	51.5	(5.8)
	지배순이익	46.3	29.3	39.4	(15.0)	34.1	37.7	4.4
	영업이익률	13.9	8.5	11.8	(2.1)	3.3	11.5	0.3
	세전이익률	11.4	7.8	9.4	(2.0)	1.7	10.2	(0.8)
	지배순이익률	9.9	5.7	7.6	(2.2)	1.9	7.5	0.2
금호 타이어	매출액	710.1	712.2	705.0	(0.7)	(1.0)	722.3	(2.4)
	영업이익	9.5	(22.5)	8.5	(10.6)	흑전	6.5	30.8
	세전이익	(31.6)	(53.6)	(27.2)	적지	적지	(25.8)	-
	지배순이익	(31.4)	(48.4)	(29.2)	적지	적지	(27.6)	-
	영업이익률	1.3	(3.2)	1.2	(0.1)	4.4	0.9	0.3
	세전이익률	(4.4)	(7.5)	(3.9)	0.6	3.7	(3.6)	(0.3)
	지배순이익률	(4.4)	(6.8)	(4.1)	0.3	2.7	(3.8)	(0.3)

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

3Q17 Preview: 9월 감소폭 축소한 중국은 3분기 부진 지속되며 실적 악화. 국내 개선에도 미국 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)

- 3Q17 영업이익 1.18조원(+10.6% yoy, -12.1% qoq, OPM 5.1%), 컨센서스 1.19조원 0.8% 하회 전망
- 1) 내수 그랜저 판매 확대에도 RV 및 제네시스 판매 감소로 믹스 악화, 2) 해외 미국 및 중국 부진으로 믹스 악화로 전년동기 국내 출하 부진에 대한 기저효과를 충분히 누리지는 못할 전망
- '18년 PER 8.2배로 중국 출하 회복을 가정한 수준으로 주가는 수렴할 것으로 전망. 단, 주가 회복 위해선 개선 중인 믹스, 이머징 실적 외에도 환율 개선, 미국 회복(재고조정, 신차효과), FTA 및 국내 노조이슈 불확실성 해소 필요. G70, 신타페 등 믹스 개선 전환 기대 하나, 환율, 파업, FTA 등 이슈 변화에 따라 주가 회복 속도가 결정될 전망

기아차(000270) (BUY/ TP 40,000원/ 하향)

- 3Q17 영업적자 3,629억원(적전 yoy, 적전 qoq, OPM -2.8%), 컨센서스 -2,180억원 하회 전망
- 1) 국내 통상임금 패스 판결로 1.2조원(영업비용 9천억/영업외비용 3천억) 비용 발생에 따른 영업 적자 불가피한 가운데, 2) 내수 스토닉, 스팅어, 쏘렌토 판매 확대가 K5, K7, 스포티지 등 감소 믹스 악화 방어, 3) 해외 미국 부진, 재고 확대, 중국 출하 부진으로 실적 악화 전망
- '18년 PER 5.8배. 통상임금 불확실성 해소 이후 주가 할인 해소되나 추세적인 주가 상승은 뚜렷한 미국 회복과 FTA 등 이슈 변화에 따라 달라질 전망

현대모비스(012330) (BUY/ TP 320,000원/ 유지) (자동차/부품 단기 매수 추천)

- 3Q17 영업이익 5,570억원(-22.8% yoy, +13.1% qoq, OPM 6.3%), 컨센서스 5,982억원 6.9% 하회 전망
- 현대차그룹 중국을 포함한 글로벌 출하 감소로 매출액은 모듈을 중심으로 감소하는 가운데, 중국 출하 부진 지속으로 모듈 마진(2.6%) 하락, 유로 환율 개선으로 A/S(23.7%) 고마진 유지
- '18년 PER 7.5배. 3Q17 현대차그룹 중국출하 감소폭이 축소되는 시점에서 현대차 대비 낮은 Valuation은 주가 상승탄력을 업종 내 가장 높힐 전망. 현대차와의 Valuation Gap 축소에 베풀 추천. 연말~연초 중국 출하 부진 완화와 A/S 성수기 진입으로 높아질 이익 가시성을 염두한 할증 재개에 기인

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

- 3Q17 영업이익 403억원(-36.9% yoy, +33.9% qoq, OPM 2.3%), 컨센서스 457억원 11.7% 하회 전망
- 중국 출하 부진에 따른 CKD 물량 감소, 2.0L 이하 소비세 인하 축소에도 해당 차급 모델 확대 영향으로 중국 부진 지속. 디젤, 서산, 멕시코 등 가동률 정상화 시점이 지연되며 고정비 부담이 상반기 내내 지속
- 기계도 Captive향 설비 교체 수요로 회복되나 수익성 회복은 지연. 현대차그룹 엔진공장 리뉴얼에 따른 FA 매출 증가로 연 600억원 수준 순증하며 실적 개선 견인하기에 미미
- '18년 PER 8.4배. 중국 회복을 염두하더라도 현대모비스, 현대차 대비 높은 Valuation은 부담. 서산, 디젤 가동 정상화 감안해도 멕시코 불확실성 확대. 기계 및 중국 엔진 회복 지연 부담. 중국 가동 회복과 멕시코, 서산 가동 정상화 시 적정 마진에 대한 윤곽 드러나며 주가는 완만한 회복 기대

한온시스템(018880) (BUY/ TP 16,000원/ 유지)

- 3Q17 영업이익 958억원(-10.2% yoy, -6.8% qoq, OPM 7.4%), 컨센서스 1,000억원 4.2% 하회 전망
- 중국 출하부진, 전년동기 일회성 환입으로 인한 역기저효과로 이익은 전년동기비 감소하나, 1) 유럽 자동차 업체들의 전동화 전략 강화, 2) 유럽 턴어라운드 효과 가시화, 3) 이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 회복과 4) 중국 합작사 이슈 진전이 향후 성장 속도를 예상보다 가속화할 전망
- '19년 PER 13.5배로 최근 정책/완성차 전략 변화 이슈로 친환경차 확대 기대감 팽배해 주가 상승이 앞으로 견조할 전망. 추가 중국 사업 확대, 친환경 부품 수주 지속 기대되며, E-Comp 진입장벽 높아 경쟁사 진출 쉽지 않아 주가 프리미엄은 유지 확대 전망

S&T모티브(064960) (BUY/ TP 59,000원/ 유지)

- 3Q17 영업이익 234억원(-4.7% yoy, +5.6% qoq, OPM 8.3%), 컨센서스 241억원 3.0% 하회 전망
- 지난 4Q16 발생한 세무조사 추징금과 GE 품질관련 클레임 비용의 일부 환입 이슈(일회성)로 실적은 예상치에 대체로 부합할 전망. 원/달러 상승에 따른 S&TC과 본사 매출 50% 이상인 직수출 수익성 소폭 개선으로 관련 실적 회복되고 본업 수익성은 높은 수준 유지되나 전반적인 이익 성장세는 주춤
- '18년 PER 8.8배로 밴드 하단 수준이나 주가 상승 탄력은 낮을 전망. 방산 불확실성 일부 완화(소총 설계에 대한 지적재산권 인정), 모터 등 친환경 관련 부품의 물량 확대에 성장 기대감은 높으나, 방산 부문 실적이 과거대비 축소된 점과 2017년 이익의 성장의 가시성 다소 낮은 점, GM 코리아 철수 가능성은 과거 PER 고점까지 상승을 제한하는 요인

한국타이어(161390) (BUY/ TP 92,000원/ 유지) (업종 Top-pick)

- 3Q17 영업이익 2,357억원(-22.2% yoy, +15.2% qoq, OPM 13.1%), 컨센서스 2,526억원 6.7% 하회
- 유로 환율 개선, 유럽 타이어 (윈터 포함) 호조 영향으로 매출 성장세는 예상보다 높고, 원재료비 투입단가 하락, 가격 인상 반영으로 내재 스프레드는 개선세. 다만, 미국 공장 초기가동에 따른 손실 영향으로 매출 원가가 일시 상승해 이익 회복이 일시 지연될 전망
- '18년 PER 7.1배로 가격 인하 국면의 주가 밴드 하단 수준으로 매우 저평가. 이번 3Q17 실적 전후 매수 적기로 판단. 2차 판가 인상 점진 반영에 따른 실적 개선 효과가 4Q17~1H18 두드러질 것으로 판단하기 때문. 판가 인상 시 Valuation 평균인 PER 11.2배까지 주가 상승 가능. 업종 Top-pick 유지

넥센타이어(073240) (BUY/ TP 18,000원/ 유지)

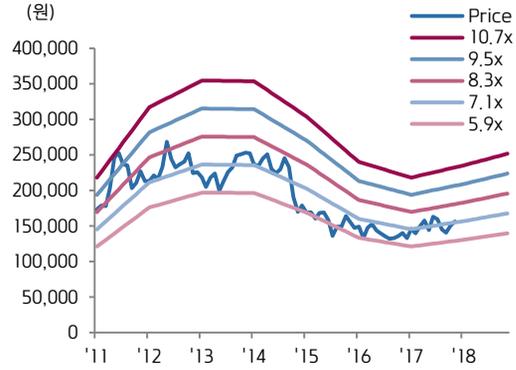
- 3Q17 영업이익 609억원(-6.9% yoy, +39.8% qoq, OPM 11.8%), 컨센서스 584억원 4.3% 상회 전망
- 3Q17 투입원가는 하락한 고무가 반영되는 분기로 마진 회복 전환 전망. 4Q17에도 급락한 고무가 투입으로 원가율은 추가 하락하나 북미시장 가격 경쟁이 아직 유지되고 있어 경영 환경은 유럽비중 높은 한국타이어 대비 열위. 4Q17 이후 볼륨 증가가 향후 유럽 CAPA 확대에 따른 영업 레버리지를 극대화할 전망
- '18년 PER 9.0배. 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 단기적으로 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 한국타이어 대비 1) 판가인상 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 7,000원/ 하향)

- 3Q17 영업이익 85억원(-10.6% yoy, 흑전 qoq, OPM 1.2%), 컨센서스 65억원 30.8% 상회 전망
- 중국 공장 이전 완료에 따른 가동률 및 수익성 회복세와 원재료 투입비용 하락으로 실적 개선세. 연말로 갈수록 중국 공장 이전 및 미국 정상화로 가동률 회복 기대되나, 중국 수요 회복과 원만한 매각 확인 필요
- M&A 불발로 주가 하방 압력 높았으나, 경영진 변경과 채권단의 경영개선전략 재가동으로 손익은 정상화 수순으로 수렴할 수 있을 것으로 전망. 남경공장 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

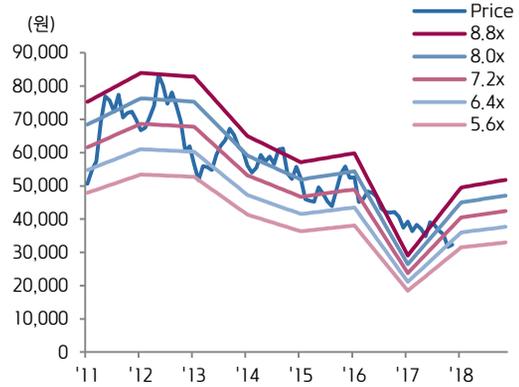
참고: 키움 Coverage Valuation Trend

현대차 PER Band



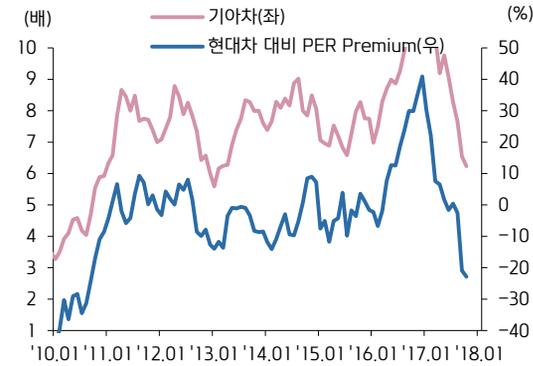
자료: 키움증권

기아차 PER Band



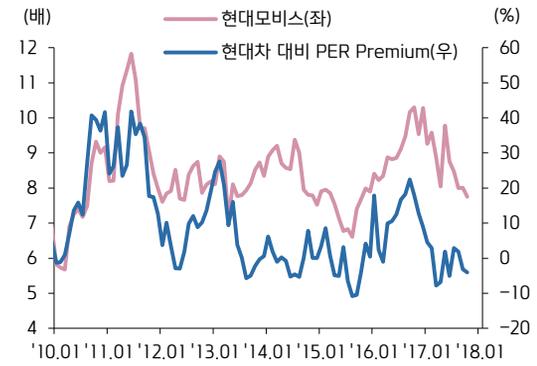
자료: 키움증권

기아차, 현대차 대비 PER Premium 추이



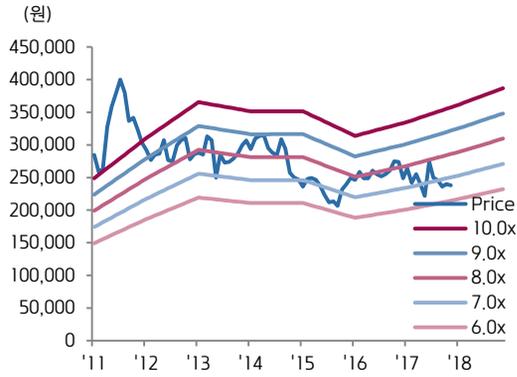
자료: 키움증권

현대모비스, 현대차 대비 PER Premium 추이



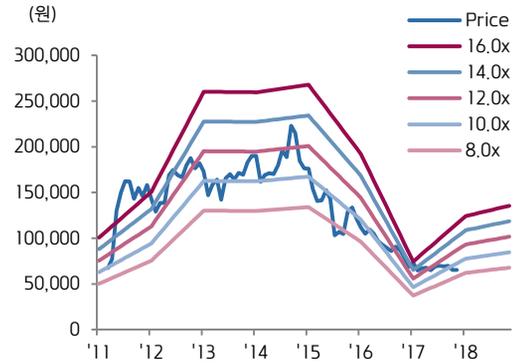
자료: 키움증권

현대모비스 PER Band



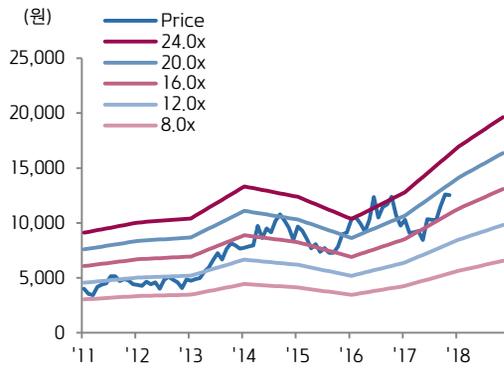
자료: 키움증권

현대위아 PER Band



자료: 키움증권

한온시스템 PER Band



자료: 키움증권

S&T모티브 PER Band



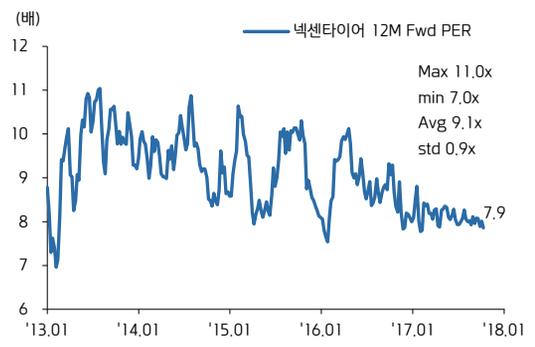
자료: 키움증권

한국타이어 12개월 선행. PER Band



자료: Datastream, 키움증권

넥센타이어 12개월 선행. PER Band



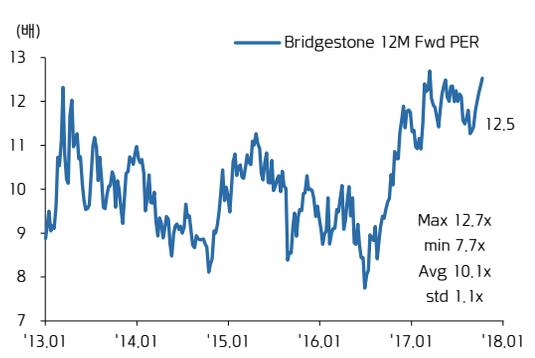
자료: Datastream, 키움증권

금호타이어 12개월 선행. PER Band



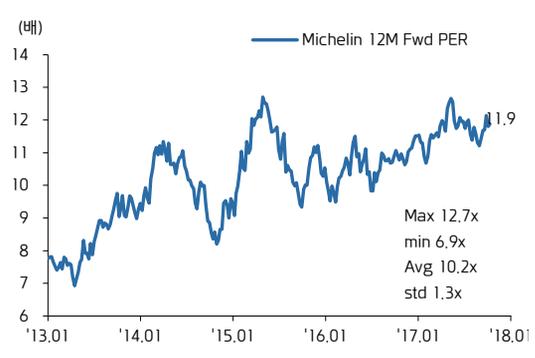
자료: Datastream, 키움증권

Bridgestone 12개월 선행. PER Band



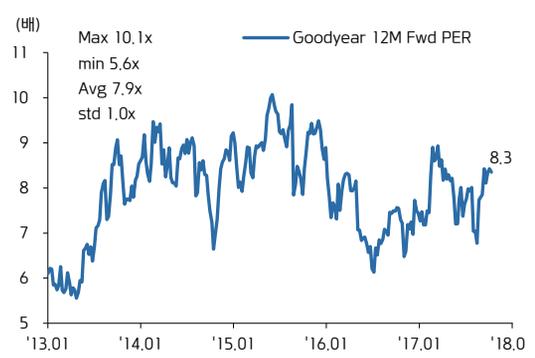
자료: Datastream, 키움증권

Michelin 12개월 선행. PER Band



자료: Datastream, 키움증권

Goodyear 12개월 선행. PER Band



자료: Datastream, 키움증권



기업분석

- 현대차(005380) 주가 회복에 필요한 3가지 BUY(Maintain)/TP 185,000원(유지)
- 기아차(000270) 산(中)넘어 산(美, 韓) BUY(Maintain)/TP 40,000원(하향)
- 현대모비스(012330) 업종 내 방어주 BUY(Maintain)/TP 320,000원(유지)
- 현대위아(011210) 완만한 회복 기대 Outperform(Maintain)/TP 70,000원(유지)
- 한온시스템(018880) 친환경차 확대와 사업 확장 BUY(Maintain)/TP 16,000원(유지)
- S&T모티브(064960) 모멘텀이 필요해 BUY(Maintain)/TP 59,000원(유지)
- 한국타이어(161390) Bargain Hunting! BUY(Maintain)/TP 92,000원(유지)
- 넥센타이어(002350) 시장 예상치 부합하는 실적 BUY(Maintain)/TP 18,000원(유지)
- 금호타이어(073240) 채권단 주도의 정상화 기대 BUY(Maintain)/TP 7,000원(하향)

현대차 (005380)



BUY(Maintain)

주가(10/17) 149,500원

목표주가 185,000원

섹터 내 중장기 투자 대안으로 추천합니다. 2018년 상반기 산타페 북미 출시로 부진한 미국 시장 대응 가능하고, 제네시스 라인업 확대에 ASP 방어 가능하기 때문입니다. 다만, 1Q18까지 국내 노조, 북미 부진 이슈가 지속될 여지 있어 단기 투자 매력도는 중국 회복으로 이익 개선되는 현대모비스대비 열위로 판단합니다.

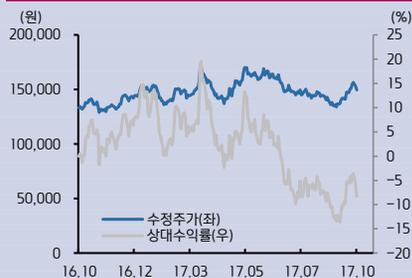
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	393,170억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	170,000원	129,000원	
최고/최저가 대비 등락	-12.06%	15.89%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	9.5%	5.2%
	6M	3.8%	-10.3%
	1Y	12.4%	-8.3%

Company Data

발행주식수	285,479천주
일평균 거래량(3M)	548천주
외국인 지분율	52.3%
배당수익률(17.E)	2.9%
BP (17.E)	247,302원
주요 주주	현대모비스(주) 28.2%
	국민연금공단 8.0%
	The Capital Group Companies 6.6%

Price Trend



주가 회복에 필요한 3가지

>>> 정책, 북미, 국내 불확실성 해소 필요

사드 이슈 완화와 신차 출시로 중국 출하 부진에서 회복 기대감이 확대된 9월을 저점으로 주가는 회복세. 그러나 추석 연휴 합의된 한미 FTA 조정 가능성과 북미 수요 호조에 부진했던 점유율, 강성 노조위원장 취임으로 노사협상 결렬시 국내 출하가 다시 부진해질 가능성은 주가의 추세적인 상승을 저해하는 요인으로 판단

>>> 3Q17 영업이익 1.18조원 전망

3Q17 영업이익 1.18조원(+10.6% yoy, -12.1% qoq, OPM 5.1%), 컨센서스 1.19조원 0.8% 하회 전망. 전년 1) 내수 그랜저 판매 확대에도 RV 및 제네시스 판매 감소로 믹스 악화, 2) 해외 미국 부진, 이머징 개선으로 믹스 악화 및 중국 출하 부진으로 전년동기 국내 출하 부진에 대한 기저효과를 충분히 누리지 못할 전망

>>> BUY, 목표주가 185,000원 유지

현대차에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 185,000원 유지. 중국 출하 회복을 가정 한 수준으로 주가는 수렴할 것으로 전망. 단, 주가 회복을 위해서는 개선 중인 믹스, 이머징 실적 외에도 환율 개선, 미국 회복(재고조정, 신차효과), FTA 및 국내 노조이슈 불확실성 해소가 필요. G70, 산타페 등 믹스 개선 전환은 기대하나, 환율, 영업, FTA 등 이슈 변화에 따라 주가 회복 속도가 결정될 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	919,587	936,490	955,150	1,002,180	1,075,932
영업이익(억원)	63,579	51,935	49,801	54,289	59,884
EBITDA(억원)	91,519	85,523	79,737	84,024	89,656
세전이익(억원)	84,594	73,071	53,888	69,319	75,541
순이익(억원)	65,092	57,197	42,721	54,207	59,148
지배주주지분순이익(억원)	64,173	54,064	40,253	51,907	56,627
EPS(원)	22,479	18,938	14,100	18,183	19,836
증감율(%YoY)	-12.7	-15.8	-25.5	29.0	9.1
PER(배)	6.6	7.7	10.6	8.2	7.5
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	7.6	7.3	7.5
영업이익률(%)	6.9	5.5	5.2	5.4	5.6
순이익률(%)	7.1	6.1	4.5	5.4	5.5
ROE(%)	10.1	8.2	5.8	7.0	7.2
순부채비율(%)	24.8	28.5	26.6	26.2	31.7

현대차 3Q17 Preview: 영업이익은 1.18조원을 기록해 컨센서스 0.8% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	22,083.7	24,308.0	23,260.9	5.3	(4.3)	23,221.5	0.2
영업이익	1,068.1	1,344.5	1,181.2	10.6	(12.1)	1,190.5	(0.8)
세전이익	1,494.7	1,165.0	885.7	(40.7)	(24.0)	1,282.4	(30.9)
지배순이익	1,061.4	816.9	656.3	(38.2)	(19.7)	940.5	(30.2)
영업이익률	4.8	5.5	5.1	0.2	(0.5)	5.1	(0.0)
세전이익률	6.8	4.8	3.8	(3.0)	(1.0)	5.5	(1.7)
지배순이익률	4.8	3.4	2.8	(2.0)	(0.5)	4.1	(1.2)

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	95,756.3	101,894.1	95,515.0	100,218.0	(0.3)	(1.6)
영업이익	5,070.3	5,631.6	4,980.1	5,428.9	(1.8)	(3.6)
영업이익률(%)	5.3	5.5	5.2	5.4	(0.1)	(0.1)
EBITDA	8,063.9	8,605.1	7,973.7	8,402.4	(1.1)	(2.4)
EBITDA 이익률(%)	8.4	8.4	8.3	8.4	(0.1)	(0.1)
순이익	4,870.3	6,091.3	4,272.1	5,420.7	(12.3)	(11.0)

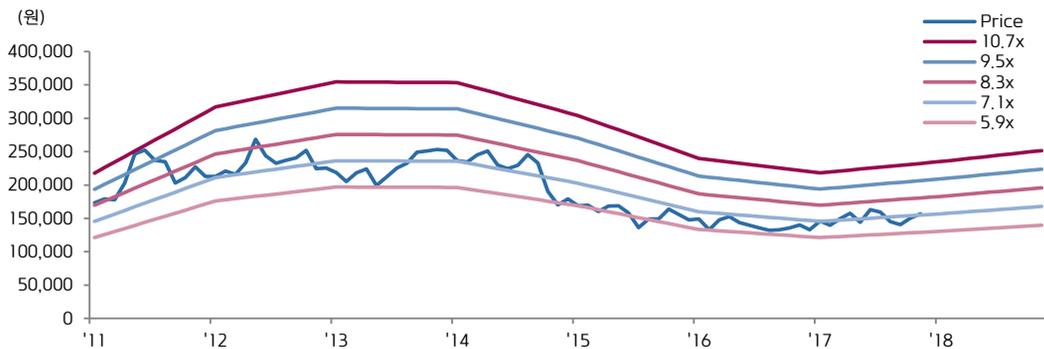
자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 목표주가 산출 내역

목표 PER	8.0 배	(a), 모델 노후화 시점 PER band (5.8~8.0 배) 상단
적용 EPS	19,836 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	185,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지 (변경률 미미)
전일 증가	149,500 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	23.7 %	2017년 10월 17일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017F	2018F	2019F
매출액	22,350.6	24,676.7	22,083.7	24,538.0	23,366.0	24,308.0	23,260.9	24,580.1	95,515.0	100,218.0	107,593.2
>자동차	17,238.6	19,421.0	16,617.7	19,406.0	17,823.2	19,187.2	17,751.1	19,070.9	72,683.2	73,832.3	77,367.7
>금융	3,529.0	3,561.0	3,767.0	3,195.2	4,097.4	3,571.0	3,878.8	3,698.2	14,052.2	15,245.4	16,168.3
>기타	1,583.0	1,694.0	1,699.0	1,936.9	1,445.4	1,550.0	1,631.0	1,811.0	6,912.9	6,437.4	6,682.0
영업이익	1,342.4	1,761.8	1,068.1	1,021.2	1,250.8	1,344.5	1,181.2	1,203.7	4,980.1	5,428.9	5,988.4
세전이익	2,163.4	2,381.6	1,494.7	1,267.4	1,757.1	1,165.0	885.7	1,581.0	5,388.8	6,931.9	7,554.1
순이익	1,768.1	1,763.9	1,118.8	1,068.8	1,405.7	913.6	656.3	1,296.4	4,272.1	5,420.7	5,914.8
영업이익률	6.0	7.1	4.8	4.2	5.4	5.5	5.1	4.9	5.2	5.4	5.6
세전이익률	9.7	9.7	6.8	5.2	7.5	4.8	3.8	6.4	5.6	6.9	7.0
순이익률	7.9	7.1	5.1	4.4	6.0	3.8	2.8	5.3	4.5	5.4	5.5
% yoy											
매출액	6.7	8.1	(5.7)	(0.9)	4.5	(1.5)	5.3	0.2	2.0	4.9	7.4
>자동차	4.3	9.0	(9.1)	(3.1)	3.4	(1.2)	6.8	(1.7)	0.0	1.6	4.8
>금융	22.3	11.4	11.8	7.0	16.1	0.3	3.0	15.7	13.0	8.5	6.1
>기타	3.9	(6.0)	(4.2)	11.1	(8.7)	(8.5)	(4.0)	(6.5)	1.0	(6.9)	3.8
영업이익	(15.5)	0.6	(29.0)	(32.6)	(6.8)	(23.7)	10.6	17.9	(4.1)	9.0	10.3
세전이익	(6.8)	0.5	(12.4)	(38.6)	(18.8)	(51.1)	(40.7)	24.7	(26.3)	28.6	9.0
순이익	(10.8)	(1.5)	(7.2)	(30.1)	(20.5)	(48.2)	(41.3)	21.3	(25.3)	26.9	9.1
% qoq											
매출액	(9.7)	10.4	(10.5)	11.1	(4.8)	4.0	(4.3)	5.7			
>자동차	(14.0)	12.7	(14.4)	16.8	(8.2)	7.7	(7.5)	7.4			
>금융	18.2	0.9	5.8	(15.2)	28.2	(12.8)	8.6	(4.7)			
>기타	(9.2)	7.0	0.3	14.0	(25.4)	7.2	5.2	11.0			
영업이익	(11.4)	31.2	(39.4)	(4.4)	22.5	7.5	(12.1)	1.9			
세전이익	4.9	10.1	(37.2)	(15.2)	38.6	(33.7)	(24.0)	78.5			
순이익	15.6	(0.2)	(36.6)	(4.5)	31.5	(35.0)	(28.2)	97.5			
글로벌판매대수(천대)	1,107.7	1,286.7	1,085.0	1,382.3	1,089.9	1,108.4	1,072.2	1,189.5	4,460.0	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	1,132.2	1,140.0	1,139.0	1,140.0	1,140.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,242.8	1,330.2	1,340.0	1,285.6	1,340.0	1,340.0

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	919,587	936,490	955,150	1,002,180	1,075,932
매출원가	737,013	759,597	774,468	811,821	871,952
매출총이익	182,574	176,893	180,682	190,359	203,980
판매비및일반관리비	118,995	124,958	130,880	136,070	144,096
영업이익	63,579	51,935	49,801	54,289	59,884
영업이익률(%)	6.9%	5.5%	5.2%	5.4%	5.6%
영업외손익	21,015	21,136	4,086	15,030	15,657
이자수익	4,909	3,776	4,175	4,387	4,671
배당금수익	138	351	163	174	184
외환이익	9,062	9,517	15,168	16,187	18,777
이자비용	2,592	2,721	3,557	4,075	4,535
외환손실	11,114	8,565	14,536	15,413	17,815
관계기업지분법손익	19,307	17,294	5,237	11,985	12,495
투자및기타자산처분손익	-151	1,427	-1,308	-519	-187
금융상품평가및기타금융이익	-252	99	-2,862	-1,163	-404
기타	1,708	-43	1,607	3,467	2,470
법인세차감전이익	84,594	73,071	53,888	69,319	75,541
법인세비용	19,502	15,874	11,167	15,112	16,392
유효법인세율(%)	23.1%	21.7%	20.7%	21.8%	21.7%
당기순이익	65,092	57,197	42,721	54,207	59,148
지배주주지분순이익(억원)	64,173	54,064	40,253	51,907	56,627
EBITDA	91,519	85,523	79,737	84,024	89,656
현금순이익(Cash Earnings)	93,032	90,785	72,657	83,943	88,920
수정당기순이익	65,402	56,002	45,882	55,482	59,596
증감률(% YoY)					
매출액	3.0	1.8	2.0	4.9	7.4
영업이익	-15.8	-18.3	-4.1	9.0	10.3
법인세차감전이익	-15.0	-13.6	-26.3	28.6	9.0
당기순이익	-14.9	-12.1	-25.3	26.9	9.1
지배주주지분당기순이익	-12.7	-15.8	-25.5	29.0	9.1
EBITDA	-9.4	-6.6	-6.8	5.4	6.7
EPS	-12.7	-15.8	-25.5	29.0	9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	10,439	16,191	14,905	14,007	13,635
당기순이익	65,092	57,197	42,721	54,207	59,148
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	-631	-774	-962
자산처분손익	150	1,065	1,308	519	187
지분법손익	-18,873	-17,284	-5,237	-11,985	-12,495
영업활동자산부채 증감	-137,019	-129,430	-127,977	-138,281	-148,511
기타	72,059	72,037	74,786	80,585	86,497
투자활동현금흐름	-78,433	-69,285	-14,208	-44,690	-110,134
투자자산의 처분	15,099	-26,955	-15,394	-37,947	-58,881
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	16,153	10,034	1,842
재무활동현금흐름	72,012	56,861	80,031	87,731	107,556
단기차입금의 증가	18,747	-13,746	-6,366	-6,680	-7,171
장기차입금의 증가	69,898	84,939	90,633	95,096	112,094
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-13,525	-10,845	-10,777	-11,314	-12,120
기타	-3,108	-3,488	6,541	10,629	14,754
현금및현금성자산의순증가	2,350	5,586	80,728	57,048	11,057
기초현금및현금성자산	70,965	73,315	78,901	159,629	216,678
기말현금및현금성자산	73,315	78,901	159,629	216,678	227,735
Gross Cash Flow	147,458	145,621	77,882	82,288	87,147
Op Free Cash Flow	-153,604	-98,858	54,741	55,828	23,558

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	675,292	724,496	818,088	907,558	969,458
현금및현금성자산	73,315	78,901	159,629	216,678	227,735
유동금융자산	410,170	449,513	458,470	481,044	516,445
매출채권및유동채권	97,144	88,281	90,040	94,473	101,426
재고자산	91,990	105,238	107,335	112,620	120,908
기타유동비금융자산	2,673	2,563	2,614	2,743	2,945
비유동자산	978,387	1,063,863	1,099,369	1,164,451	1,287,829
장기매출및기타비유동채권	17,160	20,857	21,272	22,320	23,962
투자자산	446,369	478,598	480,574	497,602	522,856
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	1,917,457	2,072,009	2,257,287
유동부채	412,135	436,098	477,054	525,515	582,176
매입채무및기타유동채무	175,203	171,495	174,912	183,524	197,030
단기차입금	93,849	87,607	81,240	74,561	67,389
유동성장기차입금	107,880	148,370	189,666	232,995	279,513
기타유동부채	35,203	28,627	31,236	34,435	38,244
비유동부채	572,730	628,816	685,013	748,211	829,800
장기매입채무및비유동채무	13,441	15,981	16,299	17,102	18,360
사채및장기차입금	447,601	498,464	547,801	599,568	665,144
기타비유동부채	111,688	114,371	120,912	131,542	146,295
부채총계	984,865	1,064,914	1,162,067	1,273,726	1,411,976
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	673,858	715,249	760,587
기타자본	-28,215	-19,821	-19,821	-19,821	-19,821
지배주주지분자본총계	620,240	671,897	702,141	743,531	788,870
비지배주주지분자본총계	48,574	51,549	53,249	54,752	56,441
자본총계	668,814	723,446	755,390	798,283	845,311
순차입금	165,846	206,026	200,608	209,402	267,867
총차입금	649,331	734,440	818,707	907,123	1,012,046

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	22,479	18,938	14,100	18,183	19,836
BPS	217,263	235,358	245,952	260,451	276,332
주당EBITDA	32,058	29,958	27,931	29,433	31,405
CFPS	32,588	31,801	25,451	29,404	31,148
DPS	4,000	4,000	4,200	4,500	5,000
주가배수(배)					
PER	6.6	7.7	10.6	8.2	7.5
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.2	7.2	7.6	7.3	7.5
PCRFR	4.6	4.6	5.9	5.1	4.8
수익성(%)					
영업이익률	6.9	5.5	5.2	5.4	5.6
순이익률	7.1	6.1	4.5	5.4	5.5
EBITDA margin	10.0	9.1	8.3	8.4	8.3
총자산이익률(ROA)	4.2	3.3	2.3	2.7	2.7
자기자본이익률(ROE)	10.1	8.2	5.8	7.0	7.2
투자자본이익률(ROIC)	17.7	12.5	11.5	13.1	14.3
안정성(%)					
부채비율	147.3	147.2	153.8	159.6	167.0
순차입금비율	24.8	28.5	26.6	26.2	31.7
이자보상배율(배)	24.5	19.1	14.0	13.3	13.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	10.1	10.7	10.9	11.0
재고자산회전율	11.1	9.5	9.0	9.1	9.2
매입채무회전율	5.5	5.4	5.5	5.6	5.7

기아차 (000270)



BUY(Maintain)

주가(10/17) 31,500원

목표주가 40,000원(하향)

사드 이슈 완화로 중국 회복 무드임에도 신차와 대응 전략이 뚜렷하지 못하고, 북미 부진과 국내 비용 증가 이슈로 이익 개선 속도는 다소 지연될 것으로 전망합니다. 중장기적인 관점에서 인도 공장 증설로 외형이 커지고 기타시장 회복이 북미 부진을 만회하면서 주가는 상승 할 것으로 판단합니다.

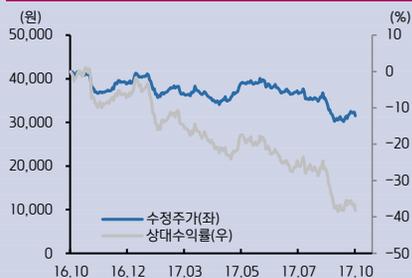
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	127,689억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	41,650원	30,200원	
최고/최저가 대비 등락	-24.37%	4.30%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.9%	-2.1%
	6M	-9.9%	-22.2%
	1Y	-24.4%	-38.3%

Company Data

발행주식수	405,363천주	
일평균 거래량(3M)	1,062천주	
외국인 지분율	37.7%	
배당수익률(17.E)	3.1%	
BP (17.E)	67,429원	
주요 주주	현대자동차(주)	35.6%
	국민연금공단	7.1%

Price Trend



산(中)넘어 산(美, 韓)

>>> 최근 불거진 미국 부진, 한국 비용 증가
기아차는 6년간 지속되어 온 통상임금 1차 패소 이후 불확실성 해소와 중국 부진 완화 가능성으로 주가는 저점에서 회복 중. 그러나 북미 부진과 볼륨 신차 가뭄에 따른 수요 대응 전략이 뚜렷하지 못한 상황. 특히 통상임금 패소 후 늘어난 국내 인건비 증가에 대한 이익 하향으로 주가 상승 여력이 제한

>>> 3Q17 영업적자 3,629억원 전망

3Q17 영업적자 3,629억원(적전 yoy, 적전 qoq, OPM -2.8%), 컨센서스 -2,180억원 하회 전망. 1) 국내 통상임금 패소 판결로 1.2조원(영업비용 9천억원/영업외비용 3천억원) 비용 발생에 따른 영업 적자 불가피한 가운데, 2) 내수 스토닉, 스팅어, 쏘렌토 판매 확대가 K5, K7, 스포티지 등 감소 믹스 악화 방어, 3) 해외 미국 부진, 재고 확대, 중국 출하 부진으로 실적 악화 전망

>>> BUY 유지, 목표주가 40,000원 하향

기아차에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 40,000원 하향. '18년 PER 5.8배, 통상임금 불확실성 해소 이후 주가 할인 해소되나 추세적인 주가 상승은 뚜렷한 미국 회복과 FTA 등 이슈 변화에 따라 달라질 전망. 장기적으로 인도 증설과 기타 시장 회복으로 미국 부진이 일부 상쇄될 여지가 있어 투자의견 BUY 유지

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	495,214	527,129	538,366	557,594	578,450
영업이익(억원)	23,543	24,615	9,230	20,430	21,307
EBITDA(억원)	37,768	41,481	24,347	35,582	36,706
세전이익(억원)	31,003	34,420	14,470	28,492	29,739
순이익(억원)	26,306	27,546	11,949	22,195	23,167
지배주주지분순이익(억원)	26,306	27,546	11,949	22,195	23,167
EPS(원)	6,489	6,795	2,948	5,475	5,715
증감율(%YoY)	-12.1	4.7	-56.6	85.7	4.4
PER(배)	8.1	5.8	10.7	5.8	5.5
PBR(배)	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	5.5	3.7	5.8	3.5	3.3
영업이익률(%)	4.8	4.7	1.7	3.7	3.7
순이익률(%)	5.3	5.2	2.2	4.0	4.0
ROE(%)	11.3	10.8	4.4	7.9	7.7
순부채비율(%)	-3.0	-2.0	-6.1	-12.4	-12.6

기아차 3Q17 Preview: 영업적자는 3,629억원을 기록해 컨센서스 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	12,698.9	13,578.4	13,187.0	3.8	(2.9)	13,098.5	0.7
영업이익	524.7	404.0	(362.9)	(169.2)	(189.8)	(218.0)	66.5
세전이익	879.3	517.8	(423.1)	(148.1)	(181.7)	(134.7)	214.2
지배순이익	664.4	389.6	(422.3)	(163.6)	(208.4)	(138.6)	204.6
영업이익률	4.1	3.0	(2.8)	(6.9)	(5.7)	(1.7)	(1.1)
세전이익률	6.9	3.8	(3.2)	(10.1)	(7.0)	(1.0)	(2.2)
지배순이익률	5.2	2.9	(3.2)	(8.4)	(6.1)	(1.1)	(2.1)

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	54,199.6	56,672.6	53,836.6	55,759.4	(0.7)	(1.6)
영업이익	1,822.8	2,128.4	923.0	2,043.0	(49.4)	(4.0)
영업이익률(%)	3.4	3.8	1.7	3.7	(1.6)	(0.1)
EBITDA	3,334.5	3,643.6	2,434.7	3,558.2	(27.0)	(2.3)
EBITDA 이익률(%)	6.2	6.4	4.5	6.4	(1.6)	(0.0)
순이익	1,337.8	2,280.9	1,194.9	2,219.5	(10.7)	(2.7)

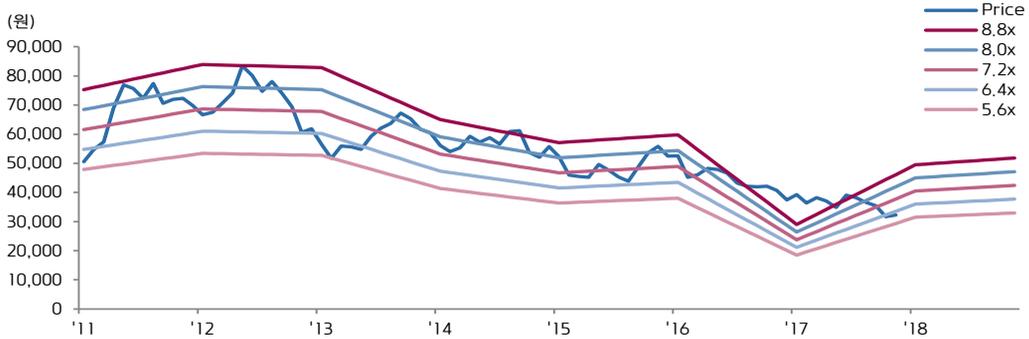
자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 목표주가 산출 내역

목표 PER	7.2 배	(a), 모델 노후화 시점 PER band (5.8~7.2배) 평균
적용 EPS	5,475 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	40,000 원	(a) x (b), 목표주가 하향 (기존대비 -11.1% 변경)
전일 증가	31,500 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	27.0 %	2017년 10월 17일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

기아차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	12,649.4	14,450.0	12,698.9	12,914.7	12,843.9	13,578.4	13,187.0	14,227.3	53,836.6	55,759.4	57,845.0
영업이익	633.6	770.9	524.7	532.2	382.8	404.0	(362.9)	499.1	923.0	2,043.0	2,130.7
세전이익	1,046.7	1,059.7	879.3	456.4	767.3	517.8	(423.1)	585.1	1,447.0	2,849.2	2,973.9
순이익	944.6	825.7	664.4	320.0	765.4	389.6	(422.3)	462.3	1,194.9	2,219.5	2,316.7
영업이익률	5.0	5.3	4.1	4.1	3.0	3.0	(2.8)	3.5	1.7	3.7	3.7
세전이익률	8.3	7.3	6.9	3.5	6.0	3.8	(3.2)	4.1	2.7	5.1	5.1
순이익률	7.5	5.7	5.2	2.5	6.0	2.9	(3.2)	3.2	2.2	4.0	4.0
% yoy											
매출액	13.2	16.1	(3.1)	1.0	1.5	(6.0)	3.8	10.2	2.1	3.6	3.7
영업이익	23.8	18.5	(22.5)	3.5	(39.6)	(47.6)	(169.2)	(6.2)	(62.5)	121.3	4.3
세전이익	13.8	7.3	23.8	(5.4)	(26.7)	(51.1)	(148.1)	28.2	(58.0)	96.9	4.4
순이익	4.6	10.6	20.8	(25.7)	(19.0)	(52.8)	(163.6)	44.5	(56.6)	85.7	4.4
% qoq											
매출액	(1.1)	14.2	(12.1)	1.7	(0.5)	5.7	(2.9)	7.9			
영업이익	23.2	21.7	(31.9)	1.4	(28.1)	5.6	(189.8)	(237.5)			
세전이익	116.9	1.2	(17.0)	(48.1)	68.1	(32.5)	(181.7)	(238.3)			
순이익	119.3	(12.6)	(19.5)	(51.8)	139.2	(49.1)	(208.4)	(209.5)			
글로벌판매대수(천대)	705.2	737.9	640.2	827.9	621.7	611.5	624.6	652.1	2,750.0	3,020.0	3,095.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,154.3	1,129.4	1,132.2	1,140.0	1,139.0	1,140.0	1,140.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,229.5	1,242.8	1,330.2	1,340.0	1,285.6	1,340.0	1,340.0

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	495,214	527,129	538,366	557,594	578,450
매출원가	396,538	422,816	437,795	451,802	468,124
매출총이익	98,677	104,313	100,571	105,792	110,326
판매비및일반관리비	75,134	79,698	91,341	85,362	89,020
영업이익	23,543	24,615	9,230	20,430	21,307
영업이익률(%)	4.8%	4.7%	1.7%	3.7%	3.7%
영업외손익	7,460	9,806	5,240	8,062	8,432
이자수익	1,740	1,513	1,519	1,420	1,472
배당금수익	58	50	50	46	48
외환이익	5,678	7,294	5,482	2,765	2,039
이자비용	891	1,392	2,004	1,970	2,191
외환손실	7,194	7,765	4,558	2,506	1,919
관계기업지분법손익	8,949	11,599	6,769	9,044	9,574
투자및기타자산처분손익	1,209	-701	-60	-45	-20
금융상품평가및기타금융이익	18	208	204	85	30
기타	-2,106	-1,002	-2,162	-777	-602
법인세차감전이익	31,003	34,420	14,470	28,492	29,739
법인세비용	4,697	6,874	2,521	6,297	6,572
유효법인세율 (%)	15.1%	20.0%	17.4%	22.1%	22.1%
당기순이익	26,306	27,546	11,949	22,195	23,167
지배주주지분손이익(억원)	26,306	27,546	11,949	22,195	23,167
EBITDA	37,768	41,481	24,347	35,582	36,706
현금순이익(Cash Earnings)	40,531	44,412	27,066	37,347	38,566
수정당기순이익	25,265	27,941	11,840	22,165	23,159
증감률(% YoY)					
매출액	5.1	6.4	2.1	3.6	3.7
영업이익	-8.5	4.6	-62.5	121.3	4.3
법인세차감전이익	-18.8	11.0	-58.0	96.9	4.4
당기순이익	-12.1	4.7	-56.6	85.7	4.4
지배주주지분 당기순이익	-12.1	4.7	-56.6	85.7	4.4
EBITDA	-3.4	9.8	-41.3	46.1	3.2
EPS	-12.1	4.7	-56.6	85.7	4.4

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	183,908	209,122	233,584	268,025	286,977
현금및현금성자산	11,049	30,642	51,299	79,230	91,120
유동금융자산	59,502	55,292	56,470	58,487	60,675
매출채권및유동채권	34,705	34,550	35,287	36,547	37,914
재고자산	76,953	88,544	90,431	93,661	97,164
기타유동비금융자산	1,698	95	97	100	104
비유동자산	275,893	299,770	300,584	304,543	325,994
장기매출및기타비유동채권	2,860	4,362	4,455	4,614	4,786
투자자산	118,488	133,317	138,273	145,529	153,254
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	534,168	572,568	612,971
유동부채	145,795	162,469	180,150	200,315	221,695
매입채무및기타유동채무	106,720	110,310	112,662	116,685	121,050
단기차입금	15,124	28,763	42,692	57,119	72,085
유동성장기차입금	12,730	12,552	12,369	12,179	11,983
기타유동부채	11,220	10,845	12,428	14,331	16,578
비유동부채	71,966	80,629	80,685	81,536	82,603
장기매입채무및비유동채무	1,475	1,639	1,674	1,733	1,798
사채및장기차입금	35,319	39,370	35,967	32,442	28,785
기타비유동부채	35,171	39,620	43,044	47,361	52,021
부채총계	217,761	243,098	260,834	281,851	304,299
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	242,197	259,581	277,535
기타자본	-5,350	-5,863	-5,863	-5,863	-5,863
지배주주지분자본총계	242,040	265,794	273,333	290,717	308,672
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	242,040	265,794	273,333	290,717	308,672
순차입금	-7,377	-5,249	-16,742	-35,977	-38,942
총차입금	63,174	80,685	91,028	101,740	112,853

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	33,752	32,759	15,809	31,755	32,970
당기순이익	26,306	27,546	11,949	22,195	23,167
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	-924	-259	-121
자산처분손익	250	615	60	45	20
지분법손익	-8,949	-11,599	-6,769	-9,044	-9,574
영업활동자산부채 증감	-18,361	-22,323	1,250	1,335	1,629
기타	9,825	9,053	-4,874	2,332	2,450
투자활동현금흐름	-56,138	-23,123	-12,256	-13,992	-31,414
투자자산의 처분	-11,146	-1,222	-1,449	-2,297	-2,462
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	-2,072	-1,398	-1,705
재무활동현금흐름	9,064	9,454	9,357	10,218	10,561
단기차입금의 증가	1,226	13,639	13,929	14,427	14,966
장기차입금의 증가	14,561	15,168	-3,586	-3,714	-3,853
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,041	-4,410	-4,410	-4,811	-5,212
기타	-2,683	-14,943	3,424	4,317	4,660
현금및현금성자산의순증가	-13,735	19,593	12,909	27,981	12,116
기초현금및현금성자산	24,785	11,049	30,642	43,551	71,532
기말현금및현금성자산	11,049	30,642	43,551	71,532	83,648
Gross Cash Flow	52,113	55,082	14,559	30,420	31,341
Op Free Cash Flow	-29,910	-9,464	14,628	21,675	5,931

주: IFRS 연결기준

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	6,489	6,795	2,948	5,475	5,715
BPS	59,709	65,569	67,429	71,718	76,147
주당EBITDA	9,317	10,233	6,006	8,778	9,055
CFPS	9,999	10,956	6,677	9,213	9,514
DPS	1,100	1,100	1,200	1,300	1,400
주가배수(배)					
PER	8.1	5.8	10.7	5.8	5.5
PBR	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.5	3.7	5.8	3.5	3.3
PCFR	5.3	3.6	4.7	3.4	3.3
수익성(%)					
영업이익률	4.8	4.7	1.7	3.7	3.7
순이익률	5.3	5.2	2.2	4.0	4.0
EBITDA margin	7.6	7.9	4.5	6.4	6.3
총자산이익률(ROA)	6.0	5.7	2.3	4.0	3.9
자기자본이익률(ROE)	11.3	10.8	4.4	7.9	7.7
투자자본이익률(ROIC)	15.3	12.7	4.4	10.2	10.5
안정성(%)					
부채비율	90.0	91.5	95.4	97.0	98.6
순차입금비율	-3.0	-2.0	-6.1	-12.4	-12.6
이자보상배율(배)	26.4	17.7	4.6	10.4	9.7
활동성(배)					
매출채권회전율	14.7	15.2	15.4	15.5	15.5
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(10/17) 236,000원

목표주가 320,000원

중국 회복을 전제한 현대모비스로의 스윙 전략을 추천합니다. 여전히 중국이 회복되는 과정에서 단가 인하 가능성은 상존하나 현재 완성차 대비 낮은 밸류에이션과 높은 이익 회복 속도는 주가 상승 탄력을 높일 전망입니다. 이에 주가는 자동차/부품 내 Outperform할 것으로 판단합니다.

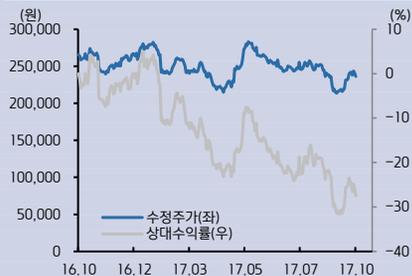
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	229,732억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	283,000원	213,500원	
최고/최저가 대비 등락	-16.61%	10.54%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	9.3%	4.9%
	6M	7.0%	-7.6%
	1Y	-11.1%	-27.5%

Company Data

발행주식수	97,348천주
일평균 거래량(3M)	197천주
외국인 지분율	49.0%
배당수익률(17.E)	1.4%
BP (17.E)	314,976원
주요 주주	기아자동차(주) 30.2%
	국민연금공단 9.0%

Price Trend



업종 내 방어주

>>> 중국 부진으로 가시화된 비중확대 전략

현대모비스는 그 동안 사드로 인한 현대차그룹 중국 부진 우려는 주가 상승을 제한했으나, 9월 이후 현대차그룹 중국 출하 감소폭이 축소되고 있어 투자 매력을 높일 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

>>> 3Q17 영업이익 5,570억원 전망

3Q17 영업이익 5,570억원(-22.8% yoy, +13.1% qoq, OPM 6.3%), 컨센서스 5,982억원 6.9% 하회 전망. 현대차그룹 중국을 포함한 글로벌 출하 감소로 매출액은 모듈을 중심으로 감소하는 가운데, 중국 출하 부진 지속으로 모듈 마진(2.6%) 하락, 유로 환율 개선으로 A/S(23.7%) 고마진 유지

>>> BUY, 목표주가 320,000원 유지

현대모비스에 대한 투자여건은 Buy, 목표가 320,000원 유지. '18년 PER 7.5배. 3Q17 현대차그룹 중국출하 감소폭이 축소되는 시점에서 현대차 대비 낮은 Valuation은 주가 상승탄력을 업종 내 가장 높힐 전망. 현대차와의 Valuation Gap 축소에 베딩 추천. 연말~연초 중국 출하 부진 완화와 A/S 성수기 진입으로 높아질 이익 가시성을 염두한 할증 재개에 기인

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	360,197	382,617	351,805	355,094	380,715
영업이익(억원)	29,346	29,047	23,959	29,965	31,897
EBITDA(억원)	288,000	1,089,110	29,964	35,581	37,150
세전이익(억원)	-4.51%	42,127	19,411	33,785	41,278
순이익(억원)	30,400	30,473	25,001	30,587	32,661
지배주주지분순이익(억원)	30,554	30,378	24,984	30,587	32,661
EPS(원)	6.2%	31,387	49,205	25,665	31,420
증감율(%YoY)	10.2%	-10.7	5.6%	-17.8	22.4
PER(배)	7.9	8.5	9.2	7.5	7.0
PBR(배)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.8	5.9	6.2	4.5	3.8
영업이익률(%)	15.3%	8.1	7.9%	8.4	8.4
순이익률(%)	8.4	8.0	7.1	8.6	8.6
ROE(%)	12.4	11.2	8.4	9.5	9.4
순부채비율(%)	-14.0	-16.4	-23.1	-29.3	-32.3

현대모비스 3Q17 Preview: 영업이익은 5,570억원을 기록해 컨센서스 6.9% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	8,778.1	8,282.4	8,376.9	(4.6)	1.1	8,555.2	(2.1)
영업이익	721.7	492.4	557.0	(22.8)	13.1	598.2	(6.9)
세전이익	959.2	689.9	783.2	(18.4)	13.5	835.9	(6.3)
지배순이익	704.5	481.2	579.6	(17.7)	20.4	619.3	(6.4)
영업이익률	8.2	5.9	6.6	(1.6)	0.7	7.0	(0.3)
세전이익률	10.9	8.3	9.3	(1.6)	1.0	9.8	(0.4)
지배순이익률	8.0	5.8	6.9	(1.1)	1.1	7.2	(0.3)

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	36,075.9	36,632.7	35,180.5	35,509.4	(2.5)	(3.1)
영업이익	2,575.1	3,077.1	2,395.9	2,996.5	(7.0)	(2.6)
영업이익률(%)	7.1	8.4	6.8	8.4	(0.3)	0.0
EBITDA	3,175.7	3,638.8	2,996.4	3,558.1	(5.6)	(2.2)
EBITDA 이익률(%)	8.8	9.9	8.5	10.0	(0.3)	0.1
순이익	2,691.3	3,268.9	2,500.1	3,058.7	(7.1)	(6.4)

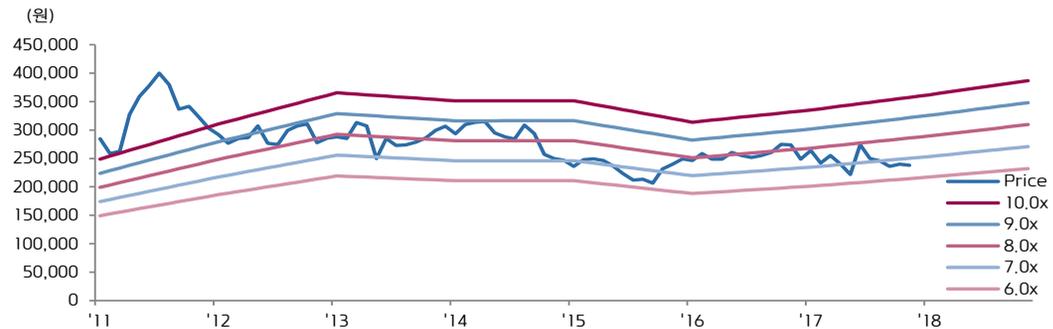
자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 목표주가 산출 내역

목표 PER	9.6 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0 배에 20% 할증
적용 EPS	31,420 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	320,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지 (변동폭 미미해 유지)
전일 증가	236,000 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	35.6 %	2017년 10월 17일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 PER Band



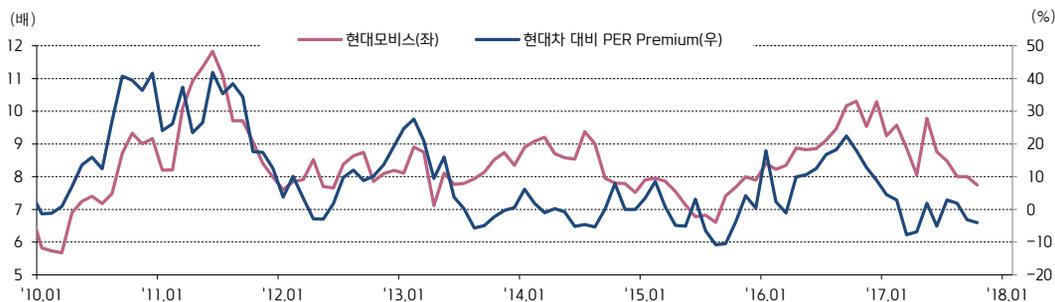
자료: Bloomberg, 키움증권

현대모비스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	9,339.5	9,854.1	8,778.1	10,290.1	9,267.7	8,282.4	8,376.9	9,253.5	35,180.5	35,509.4	38,071.5
>모듈	7,677.0	8,207.0	7,136.8	8,583.9	7,511.9	6,657.3	6,722.4	7,404.3	31,604.8	28,295.8	28,037.6
>A/S	1,662.5	1,647.1	1,641.2	1,736.2	1,755.8	1,625.0	1,654.5	1,849.3	6,686.9	6,884.7	7,471.8
영업이익	718.4	784.7	721.7	679.9	668.7	492.4	557.0	677.8	2,395.9	2,996.5	3,189.7
세전이익	1,100.7	1,161.7	959.2	889.6	963.3	689.9	783.2	942.1	3,378.5	4,127.8	4,363.8
순이익	795.2	848.8	705.8	697.4	761.9	482.2	579.6	676.4	2,500.1	3,058.7	3,266.1
영업이익률	7.7	8.0	8.2	6.6	7.2	5.9	6.6	7.3	6.8	8.4	8.4
세전이익률	11.8	11.8	10.9	8.6	10.4	8.3	9.3	10.2	9.6	11.6	11.5
순이익률	8.5	8.6	8.0	6.8	8.2	5.8	6.9	7.3	7.1	8.6	8.6
% yoy											
매출액	6.8	11.9	3.5	3.0	(0.8)	(16.0)	(4.6)	(10.1)	(8.1)	0.9	7.2
>모듈	6.4	13.7	3.6	2.2	(2.2)	(18.9)	(5.8)	(13.7)	6.4	(10.5)	(0.9)
>A/S	8.5	3.8	3.1	9.1	5.6	(1.3)	0.8	6.5	6.1	3.0	8.5
영업이익	2.2	13.0	7.7	(21.6)	(6.9)	(37.3)	(22.8)	(0.3)	(17.5)	25.1	6.4
세전이익	0.1	2.2	18.3	(23.7)	(12.5)	(40.6)	(18.4)	5.9	(17.8)	22.2	5.7
순이익	11.4	(1.1)	14.3	(18.0)	(4.2)	(43.2)	(17.9)	(3.0)	(18.0)	22.3	6.8
% qoq											
매출액	(6.5)	5.5	(10.9)	17.2	(9.9)	(10.6)	1.1	10.5			
>모듈	(8.6)	6.9	(13.0)	20.3	(12.5)	(11.4)	1.0	10.1			
>A/S	4.4	(0.9)	(0.4)	5.8	1.1	(7.4)	1.8	11.8			
영업이익	(17.2)	9.2	(8.0)	(5.8)	(1.6)	(26.4)	13.1	21.7			
세전이익	(5.5)	5.5	(17.4)	(7.3)	8.3	(28.4)	13.5	20.3			
순이익	(6.5)	6.7	(16.8)	(1.2)	9.2	(36.7)	20.2	16.7			
HMG 출하대수(천대)	1,812.8	2,035.6	1,769.8	2,259.5	1,749.2	1,769.4	1,763.3	1,928.1	7,210.0	7,890.0	8,240.0

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	351,805	355,094	380,715
매출원가	308,719	329,660	304,668	302,040	324,331
매출총이익	51,478	52,957	47,137	53,054	56,384
판매비및일반관리비	22,133	23,910	23,178	23,089	24,487
영업이익(보고)	29,346	29,047	23,959	29,965	31,897
영업이익률(%)	8.1%	7.6%	6.8%	8.4%	8.4%
영업외손익	12,781	12,065	9,826	11,313	11,740
이자수익	1,343	1,206	1,198	1,127	1,182
배당금수익	6	5	10	11	11
외환이익	3,994	4,186	4,048	5,645	6,288
이자비용	340	418	501	529	540
외환손실	5,860	3,688	4,333	6,042	6,715
관계기업지분법손익	13,043	10,900	9,597	11,532	12,278
투자및기타자산처분손익	256	-434	-71	-46	-19
금융상품평가및기타금융이익	34	77	-13	-12	-5
기타	305	230	-108	-373	-740
법인세차감전이익	42,127	41,112	33,785	41,278	43,638
법인세비용	11,311	10,639	8,784	10,691	10,977
유효법인세율(%)	26.9%	25.9%	26.0%	25.9%	25.2%
당기순이익	30,400	30,473	25,001	30,587	32,661
지배주주지분순이익(억원)	30,554	30,378	24,984	30,587	32,661
EBITDA	34,760	35,510	29,964	35,581	37,150
현금순이익(Cash Earnings)	35,815	36,936	31,006	36,203	37,913
수정당기순이익	30,188	30,737	25,064	30,631	32,679
증감률(% YoY)					
매출액	2.5	6.2	-8.1	0.9	7.2
영업이익	-6.6	-1.0	-17.5	25.1	6.4
법인세차감전이익	-9.6	-2.4	-17.8	22.2	5.7
당기순이익	-10.4	0.2	-18.0	22.3	6.8
지배주주지분 당기순이익	-10.7	-0.6	-17.8	22.4	6.8
	-4.5	2.2	-15.6	18.7	4.4
EBITDA					
EPS	-10.7	-0.6	-17.8	22.4	6.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	36,946	28,542	28,090	28,924	29,004
당기순이익	30,400	30,473	25,001	30,587	32,661
감가상각비	4,750	5,774	5,407	5,064	4,743
무형자산상각비	664	689	598	552	510
외환손익	1,365	-450	285	397	427
자산처분손익	161	481	71	46	19
지분법손익	-12,569	-10,900	-9,597	-11,532	-12,278
영업활동자산부채 증감	-2,125	-4,570	4,155	1,733	697
기타	14,298	7,045	2,170	2,077	2,225
투자활동현금흐름	-42,913	-29,609	4,453	-968	-13,711
투자자산의 처분	-1,709	-16,346	4,758	-560	-4,022
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	50	-80	-98
재무활동현금흐름	1,698	-3,363	-3,031	-955	700
단기차입금의 증가	-4,265	-5,139	-1,025	-1,035	-1,110
장기차입금의 증가	9,104	5,093	1,659	1,675	1,796
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,923	-3,317	-3,315	-3,599	-3,883
기타	-218	0	-351	2,004	3,897
현금및현금성자산의순증가	-4,136	-4,486	29,511	27,001	15,993
기초현금및현금성자산	29,114	24,979	20,493	50,004	77,005
기말현금및현금성자산	24,979	20,493	50,004	77,005	92,998
Gross Cash Flow	39,070	33,112	23,935	27,191	28,307
Op Free Cash Flow	-16,582	10,141	27,966	29,735	20,537

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	159,248	182,631	199,085	227,480	254,330
현금및현금성자산	24,979	20,493	50,004	77,005	92,998
유동금융자산	43,185	59,275	54,502	55,011	58,981
매출채권및유동채권	65,462	74,562	68,557	69,198	74,191
재고자산	25,623	28,301	26,022	26,266	28,161
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	218,500	234,485	235,789	239,653	253,817
장기매출및기타비유동채권	863	1,012	931	939	1,007
투자자산	128,355	138,269	145,369	154,432	164,092
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	434,875	467,134	508,147
유동부채	82,906	88,334	81,455	81,388	86,153
매입채무및기타유동채무	57,421	65,457	60,186	60,749	65,132
단기차입금	15,649	14,534	13,509	12,474	11,364
유동성장기차입금	3,492	1,705	62	-1,597	-3,375
기타유동부채	6,344	6,638	7,699	9,762	13,032
비유동부채	38,080	43,202	46,154	51,492	58,962
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	13,077	16,669	19,971	23,304	26,878
기타비유동부채	25,003	26,533	26,183	28,187	32,084
부채총계	120,986	131,536	127,609	132,879	145,115
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	296,885	323,881	352,667
기타자본	-9,645	-8,007	-8,007	-8,007	-8,007
지배주주지분자본총계	256,218	284,945	306,622	333,618	362,403
비지배주주지분자본총계	545	635	644	636	629
자본총계	256,762	285,580	307,266	334,254	363,032
순차입금	-35,945	-46,861	-70,965	-97,836	117,112
총차입금	32,218	32,907	33,541	34,181	34,867

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	31,387	31,205	25,665	31,420	33,551
BPS	263,198	292,708	314,976	342,707	372,277
주당EBITDA	35,707	36,477	30,781	36,551	38,162
CFPS	36,791	37,942	31,851	37,190	38,946
DPS	3,500	3,500	3,800	4,100	4,400
주가배수(배)					
PER	7.9	8.5	9.2	7.5	7.0
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.8	5.9	6.2	4.5	3.8
PCFR	6.7	7.0	7.4	6.3	6.1
수익성(%)					
영업이익률	8.1	7.6	6.8	8.4	8.4
순이익률	8.4	8.0	7.1	8.6	8.6
EBITDA margin	9.7	9.3	8.5	10.0	9.8
총자산이익률(ROA)	7.9	7.7	5.9	6.8	6.7
자기자본이익률(ROE)	12.4	11.2	8.4	9.5	9.4
투자자본이익률(ROIC)	23.5	18.7	15.8	21.3	23.0
안정성(%)					
부채비율	47.1	46.1	41.5	39.8	40.0
순차입금비율	-14.0	-16.4	-23.1	-29.3	-32.3
이자보상배율(배)	86.2	69.5	47.8	56.6	59.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.6	5.5	4.9	5.2	5.3
재고자산회전율	14.5	14.2	13.0	13.6	14.0
매입채무회전율	6.4	6.2	5.6	5.9	6.0

현대위아 (011210)



Outperform(Maintain)

주가(10/17) 64,200원

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 확대로 적정 마진에 대한 윤곽이 드러나는 4Q17 이후 완만한 실적 회복이 기대된다.

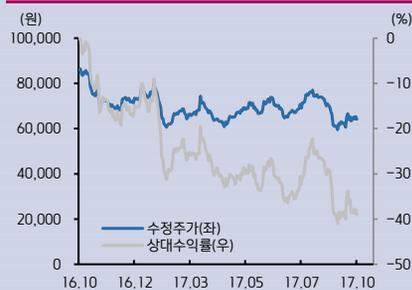
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	17,459억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	86,400원	59,500원	
최고/최저가 대비 등락	-25.69%	7.90%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	3.0%	-1.0%
	6M	1.7%	-12.1%
	1Y	-25.3%	-39.1%

Company Data

발행주식수	27,195천주
일평균 거래량(3M)	211천주
외국인 지분율	12.4%
배당수익률(17.E)	1.6%
BP (17.E)	122,223원
주요 주주	현대자동차(주) 40.7%

Price Trend



완만한 회복 기대

>>> 중국 개선 기대로만 회복 어려운 주가

현대위아는 지속된 실적 부진으로 이익 정상화에 따른 주가 회복 시점을 찾는 것이 가장 중요. 다만 사드 이슈로 현대차그룹 중국 출하 회복 외에도 멕시코 가동 정상화, 서산 및 디젤엔진 공장의 가동 정상화 시 가능한 수익성의 레벨 수준에 따라 주가는 완만한 회복 수순을 보일 것으로 판단

>>> 3Q17 영업이익 403억원 전망

3Q17 영업이익 403억원(-36.9% yoy, +33.9% qoq, OPM 2.3%), 컨센서스 457억원 11.7% 하회 전망. 중국 출하 부진에 따른 CKD 물량 감소, 2.0L 이하 소비세 인하 축소에도 해당 차급 모델 확대 영향으로 중국 부진 지속. 디젤, 서산, 멕시코 등 가동을 정상화 시점이 지연되며 고정비 부담이 상반기 내내 지속. 기계도 Captive 향 설비 교체 수요로 회복되나 수익성 회복은 지연. 현대차그룹 엔진공장 리뉴얼에 따른 FA 매출 증가로 연 600억원 수준 순증하며 실적 개선 견인하기에 미미

>>> Outperform, 목표주가 70,000원 유지

'18년 PER 8.4배. 중국 회복을 염두하더라도 현대모비스, 현대차 대비 높은 Valuation은 부담. 서산, 디젤 가동 정상화 감안해도 멕시코 불확실성 확대. 기계 및 중국 엔진 회복 지연 부담. 중국 가동 회복과 멕시코, 서산 가동 정상화 시 적정 마진에 대한 윤곽 드러나며 주가는 완만한 회복 기대

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	78,842	75,894	74,768	79,341	82,739
영업이익(억원)	5,009	2,627	1,735	2,920	3,559
EBITDA(억원)	6,835	4,826	3,778	4,868	5,419
세전이익(억원)	4,433	2,328	1,272	2,783	3,531
순이익(억원)	3,269	1,307	945	2,073	2,822
지배주주지분순이익(억원)	3,269	1,307	945	2,073	2,822
EPS(원)	12,020	4,807	3,474	7,624	10,375
증감율(%YoY)	-28.2	-60.0	-27.7	119.4	36.1
PER(배)	9.3	15.2	18.5	8.4	6.2
PBR(배)	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.0	5.1	5.8	3.9	3.4
영업이익률(%)	6.4	3.5	2.3	3.7	4.3
순이익률(%)	4.1	1.7	1.3	2.6	3.4
ROE(%)	10.9	4.1	2.9	6.1	7.8
순부채비율(%)	10.8	14.5	6.2	-2.7	-3.3

현대위아 3Q17 Preview: 영업이익은 403억원을 기록해 컨센서스 11.7% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,743.9	1,813.3	1,783.2	2.2	(1.7)	1,831.7	(2.6)
영업이익	64.0	30.1	40.3	(36.9)	33.9	45.7	(11.7)
세전이익	25.6	37.5	31.8	24.4	(15.1)	45.3	(29.7)
지배순이익	0.7	40.3	23.4	3,045.8	(41.9)	30.9	(24.4)
영업이익률	3.7	1.7	2.3	(1.4)	0.6	2.5	(0.2)
세전이익률	1.5	2.1	1.8	0.3	(0.3)	2.5	(0.7)
지배순이익률	0.0	2.2	1.3	1.3	(0.9)	1.7	(0.4)

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	7,476.8	7,963.0	7,476.8	7,934.1	(0.0)	(0.4)
영업이익	186.6	298.9	173.5	292.0	(7.0)	(2.3)
영업이익률(%)	2.5	3.8	2.3	3.7	(0.2)	(0.1)
EBITDA	390.9	493.7	377.8	486.8	(3.3)	(1.4)
EBITDA 이익률(%)	5.2	6.2	5.1	6.1	(0.2)	(0.1)
순이익	104.2	212.5	94.5	207.3	(9.3)	(2.4)

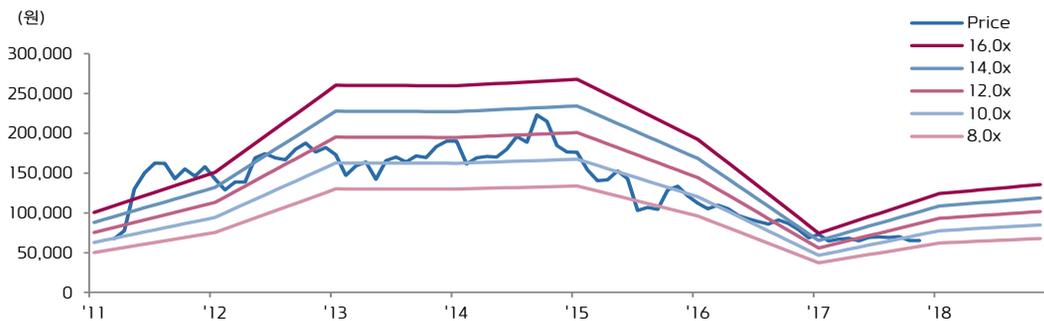
자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 목표주가 산출 내역

목표 PER	9.6 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증(모비스 할증을 평균)
적용 EPS	7,624 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	70,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	64,200 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	9.0 %	2017년 10월 17일 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	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,838.7	1,948.7	1,743.9	2,058.1	1,871.8	1,813.3	1,783.2	2,008.5	7,476.8	7,934.1	8,273.9
)부품	1,524.4	1,602.4	1,491.2	1,814.8	1,610.4	1,541.9	1,545.1	1,773.4	6,432.8	6,470.7	6,883.4
)기계	314.3	346.2	252.8	243.3	261.5	271.4	238.1	235.1	1,156.7	1,006.1	1,050.8
영업이익	80.0	90.8	64.0	28.0	43.1	30.1	40.3	59.9	173.5	292.0	355.9
세전이익	66.8	89.6	25.6	50.7	4.4	37.5	31.8	53.4	127.2	278.3	353.1
순이익	48.7	58.5	0.7	22.9	2.0	40.3	23.4	28.8	94.5	207.3	282.2
영업이익률	4.4	4.7	3.7	1.4	2.3	1.7	2.3	3.0	2.3	3.7	4.3
세전이익률	3.6	4.6	1.5	2.5	0.2	2.1	1.8	2.7	1.7	3.5	4.3
순이익률	2.6	3.0	0.0	1.1	0.1	2.2	1.3	1.4	1.3	2.6	3.4
% yoy											
매출액	(7.6)	(2.7)	(3.9)	(0.9)	1.8	(6.9)	2.2	(2.4)	(1.5)	6.1	4.3
)부품	(7.8)	(5.5)	(2.9)	0.3	5.6	(3.8)	3.6	(2.3)	(3.9)	0.6	6.4
)기계	(6.3)	12.6	(9.7)	(8.8)	(16.8)	(21.6)	(5.8)	(3.4)	(2.8)	(13.0)	4.4
영업이익	(38.5)	(31.6)	(42.7)	(77.9)	(46.2)	(66.8)	(36.9)	114.4	(34.0)	68.3	21.9
세전이익	(52.8)	(43.0)	(80.4)	262.9	(93.4)	(58.2)	24.4	5.4	(45.4)	118.8	26.9
순이익	(54.4)	(51.0)	(99.2)	569.5	(95.8)	(31.2)	3,045.7	26.1	(27.7)	119.4	36.1
% qoq											
매출액	(11.4)	6.0	(10.5)	18.0	(9.1)	(3.1)	(1.7)	12.6			
)부품	(15.7)	5.1	(6.9)	21.7	(11.3)	(4.3)	0.2	14.8			
)기계	17.9	10.1	(27.0)	(3.7)	7.5	3.8	(12.3)	(1.2)			
영업이익	(36.7)	13.5	(29.6)	(56.3)	54.1	(30.0)	33.9	48.5			
세전이익	378.5	34.1	(71.4)	98.1	(91.3)	746.1	(15.1)	67.9			
순이익	1,325.6	20.2	(98.7)	2,972.9	(91.2)	1,893.1	(41.9)	23.2			

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	78,842	75,894	74,768	79,341	82,739
매출원가	70,431	70,127	70,290	73,453	76,106
매출총이익	8,411	5,767	4,478	5,888	6,634
판매비및일반관리비	3,402	3,140	2,743	2,967	3,074
영업이익(보고)	5,009	2,627	1,735	2,920	3,559
영업이익률(%)	6.4%	3.5%	2.3%	3.7%	4.3%
영업외손익	-576	-300	-463	-137	-28
이자수익	227	181	162	172	181
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	859	817	795	2,159	3,136
이자비용	399	453	511	606	702
외환손실	568	883	844	1,771	2,520
관계기업지분법손익	289	148	61	336	481
투자및기타자산처분손익	-7	18	7	3	1
금융상품평가및기타금융이익	-127	-77	-30	-11	-4
기타	-848	-50	-103	-420	-600
법인세차감전이익	4,433	2,328	1,272	2,783	3,531
법인세비용	1,165	1,020	327	710	710
유효법인세율 (%)	26.3%	43.8%	25.7%	25.5%	20.1%
당기순이익	3,269	1,307	945	2,073	2,822
지배주주지분순이익(억원)	3,269	1,307	945	2,073	2,822
EBITDA	6,835	4,826	3,778	4,868	5,419
현금순이익(Cash Earnings)	5,095	3,506	2,988	4,021	4,681
수정당기순이익	3,368	1,341	963	2,079	2,824
증감률(% YoY)					
매출액	3.8	-3.7	-1.5	6.1	4.3
영업이익	-4.7	-47.6	-34.0	68.3	21.9
법인세차감전이익	-24.3	-47.5	-45.4	118.8	26.9
당기순이익	-25.6	-60.0	-27.7	119.4	36.1
지배주주지분 당기순이익	-24.8	-60.0	-27.7	119.4	36.1
EBITDA	1.5	-29.4	-21.7	28.9	11.3
EPS	-28.2	-60.0	-27.7	119.4	36.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,289	3,550	3,053	3,246	3,883
당기순이익	3,269	1,307	945	2,073	2,822
감가상각비	1,472	1,761	1,648	1,541	1,441
무형자산상각비	354	437	396	407	418
외환손익	-41	-65	48	-388	-616
자산처분손익	143	168	-7	-3	-1
지분법손익	-203	-148	-61	-336	-481
영업활동자산부채 증감	790	561	103	-467	-349
기타	506	-471	-19	420	649
투자활동현금흐름	-8,757	-4,700	-329	-935	-4,128
투자자산의 처분	-2,328	-299	119	-456	-340
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	3,832	4,287	4,423
당기차입금의 증가	-1,861	-1,550	0	0	0
장기차입금의 증가	5,510	5,177	3,790	4,022	4,194
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-212	-292	-292	-305	-332
기타	0	-25	334	571	561
현금및현금성자산의순증가	1,010	2,147	6,556	6,599	4,178
기초현금및현금성자산	4,835	5,845	7,993	14,549	21,148
기말현금및현금성자산	5,845	7,993	14,549	21,148	25,326
Gross Cash Flow	5,499	2,989	2,950	3,713	4,232
Op Free Cash Flow	-133	-608	2,997	3,217	422

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	36,233	37,433	43,553	51,926	57,422
현금및현금성자산	5,845	7,993	14,549	21,148	25,326
유동금융자산	6,519	6,915	6,812	7,229	7,538
매출채권및유동채권	16,069	14,810	14,590	15,483	16,146
재고자산	7,799	7,716	7,601	8,066	8,412
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	30,598	32,787	31,208	30,110	32,535
장기매출및기타비유동채권	349	388	382	406	423
투자자산	4,498	4,440	4,460	4,808	5,287
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	74,761	82,036	89,957
유동부채	18,431	16,989	16,759	17,676	18,358
매입채무및기타유동채무	15,679	14,965	14,743	15,645	16,315
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	1,543	1,549	1,555	1,562	1,568
기타유동부채	1,209	475	461	470	475
비유동부채	16,768	20,646	24,764	29,353	34,103
장기매입채무및비유동채무	47	42	42	44	46
사채및장기차입금	14,222	18,067	21,851	25,867	30,054
기타비유동부채	2,499	2,537	2,872	3,442	4,003
부채총계	35,199	37,635	41,523	47,029	52,461
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	27,548	29,316	31,806
기타자본	-565	-660	-660	-660	-660
지배주주지분자본총계	31,632	32,586	33,239	35,007	37,496
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	31,632	32,586	33,239	35,007	37,496
순차입금	3,401	4,709	2,045	-948	-1,241
총차입금	15,766	19,616	23,406	27,428	31,623

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	12,020	4,807	3,474	7,624	10,375
BPS	116,315	119,823	122,223	128,724	137,878
주당EBITDA	25,135	17,745	13,893	17,901	19,926
CFPS	18,734	12,891	10,987	14,786	17,213
DPS	1,100	1,100	1,150	1,250	1,350
주가배수(배)					
PER	9.3	15.2	18.5	8.4	6.2
PBR	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.0	5.1	5.8	3.9	3.4
PCFR	6.0	5.7	5.8	4.3	3.7
수익성(%)					
영업이익률	6.4	3.5	2.3	3.7	4.3
순이익률	4.1	1.7	1.3	2.6	3.4
EBITDA margin	8.7	6.4	5.1	6.1	6.5
총자산이익률(ROA)	5.2	1.9	1.3	2.6	3.3
자기자본이익률(ROE)	10.9	4.1	2.9	6.1	7.8
투자자본이익률(ROIC)	11.7	4.3	3.8	6.7	8.0
안정성(%)					
부채비율	111.3	115.5	124.9	134.3	139.9
순차입금비율	10.8	14.5	6.2	-2.7	-3.3
이자보상배율(배)	12.5	5.8	3.4	4.8	5.1
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	5.0	5.2	5.2

한온시스템 (018880)



BUY(Maintain)

주가(10/17) 12,700원

목표주가 16,000원

최근 유럽 완성차 업체들의 전동화 전략 강화와 주요국의 내연기관 판매 제한 정책으로 기존대비 친환경차의 수요 전망이 개선되고 있습니다. 자동차/부품 업체 중 이러한 패러다임 변화에 가장 큰 수혜를 볼 수 있는 종목으로 한온시스템을 추천합니다.

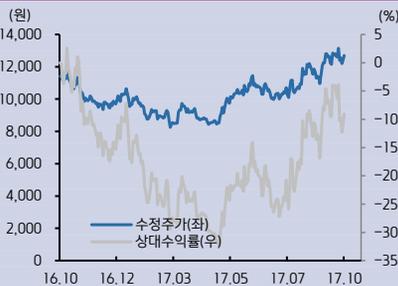
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	67,793억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	13,150원	8,250원	
최고/최저가 대비 등락	-3.42%	53.94%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-0.8%	-4.7%
	6M	45.0%	25.2%
	1Y	11.4%	-9.1%

Company Data

발행주식수	533,800천주	
일평균 거래량(3M)	1,641천주	
외국인 지분율	19.4%	
배당수익률(17.E)	2.1%	
BP (17.E)	3,778원	
주요 주주	한엔코오토홀딩스	70.0%
	유한회사	
	국민연금공단	5.0%

Price Trend



친환경차 확대와 사업 확장

>>> 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. 최근 유럽 완성차 업체들의 전동화 전략 강화와 주요국 내연기관 판매 제한 정책의 직접적인 수혜

>>> 3Q17 영업이익 958억원 전망

3Q17 영업이익 958억원(-10.2% yoy, -6.8% qoq, OPM 7.4%), 컨센서스 1,000억원 4.2% 하회 전망. 중국 출하 부진, 전년동기 일회성 환입으로 인한 역기저효과로 이익은 전년동기비 감소하나, 1)유럽 자동차 업체들의 전동화 전략 강화, 2)유럽 턴어라운드 효과 가시화, 3)이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 회복과 4)중국 합작사 이슈 진전이 향후 성장 속도를 예상보다 가속화할 전망

>>> 투자의견 Buy, TP 16,000원 유지

한온시스템에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 16,000원 유지. '19년 PER 13.5배로 최근 정책/완성차 전략 변화 이슈로 친환경차 확대 기대감 팽배해 주가 상승이 앞으로 견조할 전망. 추가 중국 사업 확대, 친환경 부품 수주 지속되며, E-Comp 진입장벽 높아 경쟁사 진출 쉽지 않아 주가 프리미엄은 유지 확대 전망

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	55,581	57,037	56,143	64,071	69,171
영업이익(억원)	3,596	4,225	4,452	5,448	5,982
EBITDA(억원)	5,334	6,087	6,092	6,960	7,372
세전이익(억원)	3,457	4,157	4,243	5,638	6,209
순이익(억원)	2,434	3,038	3,124	4,519	5,090
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,058	4,474	5,040
EPS(원)	432	547	573	838	944
증감율(%YoY)	-16.3	26.7	4.7	46.3	12.6
PER(배)	24.0	18.8	22.2	15.2	13.5
PBR(배)	3.2	3.0	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	10.9	9.7	9.1	7.3	6.6
영업이익률(%)	6.5	7.4	7.9	8.5	8.6
순이익률(%)	4.4	5.3	5.6	7.1	7.4
ROE(%)	14.0	16.5	15.8	20.1	19.6
순부채비율(%)	-3.3	10.6	-4.1	-18.5	-24.3

한온시스템 3Q17 Preview: 영업이익은 958억원을 기록해 컨센서스 4.2% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,283.1	1,373.3	1,294.2	0.9	(5.8)	1,294.3	(0.0)
영업이익	106.7	102.7	95.8	(10.2)	(6.8)	100.0	(4.2)
세전이익	101.8	98.4	99.0	(2.8)	0.6	101.6	(2.6)
지배순이익	69.0	67.2	72.3	4.9	7.7	71.6	1.1
영업이익률	8.3	7.5	7.4	(0.9)	(0.1)	7.7	(0.3)
세전이익률	7.9	7.2	7.6	(0.3)	0.5	7.9	(0.2)
지배순이익률	5.4	4.9	5.6	0.2	0.7	5.5	0.1

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,701.2	6,421.8	5,614.3	6,407.1	(1.5)	(0.2)
영업이익	466.2	549.4	445.2	544.8	(4.5)	(0.8)
영업이익률(%)	8.2	8.6	7.9	8.5	(0.2)	(0.1)
EBITDA	630.3	700.6	609.2	696.0	(3.3)	(0.7)
EBITDA 이익률(%)	11.1	10.9	10.9	10.9	(0.2)	(0.0)
순이익	334.0	456.6	312.4	451.9	(6.5)	(1.0)

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

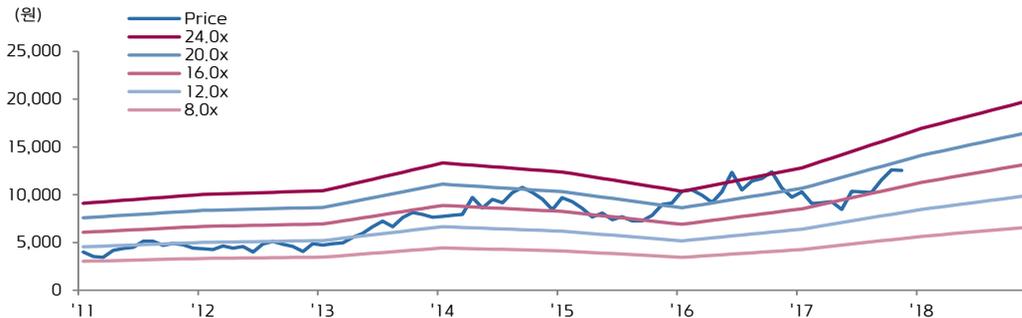
주: 한온시스템 2017년 9월 25일 3Q17 Preview 자료 기준

한온시스템 목표주가 산출 내역

목표 PER	16.4 배	(a), 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균
적용 EPS	944 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	16,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	12,700 원	2017년 10월 17일 종가
주가상승여력	26.0 %	2017년 10월 17일 종가대비
투자의견	BUY	투자의견 유지

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

한온시스템 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,501.7	1,449.0	1,373.3	1,294.2	1,497.9	5,614.3	6,407.1	6,917.1
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,096.3	1,013.2	957.9	928.2	1,071.3	3,970.5	4,480.2	4,768.3
>미주	252.3	276.1	269.7	253.0	278.6	287.5	288.6	273.2	1,128.0	1,212.6	1,248.9
>유럽	656.2	678.0	512.7	650.0	670.6	629.5	590.6	700.7	2,591.4	2,831.4	3,059.2
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(497.6)	(513.4)	(501.6)	(513.2)	(547.3)	(2,075.5)	(2,117.1)	(2,159.4)
영업이익	104.8	95.0	106.7	116.0	127.2	102.7	95.8	119.5	445.2	544.8	598.2
세전이익	104.2	88.1	101.8	121.6	103.2	98.4	99.0	123.7	424.3	563.8	620.9
순이익	72.3	63.9	73.6	93.9	74.2	69.3	72.3	96.6	312.4	451.9	509.0
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	7.4	8.0	7.9	8.5	8.6
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	7.2	7.6	8.3	7.6	8.8	9.0
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	5.0	5.6	6.4	5.6	7.1	7.4
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	2.8	1.5	(7.9)	0.9	(0.3)	(1.6)	14.1	8.0
>아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	(1.0)	(7.8)	(4.0)	(2.3)	(3.8)	12.8	6.4
>미주	4.5	13.8	5.1	8.6	10.4	4.1	7.0	8.0	7.3	7.5	3.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	10.6	2.2	(7.2)	15.2	7.8	3.8	9.3	8.0
>조정	12.6	12.3	1.8	11.0	1.8	(0.1)	10.0	10.0	5.3	2.0	2.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	(3.8)	21.3	8.1	(10.2)	3.0	5.4	22.4	9.8
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	21.4	(0.9)	11.7	(2.8)	1.7	2.1	32.9	10.1
순이익	19.6	(1.8)	63.1	29.2	2.6	8.4	(1.7)	2.9	2.9	44.6	12.6
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.0	(3.5)	(5.2)	(5.8)	15.7			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	13.3	(7.6)	(5.5)	(3.1)	15.4			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(6.2)	10.1	3.2	0.4	(5.3)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	26.8	3.2	(6.1)	(6.2)	18.6			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	6.6	3.2	(2.3)	2.3	6.6			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	8.8	9.6	(19.2)	(6.8)	24.8			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	19.4	(15.1)	(4.6)	0.6	25.0			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	27.6	(21.0)	(6.6)	4.4	33.5			

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	56,143	64,071	69,171
매출원가	46,970	48,048	47,015	53,098	57,264
매출총이익	8,611	8,989	9,129	10,973	11,906
판매비및일반관리비	5,015	4,763	4,677	5,525	5,924
영업이익(보고)	3,596	4,225	4,452	5,448	5,982
영업이익률(%)	6.5%	7.4%	7.9%	8.5%	8.6%
영업외손익	-139	-69	-208	190	227
이자수익	73	56	77	53	58
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	901	1,157	1,338	1,738	2,072
이자비용	135	209	199	159	141
외환손실	1,007	1,188	1,425	1,751	2,077
관계기업지분법손익	126	90	88	99	107
투자및기타자산처분손익	-16	-5	-188	-48	-16
금융상품평가및기타금융이익	-99	16	-10	-17	-6
기타	19	15	112	275	230
법인세차감전이익	3,457	4,157	4,243	5,638	6,209
법인세비용	1,023	1,119	1,119	1,119	1,119
유효법인세율 (%)	29.6%	26.9%	26.4%	19.8%	18.0%
당기순이익	2,434	3,038	3,124	4,519	5,090
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,058	4,474	5,040
EBITDA	5,334	6,087	6,092	6,960	7,372
현금순이익(Cash Earnings)	4,173	4,899	4,765	6,031	6,481
수정당기순이익	2,515	3,030	3,275	4,568	5,107
증감률(% YoY)					
매출액	1.9	2.6	-1.6	14.1	8.0
영업이익	-2.9	17.5	5.4	22.4	9.8
법인세차감전이익	-6.8	20.2	2.1	32.9	10.1
당기순이익	-16.2	24.8	2.9	44.6	12.6
지배주주지분 당기순이익	-16.3	26.7	4.7	46.3	12.6
EBITDA	-0.4	14.1	0.1	14.2	5.9
EPS	-16.3	26.7	4.7	46.3	12.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,475	3,892	5,006	5,300	5,980
당기순이익	2,434	3,038	3,124	4,519	5,090
감가상각비	1,698	1,758	1,530	1,331	1,158
무형자산상각비	41	104	111	181	232
외환손익	64	-76	87	13	4
자산처분손익	170	104	188	48	16
지분법손익	-126	-90	-88	-99	-107
영업활동자산부채 증감	-596	-2,049	84	-745	-479
기타	790	1,103	-31	52	65
투자활동현금흐름	-2,559	-4,519	-1,234	-1,066	-2,904
투자자산의 처분	-40	-147	-36	-82	-37
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	-1,439	-1,255	-1,448
단기차입금의 증가	-28	-469	-326	-372	-402
장기차입금의 증가	-11	2,948	-207	-236	-255
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,174	-1,335
기타	0	37	295	528	543
현금및현금성자산의순증가	658	-220	2,333	2,979	1,628
기초현금및현금성자산	3,813	4,471	4,252	6,585	9,564
기말현금및현금성자산	4,471	4,252	6,585	9,564	11,191
Gross Cash Flow	5,072	5,941	4,922	6,045	6,459
Op Free Cash Flow	1,015	-448	4,086	4,068	2,768

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	23,572	28,950	32,121
현금및현금성자산	4,471	4,252	6,585	9,564	11,191
유동금융자산	128	203	200	228	247
매출채권및유동채권	11,514	11,862	11,676	13,325	14,385
재고자산	3,822	4,297	4,230	4,827	5,211
기타유동비금융자산	0	896	881	1,006	1,086
비유동자산	14,658	17,088	16,525	16,057	17,588
장기매출및기타비유동채권	116	146	144	164	177
투자자산	906	987	1,018	1,058	1,099
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	40,098	45,007	49,709
유동부채	14,309	14,634	14,127	15,367	16,003
매입채무및기타유동채무	10,320	10,435	10,272	11,722	12,655
단기차입금	3,365	3,034	2,708	2,336	1,935
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	624	1,165	1,147	1,309	1,413
비유동부채	2,290	5,114	5,198	5,523	5,833
장기매입채무및비유동채무	258	240	237	270	292
사채및장기차입금	646	3,428	3,221	2,985	2,730
기타비유동부채	1,386	1,446	1,741	2,269	2,812
부채총계	16,599	19,748	19,325	20,890	21,836
자본금	534	534	534	534	534
주식발행초과금	481	481	481	481	481
이익잉여금	18,296	19,366	21,259	24,593	28,332
기타자본	-1,864	-2,104	-2,104	-2,104	-2,104
지배주주지분자본총계	17,447	18,276	20,169	23,502	27,241
비지배주주지분자본총계	547	573	603	614	631
자본총계	17,994	18,849	20,772	24,117	27,873
순차입금	-588	2,007	-856	-4,471	-6,774
총차입금	4,011	6,462	5,929	5,321	4,664

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	22.2	15.2	13.5
PBR	3.2	3.0	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	10.9	9.7	9.1	7.3	6.6
PCFR	13.3	11.2	14.2	11.2	10.5
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(10/17) 44,500원

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, 일회성 추징금 환입으로 주가는 현재 저점에서 반등 가능하나, 추가적인 주가 상승을 위해서는 이익의 성장 속도, GM 코리아 철수 이슈가 관건이 될 전망이다.

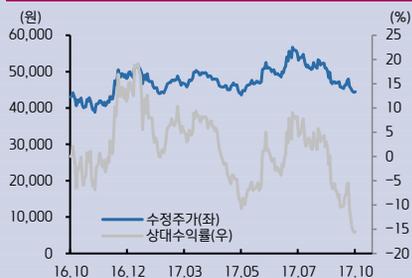
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	6,507억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	56,700원	38,850원	
최고/최저가 대비 등락	-21.52%	14.54%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.3%	-9.1%
	6M	-7.1%	-19.8%
	1Y	3.5%	-15.5%

Company Data

발행주식수	14,623천주	
일평균 거래량(3M)	71천주	
외국인 지분율	14.4%	
배당수익률(17.E)	2.1%	
BPS (17.E)	50,392원	
주요 주주	S&T홀딩스	37.3%
	국민연금공단	13.5%
	자산관리공사	5.5%

Price Trend



모멘텀이 필요해

>>> 매듭 지어지지 않은 불확실성

S&T모티브는 전장, 모터 등 자율주행, 친환경차에 채용되는 핵심 부품을 생산하는 업체. 환율 개선으로 S&TC와 본사 직수출 마진 개선되나 이익 비중이 높은 방산 비중이 과거대비 많이 축소되었고, 일회성 비용 환입을 제외하면 이익 모멘텀이 낮아진 상황. GM 코리아 철수 이슈가 정리되지 않은 가운데 이익 증가세가 없다면 과거와 같은 주가 할증이 타당하지 않은 상황

>>> 3Q17 영업이익 234억원 전망

3Q17 영업이익 234억원(-4.7% yoy, +5.6% qoq, OPM 8.3%), 컨센서스 241억원 3.0% 하회 전망. 지난 4Q16 발생한 세무조사 추징금과 GE 품질관련 클레임 비용의 일부 환입 이슈(일회성)로 실적은 예상치에 대체로 부합할 전망. 원/달러 상승에 따른 S&TC과 본사 매출 50% 이상인 직수출 수익성 소폭 개선으로 관련 실적 회복되고 본업 수익성은 높은 수준 유지되나 전반적인 이익 성장세는 주춤

>>> 투자의견 Buy, TP 59,000원 유지

S&T모티브에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 59,000원 유지. '18년 PER 8.8배로 밴드 하단 수준이나 주가 상승 탄력은 낮을 전망. 방산 불확실성 일부 완화(소총 설계에 대한 지적재산권 인정), 모터 등 친환경 관련 부품의 물량 확대에 성장 기대감은 높으나, 방산 부문 실적이 과거대비 축소된 점과 2017년 이익의 성장의 가시성 다소 낮은 점, GM코리아 철수 가능성은 과거 PER 고점까지 상승을 제한하는 요인

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	12,105	11,538	11,723	13,210	14,578
영업이익(억원)	1,231	716	974	1,112	1,236
EBITDA(억원)	1,490	973	1,219	1,353	1,475
세전이익(억원)	1,327	603	981	1,132	1,256
순이익(억원)	974	343	756	835	927
지배주주지분순이익(억원)	856	336	686	727	806
EPS(원)	5,852	2,295	4,690	4,970	5,513
증감율(%YoY)	39.4	-60.8	104.3	6.0	10.9
PER(배)	14.7	21.3	9.5	9.0	8.1
PBR(배)	1.9	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	8.5	5.5	4.2	5.6	5.0
영업이익률(%)	10.2	6.2	8.3	8.4	8.5
순이익률(%)	8.0	3.0	6.4	6.3	6.4
ROE(%)	13.6	4.4	9.2	9.4	9.7
순부채비율(%)	-18.5	-24.8	-32.6	-6.9	-9.1

S&T모티브 3Q17 Preview: 영업이익은 234억원을 기록해 컨센서스 3.0% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	276.4	292.7	282.5	2.2	(3.5)	290.6	(2.8)
영업이익	24.5	22.1	23.4	(4.7)	5.6	24.1	(3.0)
세전이익	6.6	40.7	28.4	330.3	(30.2)	27.6	2.8
지배순이익	6.5	29.8	20.9	222.2	(29.7)	20.8	0.8
영업이익률	8.9	7.6	8.3	(0.6)	0.7	8.3	(0.0)
세전이익률	2.4	13.9	10.0	7.7	(3.8)	9.5	0.5
지배순이익률	2.4	10.2	7.4	5.1	(2.8)	7.1	0.3

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	1,169.8	1,315.3	1,172.3	1,321.0	0.2	0.4
영업이익	96.1	110.5	97.4	111.2	1.3	0.6
영업이익률(%)	8.2	8.4	8.3	8.4	0.1	0.0
EBITDA	120.6	134.6	121.9	135.3	1.1	0.5
EBITDA 이익률(%)	10.3	10.2	10.4	10.2	0.1	0.0
순이익	70.6	83.7	75.6	83.5	7.1	(0.3)

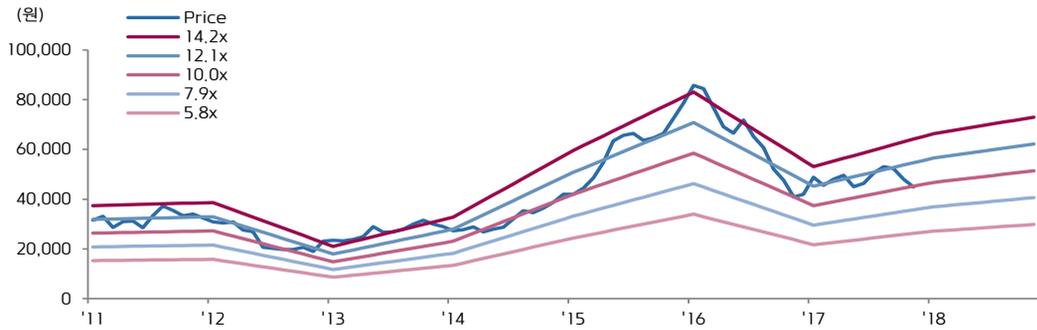
자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.1 배	(a), 방산실적 안정기 PER band(7.9~12.1 배) 상단
적용 EPS	4,970 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	59,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	44,500 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	32.6 %	2017년 10월 17일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

S&T모티브 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	285.2	275.9	276.4	316.4	288.7	292.7	282.5	308.3	1,172.3	1,321.0	1,457.8
>차량부품	207.9	197.1	196.8	221.6	225.7	221.6	220.0	237.1	823.4	904.4	1,037.0
>산업설비	66.7	65.4	61.3	60.6	51.0	55.5	56.7	55.5	254.1	218.9	241.9
>방산기타	28.8	26.6	35.4	47.0	32.6	34.7	26.0	37.8	137.7	131.2	137.0
>조정	(18.2)	(13.3)	(17.2)	(12.7)	(20.7)	(19.1)	(20.3)	(22.1)	(61.4)	(82.2)	(94.9)
영업이익	26.5	19.6	24.5	1.0	27.5	22.1	23.4	24.4	97.4	111.2	123.6
세전이익	26.7	21.6	6.6	5.4	3.2	40.7	28.4	25.9	98.1	113.2	125.6
순이익	20.1	14.9	5.4	(6.0)	2.3	33.2	20.9	19.1	75.6	83.5	92.7
영업이익률	9.3	7.1	8.9	0.3	9.5	7.6	8.3	7.9	8.3	8.4	8.5
세전이익률	9.4	7.8	2.4	1.7	1.1	13.9	10.0	8.4	8.4	8.6	8.6
순이익률	7.0	5.4	2.0	(1.9)	0.8	11.3	7.4	6.2	6.4	6.3	6.4
% yoy											
매출액	1.3	(11.9)	(2.6)	(4.8)	1.2	6.1	2.2	(2.5)	1.6	12.7	10.3
>차량부품	3.4	(12.9)	(5.9)	5.5	8.6	12.4	11.8	7.0	(2.7)	9.8	14.7
>산업설비	3.9	0.7	(6.3)	(7.3)	(23.6)	(15.1)	(7.5)	(8.3)	(2.3)	(13.9)	10.5
>방산기타	(26.9)	(44.6)	22.6	(42.6)	13.4	30.4	(26.4)	(19.5)	(30.4)	(4.7)	4.4
>조정	(21.9)	(48.8)	(13.8)	(49.0)	13.6	43.3	18.2	73.9	(34.8)	33.8	15.4
영업이익	1.4	(43.2)	(15.7)	(97.1)	4.0	12.7	(4.7)	2,395.7	36.0	14.2	11.1
세전이익	4.3	(45.9)	(83.2)	(80.6)	(87.9)	88.5	330.3	378.8	62.8	15.3	10.9
순이익	7.1	(48.5)	(81.0)	(128.3)	(88.3)	122.8	287.7	(417.9)	120.1	10.5	10.9
% qoq											
매출액	(14.1)	(3.3)	0.2	14.5	(8.7)	1.4	(3.5)	9.1			
>차량부품	(1.0)	(5.2)	(0.2)	12.6	1.9	(1.8)	(0.7)	7.8			
>산업설비	2.1	(2.0)	(6.3)	(1.3)	(15.7)	8.9	2.1	(2.1)			
>방산기타	(64.8)	(7.5)	32.9	32.8	(30.5)	6.3	(25.0)	45.4			
>조정	(27.1)	(26.8)	28.9	(25.8)	62.3	(7.6)	6.3	9.1			
영업이익	(20.4)	(25.9)	25.0	(96.0)	2,722.7	(19.6)	5.6	4.2			
세전이익	(3.9)	(19.3)	(69.4)	(18.0)	(40.4)	1,161.3	(30.2)	(8.8)			
순이익	(5.6)	(25.7)	(63.7)	(211.2)	(139.1)	1,314.4	(36.9)	(8.8)			

자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,105	11,538	11,723	13,210	14,578
매출원가	9,912	9,784	9,780	10,849	12,007
매출총이익	2,193	1,754	1,943	2,362	2,571
판매비및일반관리비	962	1,038	968	1,250	1,335
영업이익(보고)	1,231	716	974	1,112	1,236
영업이익률(%)	10.2%	6.2%	8.3%	8.4%	8.5%
영업외손익	96	-114	7	20	20
이자수익	14	14	7	7	8
배당금수익	3	0	0	0	0
외환이익	272	405	3,908	6,609	8,467
이자비용	4	0	1	0	0
외환손실	160	302	4,513	7,434	9,508
관계기업지분법손익	-5	-3	15	16	15
투자및기타자산처분손익	29	6	-9	-3	-1
금융상품평가및기타금융이익	-39	-2	20	12	5
기타	-13	-232	580	812	1,033
법인세차감전이익	1,327	603	981	1,132	1,256
법인세비용	353	260	226	297	329
유효법인세율 (%)	26.6%	43.0%	23.0%	26.2%	26.2%
당기순이익	974	343	756	835	927
지배주주지분손이익(억원)	856	336	686	727	806
EBITDA	1,490	973	1,219	1,353	1,475
현금순이익(Cash Earnings)	1,233	600	1,001	1,076	1,166
수정당기순이익	982	341	747	828	923
증감률(% YoY)					
매출액	10.1	-4.7	1.6	12.7	10.3
영업이익	78.4	-41.8	36.0	14.2	11.1
법인세차감전이익	79.8	-54.6	62.8	15.3	10.9
당기순이익	53.3	-64.7	120.1	10.5	10.9
지배주주지분 당기순이익	39.4	-60.8	104.3	6.0	10.9
EBITDA	61.6	-34.7	25.3	11.0	9.0
EPS	39.4	-60.8	104.3	6.0	10.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	705	1,061	969	858	962
당기순이익	974	343	756	835	927
감가상각비	240	235	225	214	205
무형자산상각비	19	21	20	27	35
외환손익	-27	-87	605	824	1,040
자산처분손익	33	58	9	3	1
지분법손익	5	3	-15	-16	-15
영업활동자산부채 증감	-733	433	-26	-206	-189
기타	194	55	-605	-824	-1,041
투자활동현금흐름	-124	-354	-78	-3,005	-695
투자자산의 처분	38	-14	-4	-10	-7
유형자산의 처분	128	120	0	0	0
유형자산의 취득	-264	-395	0	0	-271
무형자산의 처분	-28	-54	-68	-89	-115
기타	2	-11	-6	-2,906	-301
재무활동현금흐름	-100	-171	-73	7	0
당기차입금의 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	70	157	164
현금및현금성자산의순증가	482	541	818	-2,139	267
기초현금및현금성자산	934	1,415	1,956	2,774	635
기말현금및현금성자산	1,415	1,956	2,774	635	902
Gross Cash Flow	1,437	628	995	1,064	1,151
Op Free Cash Flow	138	648	890	790	600

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,454	7,163	8,065	6,597	7,481
현금및현금성자산	1,415	1,956	2,774	635	902
유동금융자산	8	3	3	4	4
매출채권및유동채권	3,527	3,782	3,843	4,331	4,779
재고자산	1,487	1,421	1,444	1,628	1,796
기타유동비금융자산	17	0	0	0	0
비유동자산	5,274	5,318	5,159	7,946	8,426
장기매출및기타비유동채권	52	89	90	102	112
투자자산	102	115	131	153	175
유형자산	4,992	4,954	4,729	4,515	4,581
무형자산	128	161	208	270	351
기타비유동자산	0	0	0	2,906	3,207
자산총계	11,728	12,482	13,224	14,543	15,907
유동부채	3,036	3,686	3,744	4,218	4,654
매입채무및기타유동채무	2,760	3,053	3,102	3,496	3,857
단기차입금	3	3	2	2	1
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	273	630	640	721	796
비유동부채	1,002	908	978	1,137	1,303
장기매입채무및비유동채무	17	14	14	16	17
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	985	894	964	1,122	1,285
부채총계	4,039	4,594	4,723	5,356	5,957
자본금	731	731	731	731	731
주식발행초과금	234	234	234	234	234
이익잉여금	5,092	5,313	5,876	6,474	7,138
기타자본	542	527	527	527	527
지배주주지분자본총계	6,599	6,806	7,369	7,966	8,631
비지배주주지분자본총계	1,089	1,082	1,132	1,221	1,320
자본총계	7,689	7,888	8,501	9,187	9,950
순차입금	-1,420	-1,956	-2,776	-637	-905
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	4,690	4,970	5,513
BPS	45,130	46,542	50,392	54,477	59,020
주당EBITDA	10,190	6,655	8,338	9,255	10,086
CFPS	8,430	4,104	6,845	7,361	7,973
DPS	1,000	1,000	1,050	1,150	1,250
주가배수(배)					
PER	14.7	21.3	9.5	9.0	8.1
PBR	1.9	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.5	5.5	4.2	5.6	5.0
PCRFR	10.2	11.9	6.5	6.0	5.6
수익성(%)					
영업이익률	10.2	6.2	8.3	8.4	8.5
순이익률	8.0	3.0	6.4	6.3	6.4
EBITDA margin	12.3	8.4	10.4	10.2	10.1
총자산이익률(ROA)	8.5	2.8	5.9	6.0	6.1
자기자본이익률(ROE)	13.6	4.4	9.2	9.4	9.7
투자자본이익률(ROIC)	12.9	5.9	11.1	12.8	13.8
안정성(%)					
부채비율	52.5	58.2	55.6	58.3	59.9
순차입금비율	-18.5	-24.8	-32.6	-6.9	-9.1
이자보상배율(배)	281.1	6,567.2	781.7	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	3.5	3.2	3.1	3.2	3.2
재고자산회전율	7.8	7.9	8.2	8.6	8.5
매입채무회전율	4.2	4.0	3.8	4.0	4.0

한국타이어 (161390)



BUY(Maintain)

주가(10/17) 58,000원

목표주가 92,000원

한국타이어의 업종 Top-pick을 유지한다. 단기적으로 자동차/부품의 이익 가시성이 떨어지는 1Q18까지도 우호적인 영업환경이 기대되기 때문이다. 원가 하락세가 지속되며 1H18까지 이익 개선 속도는 더욱 빠를 전망이다. 3Q17 미국공장 초기 가동에 따른 단기적인 실적 부진을 매수 적기로 활용하길 추천한다.

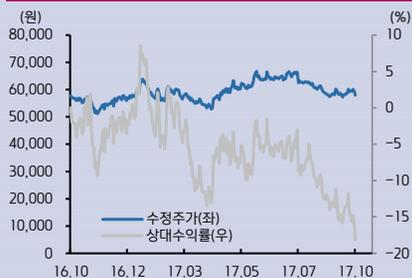
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	71,848억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	66,700원	51,200원	
최고/최저가 대비 등락	-13.04%	13.28%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-3.0%	-6.8%
	6M	0.3%	-13.3%
	1Y	0.3%	-18.1%

Company Data

발행주식수	123,875천주
일평균 거래량(3M)	232천주
외국인 지분율	41.1%
배당수익률(17.E)	0.7%
BP (17.E)	53,932원
주요 주주	한국타이어월드와이드 42.6%
	국민연금공단 7.0%

Price Trend



Bargain Hunting!

>>> 일시적인 이익 감소를 매수 기회로

한국타이어는 가격 인상 국면에서 국내 업체 중 가장 큰 수혜가 기대되는 업체. 단기적으로 북미공장 초기 가동 손실로 이익이 예상보다 부진하나 1) 2차 가격인상 효과 2) 유럽 윈터 성수기 진입에 따른 볼륨 호조, 3) 투입원가 하락으로 이익 개선세가 지속될 전망. 낮아지는 자동차 업종의 이익 가시성 감안 시 투자 매력도 더욱 높아지고 Valuation 매력도 매우 높아 업종 Top-pick 유지

>>> 3Q17 영업이익 2,357억원 전망

3Q17 영업이익 2,357억원(-2.2% yoy, +15.2% qoq, OPM 13.1%), 컨센서스 2,526억원 6.7% 하회 전망. 유로 환율 개선, 유럽 타이어(윈터 포함) 호조 영향으로 매출 성장세는 예상보다 높고, 원재료비 투입단가 하락, 가격 인상 반영으로 내재 스프레드는 개선세. 다만, 미국 공장 초기가동에 따른 손실 영향으로 매출 원가가 일시 상승해 이익 회복이 일시 지연될 전망

>>> 투자의견 Buy, TP 92,000원 유지

한국타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지. '18년 PER 7.1배로 가격 인하 국면의 주가 밴드 하단 수준으로 매우 저평가. 이번 3Q17 실적 전후 매수 적기로 판단. 2차 판가 인상 점진 반영에 따른 실적 개선 효과가 4Q17~1H18 두드러질 것으로 판단하기 때문. 판가 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	68,821	73,308	74,868
영업이익(억원)	8,850	11,032	9,592	11,699	12,383
EBITDA(억원)	13,438	16,060	14,157	15,858	16,175
세전이익(억원)	8,394	10,924	9,741	12,376	13,107
순이익(억원)	6,565	8,791	7,858	9,996	10,600
지배주주지분순이익(억원)	6,554	8,729	7,809	9,983	10,586
EPS(원)	5,291	7,046	6,304	8,059	8,546
증감율(%YoY)	-6.4	33.2	-10.5	27.8	6.0
PER(배)	8.9	8.2	9.2	7.2	6.8
PBR(배)	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.9	5.6	5.5	4.1	3.6
영업이익률(%)	13.8	16.7	13.9	16.0	16.5
순이익률(%)	10.2	13.3	11.4	13.6	14.2
ROE(%)	13.6	15.8	12.4	13.9	13.0
순부채비율(%)	41.6	28.5	9.0	-8.1	-15.7

한국타이어 3Q17 Preview: 영업이익은 2,357억원을 기록해 컨센서스 6.7% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,657.6	1,666.9	1,792.7	8.1	7.6	1,753.0	2.3
영업이익	302.6	204.6	235.7	(22.1)	15.2	252.6	(6.7)
세전이익	270.5	212.7	244.6	(9.6)	15.0	253.8	(3.6)
지배순이익	206.5	175.5	202.5	(2.0)	15.3	194.6	4.0
영업이익률	18.3	12.3	13.1	(5.1)	0.9	14.4	(1.3)
세전이익률	16.3	12.8	13.6	(2.7)	0.9	14.5	(0.8)
지배순이익률	12.5	10.5	11.3	(1.2)	0.8	11.1	0.2

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	6,801.3	7,107.1	6,882.1	7,330.8	1.2	3.1
영업이익	998.9	1,143.2	959.2	1,169.9	(4.0)	2.3
영업이익률(%)	14.7	16.1	13.9	16.0	(0.7)	(0.1)
EBITDA	1,455.3	1,559.1	1,415.7	1,585.8	(2.7)	1.7
EBITDA 이익률(%)	21.4	21.9	20.6	21.6	(0.8)	(0.3)
순이익	850.4	1,007.3	785.8	999.6	(7.6)	(0.8)

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

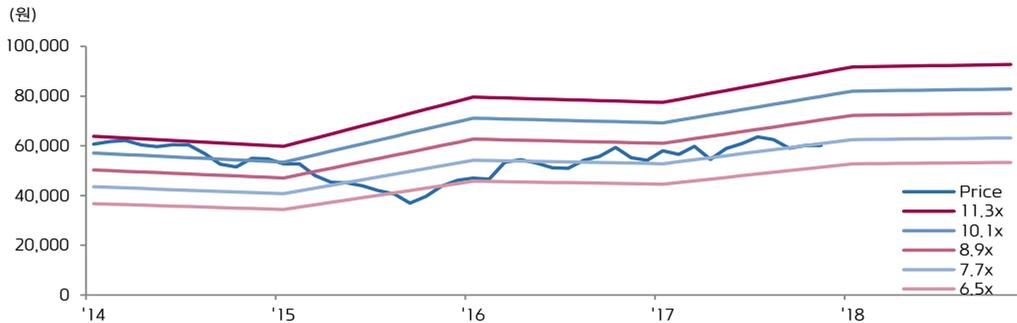
주: 한국타이어 2017년 9월 26일 3Q17 Preview 자료 기준

한국타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	11.3 배	(a), 가격 인상 시점 PER 평균
적용 EPS	8,059 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	92,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	58,000 원	2017년 10월 17일 종가
주가상승여력	58.6 %	2017년 10월 17일 종가대비
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	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,626.0	1,727.4	1,657.6	1,610.6	1,639.2	1,666.9	1,792.7	1,783.3	6,882.1	7,330.8	7,486.8
영업이익	251.1	310.3	302.6	239.2	232.2	204.6	235.7	286.7	959.2	1,169.9	1,238.3
세전이익	247.2	310.7	270.5	263.9	206.8	212.7	244.6	310.0	974.1	1,237.6	1,310.7
순이익	196.7	265.2	207.6	209.7	167.5	179.9	202.5	236.0	785.8	999.6	1,060.0
영업이익률	15.4	18.0	18.3	14.9	14.2	12.3	13.1	16.1	13.9	16.0	16.5
세전이익률	15.2	18.0	16.3	16.4	12.6	12.8	13.6	17.4	14.2	16.9	17.5
순이익률	12.1	15.4	12.5	13.0	10.2	10.8	11.3	13.2	11.4	13.6	14.2
% yoy											
매출액	9.4	6.6	(3.9)	0.9	0.8	(3.5)	8.1	10.7	3.9	6.5	2.1
세전이익	23.6	54.4	25.2	0.0	(7.5)	(34.0)	(22.1)	19.9	(13.1)	22.0	5.8
세전이익	25.9	60.9	23.6	14.3	(16.3)	(31.6)	(9.6)	17.4	(10.8)	27.1	5.9
순이익	22.0	72.3	36.6	10.6	(14.8)	(32.2)	(2.5)	12.6	(10.6)	27.2	6.0
% qoq											
매출액	1.8	6.2	(4.0)	(2.8)	1.8	1.7	7.6	(0.5)			
영업이익	5.0	23.5	(2.5)	(21.0)	(2.9)	(11.9)	15.2	21.7			
세전이익	7.1	25.7	(12.9)	(2.4)	(21.6)	2.8	15.0	26.7			
순이익	3.8	34.9	(21.7)	1.0	(20.1)	7.4	12.6	16.6			

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	64,282	66,218	68,821	73,308	74,868
매출원가	40,840	40,450	44,140	45,551	46,029
매출총이익	23,441	25,767	24,681	27,757	28,839
판매비및일반관리비	14,591	14,735	15,089	16,058	16,457
영업이익(보고)	8,850	11,032	9,592	11,699	12,383
영업이익률(%)	13.8%	16.7%	13.9%	16.0%	16.5%
영업외손익	-456	-108	148	677	724
이자수익	190	68	-24	-138	-143
배당금수익	0	2	2	3	3
외환이익	2,693	2,601	2,823	3,946	4,253
이자비용	438	456	484	335	188
외환손실	3,259	3,031	2,999	4,046	4,355
관계기업지분법손익	137	449	450	516	552
투자및기타자산처분손익	-25	-41	-8	-3	-1
금융상품평가및기타금융이익	85	84	-64	-24	-8
기타	160	216	453	758	612
법인세차감전이익	8,394	10,924	9,741	12,376	13,107
법인세비용	1,829	2,133	1,883	2,380	2,507
유효법인세율 (%)	21.8%	19.5%	19.3%	19.2%	19.1%
당기순이익	6,565	8,791	7,858	9,996	10,600
지배주주지분손이익(억원)	6,554	8,729	7,809	9,983	10,586
EBITDA	13,438	16,060	14,157	15,858	16,175
현금순이익(Cash Earnings)	11,153	13,819	12,423	14,155	14,393
수정당기순이익	6,518	8,756	7,913	10,017	10,607
증감률(% YoY)					
매출액	-3.8	3.0	3.9	6.5	2.1
영업이익	-14.2	24.7	-13.1	22.0	5.8
법인세차감전이익	-10.3	30.1	-10.8	27.1	5.9
당기순이익	-6.1	33.9	-10.6	27.2	6.0
지배주주지분 당기순이익	-6.4	33.2	-10.5	27.8	6.0
EBITDA	-8.0	19.5	-11.9	12.0	2.0
EPS	-6.4	33.2	-10.5	27.8	6.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,140	12,176	11,765	13,027	13,893
당기순이익	6,565	8,791	7,858	9,996	10,600
감가상각비	4,465	4,890	4,429	4,011	3,633
무형자산상각비	124	139	136	147	160
외환손익	375	224	176	100	102
자산처분손익	103	149	8	3	1
지분법손익	-137	-449	-450	-516	-552
영업활동자산부채 증감	-803	-2,368	-587	-1,012	-352
기타	449	800	196	296	301
투자활동현금흐름	-21,040	-7,395	-738	-867	-6,416
투자자산의 처분	-12,654	-382	-80	-123	-43
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	-422	-489	-597
재무활동현금흐름	8,887	-6,500	-5,782	-6,070	-6,211
단기차입금의 증가	1,596	-7,708	-6,484	-6,907	-7,054
장기차입금의 증가	7,786	1,704	851	906	926
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-495	-495	-495	-495	-495
기타	0	0	347	426	413
현금및현금성자산의순증가	-878	-1,720	5,245	6,090	1,267
기초현금및현금성자산	7,252	6,374	4,653	9,899	15,988
기말현금및현금성자산	6,374	4,653	9,899	15,988	17,256
Gross Cash Flow	11,943	14,544	12,352	14,038	14,246
Op Free Cash Flow	2,038	4,082	11,013	11,760	7,051

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	33,888	32,931	39,287	47,293	49,227
현금및현금성자산	6,374	4,653	9,899	15,988	17,256
유동금융자산	1,187	1,656	1,722	1,834	1,873
매출채권및유동채권	11,950	12,158	12,636	13,460	13,746
재고자산	14,303	14,363	14,928	15,901	16,240
기타유동비금융자산	74	100	103	110	113
비유동자산	61,074	63,289	59,508	56,290	59,045
장기매출및기타비유동채권	1,303	1,027	1,068	1,137	1,161
투자자산	11,949	12,010	12,092	12,219	12,370
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	98,796	103,583	108,272
유동부채	29,069	24,468	20,997	17,609	13,604
매입채무및기타유동채무	11,668	10,504	10,917	11,628	11,876
단기차입금	14,924	8,685	2,201	-4,706	-11,759
유동성장기차입금	1,387	3,835	6,378	9,088	11,855
기타유동부채	1,089	1,444	1,501	1,599	1,633
비유동부채	14,485	12,137	10,821	9,496	8,085
장기매입채무및비유동채무	811	766	796	848	866
사채및장기차입금	12,646	10,753	9,061	7,258	5,416
기타비유동부채	1,028	618	964	1,390	1,803
부채총계	43,553	36,605	31,818	27,105	21,690
자본금	619	619	619	619	619
주식발행초과금	29,935	29,935	29,935	29,935	29,935
이익잉여금	21,341	29,506	36,821	46,309	56,401
기타자본	-551	-566	-566	-566	-566
지배주주지분자본총계	51,344	59,494	66,809	76,298	86,389
비지배주주지분자본총계	64	121	169	180	193
자본총계	51,408	59,615	66,977	76,478	86,582
순차입금	21,396	16,963	6,020	-6,182	-13,617
총차입금	28,957	23,273	17,640	11,640	5,512

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,291	7,046	6,304	8,059	8,546
BPS	41,448	48,027	53,932	61,592	69,739
주당EBITDA	10,848	12,965	11,428	12,801	13,058
CFPS	9,004	11,156	10,028	11,427	11,619
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	8.9	8.2	9.2	7.2	6.8
PBR	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	5.6	5.5	4.1	3.6
PCFR	5.2	5.2	5.8	5.1	5.0
수익성(%)					
영업이익률	13.8	16.7	13.9	16.0	16.5
순이익률	10.2	13.3	11.4	13.6	14.2
EBITDA margin	20.9	24.3	20.6	21.6	21.6
총자산이익률(ROA)	7.4	9.2	8.1	9.9	10.0
자기자본이익률(ROE)	13.6	15.8	12.4	13.9	13.0
투자자본이익률(ROIC)	11.9	14.4	11.9	15.3	16.3
안정성(%)					
부채비율	84.7	61.4	47.5	35.4	25.1
순차입금비율	41.6	28.5	9.0	-8.1	-15.7
이자보상배율(배)	20.2	24.2	19.8	34.9	65.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	5.5	5.6	5.6	5.5
재고자산회전율	4.5	4.6	4.7	4.8	4.7
매입채무회전율	5.6	6.0	6.4	6.5	6.4

넥센타이어 (002350)



BUY(Maintain)

주가(10/17) 12,900원

목표주가 18,000원

평가인하 경쟁 완화와 원가 하락으로 국내 타이어 업체의 영업 환경은 2016년대비 개선되었다. 한국타이어대비 1) 평가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위로 Valuation 할증이 어렵다. 단 4Q17 이후 구조적 수요 회복이 보인다면 주가 상승이 업종 내 가장 탄력적일 것으로 전망한다.

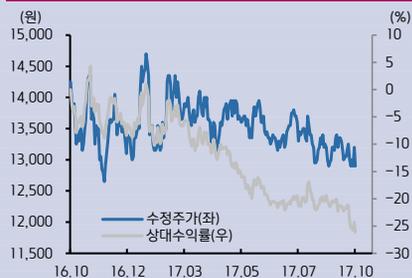
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt		
시가총액	13,000억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	14,700원	12,650원	
최고/최저가 대비 등락	-12.24%	1.98%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-3.7%	-7.5%
	6M	-1.9%	-15.3%
	1Y	-9.5%	-26.1%

Company Data

발행주식수	2,484.37pt	
일평균 거래량(3M)	13,000억원	
외국인 지분율	최고가	최저가
배당수익률(17.E)	14,700원	12,650원
BP (17.E)	-12.24%	1.98%
주주 주주	절대	상대
	-3.7%	-7.5%

Price Trend



시장 예상치 부합하는 실적

>>> 업황 개선, 볼륨 증가 확인이 매수 시점

유럽 중심으로 수요 개선과 타이어 가격 인상 지속 가능성으로 공급자에 유리해진 영업환경 확인. 단, 평가 인상에 유리한 포트폴리오를 보유한 한국타이어와 달리 넥센타이어는 수요 상승(업황 호조) 시점 경쟁사 대비 높은 이익 증가 가능해 Valuation 할증이 가능. 계절 성수기 + 2차 가격 인상에 따른 추가 재고 축적 + 윈터 타이어 시즌이 종료되는 4Q17 이후 구조적 볼륨 증가 확인 시 넥센타이어 적극 매수 대응 타이밍 결정 전망

>>> 3Q17 영업이익 609억원 전망

3Q17 영업이익 609억원(-6.9% yoy, +39.8% qoq, OPM 11.8%), 컨센서스 584억원 4.3% 상회 전망. 3Q17 투입원가는 하락한 고무가 반영되는 분기로 마진 회복 전환 전망. 4Q17에도 급락한 고무가 투입으로 원가율은 추가 하락하나 북미시장 가격 경쟁이 아직 유지되고 있어 경영 환경은 유럽비중 높은 한국타이어 대비 열위. 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. '18년 PER 9.0배. 국내 업체의 이익 개선 효과는 크지만 단기적으로 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 한국타이어 대비 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	20,023	19,761	21,707
영업이익(억원)	2,249	2,480	2,208	2,427	2,445
EBITDA(억원)	3,645	3,928	3,540	3,652	3,571
세전이익(억원)	1,648	2,165	1,843	1,944	1,940
순이익(억원)	1,271	1,760	1,434	1,510	1,506
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,421	1,495	1,491
EPS(원)	1,217	1,689	1,374	1,435	1,431
증감율(%YoY)	-3.1	38.8	-18.6	4.5	-0.3
PER(배)	10.2	7.7	9.4	9.0	9.0
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.8	4.8	4.6	3.7	3.9
영업이익률(%)	12.2	13.1	11.0	12.3	11.3
순이익률(%)	6.9	9.3	7.2	7.6	6.9
ROE(%)	12.9	15.7	11.3	10.7	9.7
순부채비율(%)	83.2	48.9	24.3	2.3	5.6

넥센타이어 3Q17 Preview: 영업이익은 609억원을 기록해 컨센서스 4.3% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	470.2	514.1	515.4	9.6	0.3	505.4	2.0
영업이익	65.4	43.6	60.9	(6.9)	39.8	58.4	4.3
세전이익	53.6	39.9	48.5	(9.4)	21.7	51.5	(5.8)
지배순이익	46.3	29.3	39.4	(15.0)	34.1	37.7	4.4
영업이익률	13.9	8.5	11.8	(2.1)	3.3	11.5	0.3
세전이익률	11.4	7.8	9.4	(2.0)	1.7	10.2	(0.8)
지배순이익률	9.9	5.7	7.6	(2.2)	1.9	7.5	0.2

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,002.3	1,976.1	2,002.3	1,976.1	(0.0)	0.0
영업이익	231.6	264.7	220.8	242.7	(4.7)	(8.3)
영업이익률(%)	11.6	13.4	11.0	12.3	(0.5)	(1.1)
EBITDA	364.8	387.2	354.0	365.2	(3.0)	(5.7)
EBITDA 이익률(%)	18.2	19.6	17.7	18.5	(0.5)	(1.1)
순이익	152.8	170.2	143.4	151.0	(6.2)	(11.3)

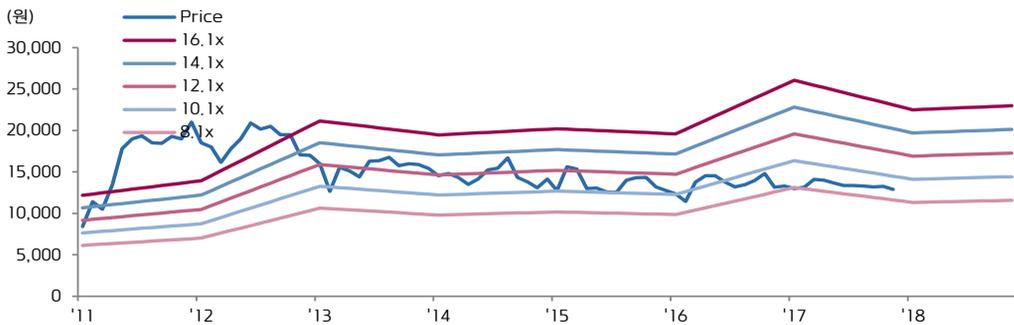
자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.3 배	(a), 한국타이어 목표 PER
적용 EPS	1,435 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	18,000 원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 증가	12,900 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	39.5 %	2017년 10월 17일 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	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.4	481.5	514.1	515.4	491.2	2,002.3	1,976.1	2,170.7
영업이익	57.9	69.5	65.4	55.1	48.8	43.6	60.9	67.6	220.8	242.7	244.5
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	40.4	39.9	48.5	55.5	184.3	194.4	194.0
순이익	41.9	43.9	46.8	43.3	29.6	29.4	39.4	45.0	143.4	151.0	150.6
영업이익률	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	8.5	11.8	13.8	11.0	12.3	11.3
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	7.8	9.4	11.3	9.2	9.8	8.9
순이익률	9.1	8.9	10.0	9.2	6.2	5.7	7.6	9.2	7.2	7.6	6.9
% yoy											
매출액	3.2	5.6	(0.0)	3.8	5.1	4.2	9.6	3.8	5.7	(1.3)	9.9
영업이익	12.9	24.9	26.5	(16.7)	(15.8)	(37.4)	(6.9)	22.6	(11.0)	9.9	0.7
세전이익	64.0	5.1	102.4	1.3	(25.6)	(31.1)	(9.4)	9.4	(14.9)	5.4	(0.2)
순이익	88.5	2.8	126.7	4.4	(29.3)	(33.0)	(15.9)	3.9	(18.5)	5.3	(0.3)
% qoq											
매출액	0.4	7.7	(4.7)	0.7	1.7	6.8	0.3	(4.7)			
영업이익	(12.5)	20.1	(5.9)	(15.7)	(11.6)	(10.7)	39.8	11.0			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(5.3)	(20.4)	(1.3)	21.7	14.4			
순이익	0.9	4.8	6.6	(7.4)	(31.6)	(0.7)	33.8	14.3			

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,375	18,947	20,023	19,761	21,707
매출원가	12,185	12,079	13,189	12,562	14,003
매출총이익	6,190	6,868	6,834	7,198	7,704
판매비및일반관리비	3,941	4,388	4,626	4,771	5,259
영업이익(보고)	2,249	2,480	2,208	2,427	2,445
영업이익률(%)	12.2%	13.1%	11.0%	12.3%	11.3%
영업외손익	-601	-315	-364	-484	-505
이자수익	65	56	49	44	46
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	509	585	678	835	774
이자비용	334	251	190	185	191
외환손실	776	670	773	921	851
관계기업지분법손익	0	0	-3	0	0
투자및기타자산처분손익	-25	2	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-42	-18	12	3	1
기타	2	-19	-135	-258	-284
법인세차감전이익	1,648	2,165	1,843	1,944	1,940
법인세비용	377	406	409	433	435
유효법인세율(%)	22.9%	18.7%	22.2%	22.3%	22.4%
당기순이익	1,271	1,760	1,434	1,510	1,506
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,421	1,495	1,491
EBITDA	3,645	3,928	3,540	3,652	3,571
현금순이익(Cash Earnings)	2,667	3,207	2,766	2,735	2,631
수정당기순이익	1,323	1,773	1,426	1,509	1,505
증감률(% YoY)					
매출액	4.5	3.1	5.7	-1.3	9.9
영업이익	7.8	10.3	-11.0	9.9	0.7
법인세차감전이익	0.4	31.4	-14.9	5.4	-0.2
당기순이익	-2.1	38.4	-18.5	5.3	-0.3
지배주주지분 당기순이익	-2.5	38.8	-18.2	5.2	-0.3
EBITDA	16.3	7.8	-9.9	3.2	-2.2
EPS	-3.1	38.8	-18.6	4.5	-0.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,208	3,832	2,618	2,774	2,343
당기순이익	1,271	1,760	1,434	1,510	1,506
감가상각비	1,396	1,448	1,331	1,223	1,124
무형자산상각비	0	0	1	1	1
외환손익	300	-5	95	86	77
자산처분손익	0	0	2	0	0
지분법손익	0	0	3	0	0
영업활동자산부채 증감	-353	219	-160	39	-289
기타	594	410	-89	-86	-77
투자활동현금흐름	-1,421	-1,264	-340	-144	-3,426
투자자산의 처분	161	-168	-90	22	-163
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	-249	-165	-201
재무활동현금흐름	-1,156	-2,374	528	548	662
당기차입금의 증가	0	0	200	197	217
장기차입금의 증가	-1,081	-2,293	50	52	51
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-81	-102	-111	-116
기타	1	0	379	410	511
현금및현금성자산의순증가	519	212	2,806	3,177	-421
기초현금및현금성자산	531	1,049	1,261	4,067	7,245
기말현금및현금성자산	1,049	1,261	4,067	7,245	6,824
Gross Cash Flow	3,562	3,613	2,777	2,735	2,631
Op Free Cash Flow	1,151	2,636	2,845	3,102	-371

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,007	8,477	11,693	14,770	15,091
현금및현금성자산	1,049	1,261	4,067	7,245	6,824
유동금융자산	1,093	1,237	1,307	1,290	1,417
매출채권및유동채권	3,349	3,466	3,662	3,614	3,971
재고자산	2,516	2,514	2,656	2,621	2,880
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,801	17,702	16,645	15,579	17,771
장기매출및기타비유동채권	120	183	193	191	209
투자자산	283	392	408	404	439
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	28,337	30,349	32,861
유동부채	5,805	5,600	5,966	6,096	6,631
매입채무및기타유동채무	2,152	2,901	3,066	3,026	3,324
단기차입금	1,830	1,171	1,371	1,569	1,786
유동성장기차입금	1,478	1,104	1,082	1,060	1,036
기타유동부채	346	423	447	441	485
비유동부채	9,663	8,552	9,005	9,488	10,076
장기매입채무및비유동채무	29	27	29	28	31
사채및장기차입금	7,441	6,100	6,172	6,246	6,321
기타비유동부채	2,193	2,425	2,804	3,214	3,724
부채총계	15,468	14,152	14,971	15,584	16,706
자본금	535	535	541	541	541
주식발행초과금	260	260	260	260	260
이익잉여금	9,002	10,685	12,005	13,390	14,765
기타자본	470	453	453	453	453
지배주주지분자본총계	10,266	11,932	13,258	14,643	16,018
비지배주주지분자본총계	74	96	108	122	136
자본총계	10,340	12,027	13,366	14,765	16,155
순차입금	8,606	5,877	3,251	340	902
총차입금	10,748	8,375	8,625	8,874	9,142

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,217	1,689	1,374	1,435	1,431
BPS	9,976	11,594	12,728	14,057	15,377
주당EBITDA	3,542	3,817	3,422	3,505	3,428
CFPS	2,592	3,116	2,674	2,625	2,526
DPS	80	100	105	110	115
주가배수(배)					
PER	10.2	7.7	9.4	9.0	9.0
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	4.8	4.6	3.7	3.9
PCFR	4.8	4.2	4.8	4.9	5.1
수익성(%)					
영업이익률	12.2	13.1	11.0	12.3	11.3
순이익률	6.9	9.3	7.2	7.6	6.9
EBITDA margin	19.8	20.7	17.7	18.5	16.5
총자산이익률(ROA)	5.0	6.8	5.3	5.1	4.8
자기자본이익률(ROE)	12.9	15.7	11.3	10.7	9.7
투자자본이익률(ROIC)	8.5	10.1	8.9	10.5	10.3
안정성(%)					
부채비율	149.6	117.7	112.0	105.5	103.4
순차입금비율	83.2	48.9	24.3	2.3	5.6
이자보상배율(배)	6.7	9.9	11.6	13.1	12.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.6	5.6	5.4	5.7
재고자산회전율	7.3	7.5	7.7	7.5	7.9
매입채무회전율	8.1	7.5	6.7	6.5	6.8

금호타이어 (073240)



BUY(Maintain)

주가(10/17) 5,880원

목표주가 7,000원(하향)

금호타이어 주가는 채권단의 매각 일정에 차질을 보임에 따라 변동성이 확대되었습니다. 하지만 매각 결렬 이후 채권단 주도의 경영진 변경 등 경영 개선 절차로 실적 개선이 점진적으로 가시화될 것으로 기대합니다. 목표주가는 하향하나 과거대비 개선된 업황과 실적 개선 가능성을 반영해 투자 의견 BUY를 유지합니다.

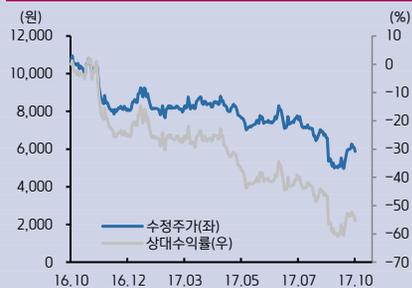
Stock Data

KOSPI (10/17)	2,484.37pt	
시가총액	9,290억원	
52주 주가동향	최고가 10,950원	최저가 4,970원
최고/최저가 대비 등락	-46.30%	18.31%
주가수익률	절대	상대
1M	15.7%	11.2%
6M	-30.8%	-40.3%
1Y	-45.3%	-55.4%

Company Data

발행주식수	157,993천주
일평균 거래량(3M)	1,766천주
외국인 지분율	2.9%
배당수익률(17.E)	0.0%
BP (17.E)	5,972원
주요 주주	(주)우리은행 42.0%
	국민연금공단 8.8%

Price Trend



채권단 주도의 정상화 기대

>>> 채권단 주도의 경영 개선 기대

채권단 지분의 매각 결렬 이후 채권단 주도의 경영 개선 전략이 가시화될 전망이다. 매각 프리미엄과 매각 후 기대했던 시너지는 소멸했으나 향후 2H17 중국 남경공장 축소 이전과 중국 가동으로 실적 개선 기대 가능성은 여전히 유효. 점진적이거나 강도 높을 개선 작업과 우호적인 경영 환경을 고려 시 현 주가 수준에는 완만한 상승 기대

>>> 3Q17 영업이익 85억원 전망

3Q17 영업이익 85억원(-10.6% yoy, 흑전 qoq, OPM 1.2%) 컨센서스 65억원 30.8% 상회 전망. 중국 공장 이전 완료에 따른 가동률 및 수익성 회복세와 원재료 투입비용 하락으로 실적 개선세. 연말로 갈수록 중국 공장 이전 및 미국 정상화로 가동률 회복 기대하나, 중국 수요 회복과 원만한 매각 확인 필요

>>> 경영 정상화에 따른 주가 회복 기대

M&A 불발로 주가 하방 압력 높았으나, 경영진 변경과 채권단의 경영개선전략 재가동으로 손익은 정상화 수준으로 수렴할 수 있을 것으로 전망. 남경공장 이전(CAPA 축소로 가동률 회복, 고인치 믹스 변경)과 신규 미국공장 가동(2017년 330만본 CAPA예상)으로 기대했던 볼륨 증가와 가동 회복 시 주가 회복에 기여할 전망이다

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	30,404	29,472	28,402	28,826	34,132
영업이익(억원)	1,360	1,201	-106	2,058	2,601
EBITDA(억원)	3,405	3,442	1,966	3,972	4,375
세전이익(억원)	-655	-378	-1,535	798	1,422
순이익(억원)	-675	-379	-1,575	615	1,095
지배주주지분순이익(억원)	-694	-360	-1,586	612	1,089
EPS(원)	-439	-228	-1,004	387	689
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	78.1
PER(배)	-15.3	-37.2	-5.9	15.2	8.5
PBR(배)	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	10.0	11.2	19.1	9.0	8.3
영업이익률(%)	4.5	4.1	-0.4	7.1	7.6
순이익률(%)	-2.2	-1.3	-5.5	2.1	3.2
ROE(%)	-5.2	-3.1	-13.9	5.7	9.3
순부채비율(%)	187.4	200.3	228.8	198.3	187.6

금호타이어 3Q17 Preview: 영업이익은 85억원을 기록해 컨센서스 30.8% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	710.1	712.2	705.0	(0.7)	(1.0)	722.3	(2.4)
영업이익	9.5	(22.5)	8.5	(10.6)	흑전	6.5	30.8
세전이익	(31.6)	(53.6)	(27.2)	적지	적지	(25.8)	-
지배순이익	(31.4)	(48.4)	(29.2)	적지	적지	(27.6)	-
영업이익률	1.3	(3.2)	1.2	(0.1)	4.4	0.9	0.3
세전이익률	(4.4)	(7.5)	(3.9)	0.6	3.7	(3.6)	(0.3)
지배순이익률	(4.4)	(6.8)	(4.1)	0.3	2.7	(3.8)	(0.3)

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,840.2	2,882.6	2,840.2	2,882.6	(0.0)	0.0
영업이익	(10.6)	205.8	(10.6)	205.8	(0.0)	0.0
영업이익률(%)	(0.4)	7.1	(0.4)	7.1	0.0	0.0
EBITDA	196.6	397.2	196.6	397.2	0.0	0.0
EBITDA 이익률(%)	6.9	13.8	6.9	13.8	0.0	0.0
순이익	(150.3)	72.2	(157.5)	61.5	4.8	(14.9)

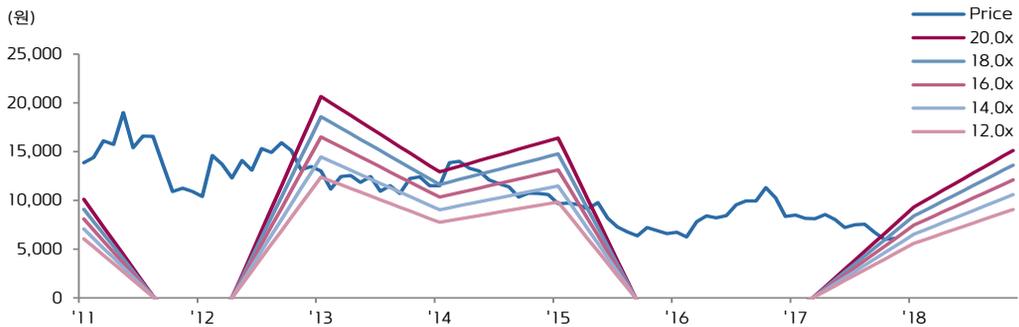
자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.0 배	(a), 2013년 이후 PER 평균(16.0배) - 2 표준편차(4.0배)
적용 EPS	538 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	7,000 원	(a) x (b), 목표주가 하향(기존 9,000원, -22.2% 변경)
전일 증가	5,880 원	2017년 10월 17일 증가
주가상승여력	19.0 %	2017년 10월 17일 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	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	701.8	744.8	710.1	790.6	669.3	712.2	705.0	753.7	2,840.2	2,882.6	3,413.2
영업이익	15.1	40.7	9.5	54.7	(28.2)	(22.5)	8.5	31.7	(10.6)	205.8	260.1
세전이익	(13.1)	(0.2)	(31.6)	7.0	(69.1)	(53.6)	(27.2)	(3.7)	(153.5)	79.8	142.2
순이익	(15.4)	(7.5)	(32.0)	17.0	(60.6)	(47.5)	(29.2)	(20.2)	(157.5)	61.5	109.5
영업이익률	2.2	5.5	1.3	6.9	(4.2)	(3.2)	1.2	4.2	(0.4)	7.1	7.6
세전이익률	(1.9)	(0.0)	(4.4)	0.9	(10.3)	(7.5)	(3.9)	(0.5)	(5.4)	2.8	4.2
순이익률	(2.2)	(1.0)	(4.5)	2.2	(9.1)	(6.7)	(4.1)	(2.7)	(5.5)	2.1	3.2
% yoy											
매출액	(7.0)	(5.1)	(1.0)	0.8	(4.6)	(4.4)	(0.7)	(4.7)	(3.6)	1.5	18.4
영업이익	(65.6)	(26.3)	(256.6)	28.1	적전	적전	(10.6)	(42.2)	적전	흑전	26.4
세전이익	적전	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	78.1
순이익	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	78.1
% qoq											
매출액	(10.5)	6.1	(4.7)	11.3	(15.3)	6.4	(1.0)	6.9			
영업이익	(64.6)	169.4	(76.8)	478.5	적전	적지	흑전	274.2			
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지			
순이익	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지			

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	30,404	29,472	28,402	28,826	34,132
매출원가	22,651	22,018	22,310	20,515	24,406
매출총이익	7,753	7,455	6,092	8,311	9,726
판매비및일반관리비	6,394	6,254	6,197	6,253	7,125
영업이익(보고)	1,360	1,201	-106	2,058	2,601
영업이익률(%)	4.5%	4.1%	-0.4%	7.1%	7.6%
영업외손익	-2,014	-1,578	-1,429	-1,260	-1,179
이자수익	47	32	15	18	20
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	980	1,059	1,071	-821	-1,059
이자비용	1,105	1,131	1,239	1,230	1,206
외환손실	1,328	1,284	1,054	-570	-630
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-136	-106	-139	-46	-16
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-472	-148	-84	250	452
법인세차감전이익	-655	-378	-1,535	798	1,422
법인세비용	20	1	40	184	327
유효법인세율(%)	-3.0%	-0.3%	-2.6%	23.0%	23.0%
당기순이익	-675	-379	-1,575	615	1,095
지배주주지분손이익(억원)	-694	-360	-1,586	612	1,089
EBITDA	3,405	3,442	1,966	3,972	4,375
현금순이익(Cash Earnings)	1,371	1,863	496	2,528	2,868
수정당기순이익	-534	-273	-1,470	650	1,107
증감률(% YoY)					
매출액	-11.6	-3.1	-3.6	1.5	18.4
영업이익	-62.1	-11.7	N/A	N/A	26.4
법인세차감전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	78.1
당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	78.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	78.1
EBITDA	-37.5	1.1	-42.9	102.1	10.1
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	78.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,250	1,883	825	2,500	1,941
당기순이익	-675	-379	-1,575	615	1,095
감가상각비	1,982	2,179	2,029	1,890	1,760
무형자산상각비	63	63	42	24	14
외환손익	196	199	-18	251	429
자산처분손익	151	215	139	46	16
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-323	-1,462	190	-75	-943
기타	855	1,068	18	-251	-429
투자활동현금흐름	-5,817	-2,649	-647	-699	-3,787
투자자산의 처분	905	64	48	-80	-435
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	-704	-624	-761
재무활동현금흐름	3,907	56	-446	-284	191
단기차입금의 증가	2,938	-2,899	-1,704	-1,729	-2,048
장기차입금의 증가	-7	2,178	1,247	1,266	1,499
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	976	778	11	179	740
현금및현금성자산의순증가	468	-804	-268	1,516	-1,654
기초현금및현금성자산	1,971	2,439	1,635	1,367	2,883
기말현금및현금성자산	2,439	1,635	1,367	2,883	1,229
Gross Cash Flow	2,574	3,345	635	2,575	2,884
Op Free Cash Flow	-3,638	-1,658	2,190	3,403	212

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	16,315	15,576	14,802	16,519	17,374
현금및현금성자산	2,439	1,635	1,367	2,883	1,229
유동금융자산	1,742	1,384	1,333	1,353	1,602
매출채권및유동채권	6,681	7,048	6,792	6,893	8,162
재고자산	5,432	5,491	5,292	5,371	6,359
기타유동비금융자산	22	19	18	19	22
비유동자산	35,885	35,640	34,121	32,843	34,620
장기매출및기타비유동채권	244	163	157	160	189
투자자산	3,555	3,436	3,402	3,415	3,585
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	48,924	49,362	51,995
유동부채	22,623	23,346	23,972	24,992	27,418
매입채무및기타유동채무	7,619	7,174	6,913	7,016	8,308
단기차입금	10,131	8,363	6,659	4,930	2,882
유동성장기차입금	4,801	7,501	10,103	12,744	15,871
기타유동부채	73	308	297	301	357
비유동부채	16,969	15,730	14,386	13,190	12,301
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	12,874	11,468	10,113	8,737	7,109
기타비유동부채	4,095	4,262	4,273	4,452	5,193
부채총계	39,592	39,076	38,358	38,181	39,720
자본금	7,900	7,900	7,900	7,900	7,900
주식발행초과금	2,237	2,237	2,237	2,237	2,237
이익잉여금	848	539	-1,046	-435	655
기타자본	444	345	345	345	345
지배주주지분자본총계	11,429	11,022	9,436	10,048	11,137
비지배주주지분자본총계	1,179	1,119	1,130	1,133	1,138
자본총계	12,608	12,141	10,566	11,180	12,275
순차입금	23,624	24,313	24,174	22,175	23,031
총차입금	27,805	27,331	26,875	26,411	25,862

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-439	-228	-1,004	387	689
BPS	7,234	6,976	5,972	6,360	7,049
주당EBITDA	2,155	2,179	1,244	2,514	2,769
CFPS	868	1,179	314	1,600	1,815
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-15.3	-37.2	-5.9	15.2	8.5
PBR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.0	11.2	19.1	9.0	8.3
PCRFR	7.8	7.2	18.7	3.7	3.2
수익성(%)					
영업이익률	4.5	4.1	-0.4	7.1	7.6
순이익률	-2.2	-1.3	-5.5	2.1	3.2
EBITDA margin	11.2	11.7	6.9	13.8	12.8
총자산이익률(ROA)	-1.3	-0.7	-3.1	1.3	2.2
자기자본이익률(ROE)	-5.2	-3.1	-13.9	5.7	9.3
투자자본이익률(ROIC)	4.3	3.5	-0.2	4.9	6.2
안정성(%)					
부채비율	314.0	321.9	363.0	341.5	323.6
순차입금비율	187.4	200.3	228.8	198.3	187.6
이자보상배율(배)	1.2	1.1	N/A	1.7	2.2
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.3	4.1	4.2	4.5
재고자산회전율	5.4	5.4	5.3	5.4	5.8
매입채무회전율	4.0	4.0	4.0	4.1	4.5

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
현대차 (005380)	2015/10/23	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-20.34	-17.25	기아차 (000270)	2015/10/26	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-11.96	-8.91	
	2015/11/24	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-22.96	-17.25		2015/11/24	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-14.67	-8.91	
	2016/01/08	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-24.51	-17.25		2016/01/08	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-16.68	-8.91	
	2016/01/27	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.73	-17.25		2016/01/28	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-21.36	-8.91	
	2016/04/27	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-31.12	-25.50		2016/04/28	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-27.86	-24.69	
	2016/06/27	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-31.45	-25.50		2016/06/27	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-29.18	-24.69	
	2016/07/13	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-31.85	-25.50		2016/07/14	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-31.91	-24.69	
	2016/07/27	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-31.98	-25.50		2017/01/17	Buy(Reinitiate)	52,000원	6개월	-21.73	-21.73	
	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	200,000원	6개월	-23.25	-23.25		2017/01/18	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-25.01	-20.87	
	2017/01/18	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-24.67	-23.00		2017/01/31	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-25.62	-20.87	
	2017/01/26	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-26.64	-23.00		2017/02/02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-25.96	-20.87	
	2017/02/02	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-26.96	-23.00		2017/02/03	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-27.32	-20.87	
	2017/02/03	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-27.40	-23.00		2017/03/02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-27.35	-20.87	
	2017/03/02	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-27.37	-23.00		2017/03/03	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-27.50	-20.87	
	2017/03/03	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-27.47	-23.00		2017/03/06	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.15	-20.87	
	2017/03/06	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.66	-15.00		2017/04/04	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.17	-20.87	
	2017/04/04	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.63	-15.00		2017/04/05	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.40	-20.87	
	2017/04/05	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.72	-15.00		2017/04/11	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-28.82	-20.87	
2017/04/11	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-25.99	-15.00	2017/04/19	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-22.26	-20.22			
2017/04/19	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-16.18	-11.18	2017/04/27	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-22.30	-20.22			
2017/04/27	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-20.85	-18.38	2017/05/04	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-22.17	-20.22			
2017/05/04	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-19.75	-17.84	2017/05/08	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-18.45	-12.11			
2017/05/08	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-14.61	-8.11	2017/06/02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-17.93	-12.11			
2017/06/02	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-14.32	-8.11	2017/06/07	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.50	-10.89			
2017/06/07	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-14.26	-8.11	2017/07/19	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.67	-10.89			
2017/07/19	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-14.80	-8.11	2017-07-28	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.72	-10.89			
2017/07/27	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-15.13	-8.11	2017-08-02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-17.51	-10.89			
2017/08/02	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-16.53	-8.11	2017-08-30	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-17.54	-10.89			
2017/08/30	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-16.78	-8.11	2017-09-01	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-17.61	-10.89			
2017/09/04	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-16.84	-8.11	2017-09-04	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-17.65	-10.89			
2017/09/05	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-17.70	-8.11	2017/09/05	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-18.66	-10.89			
2017/09/18	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-18.10	-8.11	2017/09/18	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-20.18	-10.89			
2017/10/10	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-18.11	-8.11	2017/10/10	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-20.23	-10.89			
2017/10/11	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-18.10	-8.11	2017/10/11	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-20.28	-10.89			
2017/10/12	Buy(Maintain)	185,000원	6개월	-18.05	-8.11	2017/10/12	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-20.55	-10.89			
2017/10/18	Buy(Maintain)	185,000원				2017/10/18	Buy(Maintain)	40,000원						
현대모비스 (012330)	2015/10/26	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-18.10	-15.00	현대우아 (011210)	2015/10/26	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-40.25	-30.75	
	2016/01/12	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-18.12	-14.83		2016/01/28	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-42.47	-30.75	
	2016/01/28	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-17.59	-9.67		2016/03/11	Buy(Maintain)	154,000원	6개월	-31.32	-25.65	
	2016/04/28	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-12.43	-4.00		2016/04/28	Buy(Maintain)	154,000원	6개월	-36.19	-25.65	
	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	380,000원	6개월	-28.30	-25.66		2016/06/28	Buy(Maintain)	105,000원	6개월	-21.44	-8.38	
	2017/01/31	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-34.37	-25.66		2017/01/17	Buy(Reinitiate)	90,000원	6개월	-18.32	-11.22	
	2017/04/11	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-35.01	-25.66		2017/01/31	Outperform(Maintain)	80,000원	6개월	-17.57	-7.00	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-25.34	-23.33		2017/04/19	Outperform(Maintain)	70,000원	6개월	-10.10	-6.43	
	2017/05/04	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-15.86	-5.67		2017/04/28	Outperform(Maintain)	70,000원	6개월	-3.02	5.43	
	2017/07/19	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-16.04	-5.67		2017/07/19	Outperform(Maintain)	70,000원	6개월	-3.04	5.43	
2017/07/31	Buy(Maintain)	320,000원	6개월	-21.59	-19.53	2017/07/28	Outperform(Maintain)	70,000원	6개월	-2.69	10.00			
2017/08/30	Buy(Maintain)	320,000원	6개월	-24.32	-19.53	2017/10/18	Outperform(Maintain)	70,000원						
2017/09/18	Buy(Maintain)	320,000원	6개월	-25.42	-19.53									
2017/10/10	Buy(Maintain)	320,000원	6개월	-25.34	-19.53									
2017/10/18	Buy(Maintain)	320,000원												
한온시스템 (018880)	2017/01/17	Buy(Initiate)	14,000원	6개월	-33.08	-27.50	S&T모티브 (064960)	2017/01/17	Buy(Initiate)	63,000원	6개월	-24.29	-21.51	
	2017/02/15	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-34.79	-27.50		2017/01/24	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-24.90	-20.16	
	2017/04/11	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-35.03	-27.50		2017/04/19	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-22.22	-21.69	
	2017/04/19	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-35.64	-27.50		2017/04/27	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-19.32	-8.47	
	2017/05/16	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-32.06	-18.21		2017/07/19	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-18.17	-3.90	
	2017/07/19	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-24.50	-20.36		2017/07/28	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-17.25	-3.90	
	2017/08/17	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-20.77	-12.86		2017/10/18	Buy(Maintain)	59,000원				
	2017/09/13	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-19.89	-8.57								
	2017/09/18	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-19.03	-8.57								
	2017/09/25	Buy(Maintain)	16,000원	6개월	-21.33	-17.81								
2017/10/18	Buy(Maintain)	16,000원												

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

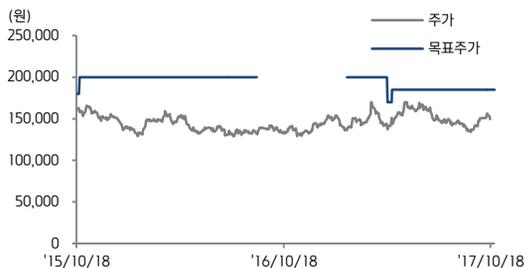
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
한독타이어 (161390)	2015/11/03	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-4.89	9.04	넥센타이어 (002350)	2017/01/17	Buy(Initiate)	17,000원	6개월	-20.50	-13.53
	2016/05/02	Outperform(Upgrade)	58,000원	6개월	-6.09	8.97		2017/02/03	Buy(Maintain)	17,000원	6개월	-19.25	-13.53
	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	76,000원	6개월	-22.74	-17.11		2017/03/22	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.08	-21.67
	2017/02/06	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-23.42	-17.11		2017/04/19	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-23.82	-21.67
	2017/03/22	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.98	-27.75		2017/05/16	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.45	-21.67
	2017/04/19	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.33	-25.38		2017/07/19	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.51	-21.67
	2017/04/25	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-29.57	-24.50		2017/08/17	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.94	-21.67
	2017/05/02	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.25	-16.63		2017/10/18	Buy(Maintain)	18,000원			
	2017/07/19	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.52	-16.63							
	2017/08/09	Buy(Maintain)	92,000원	6개월	-34.98	-31.74							
	2017/09/26	Buy(Maintain)	92,000원	6개월	-35.01	-31.74							
	2017/10/18	Buy(Maintain)	92,000원										
	금호타이어 (073240)	2017/01/17	Outperform(Initiate)	10,000원	6개월	-17.75		-10.70					
2017/02/10		Outperform(Maintain)	8,500원	6개월	-3.77	3.18							
2017/03/22		Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-15.09	-12.40							
2017/04/19		Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-20.95	-12.00							
2017/07/19		Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-22.05	-12.00							
2017/08/17		Buy(Maintain)	9,000원	6개월	-33.58	-21.33							
2017/10/18	Buy(Maintain)	7,000원											

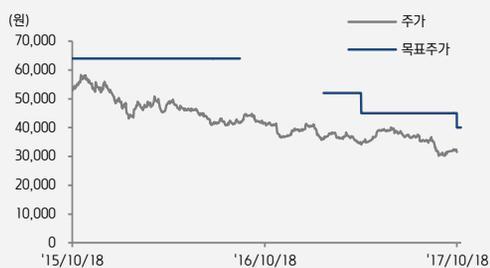
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

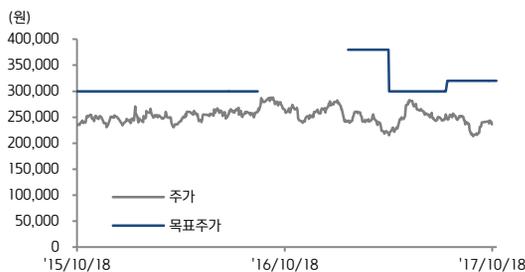
현대차



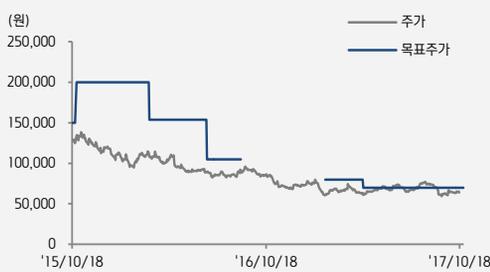
기아차



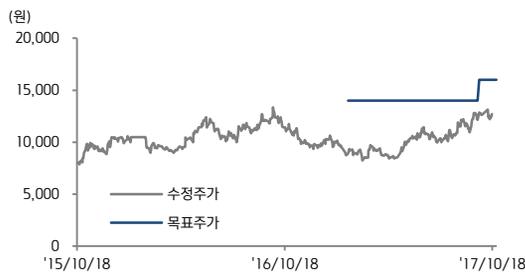
현대모비스



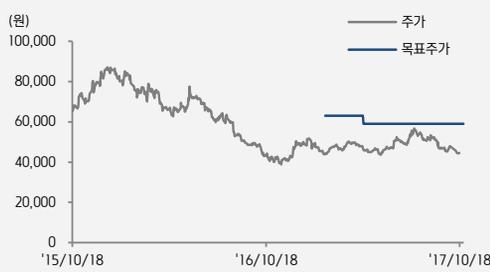
현대위아



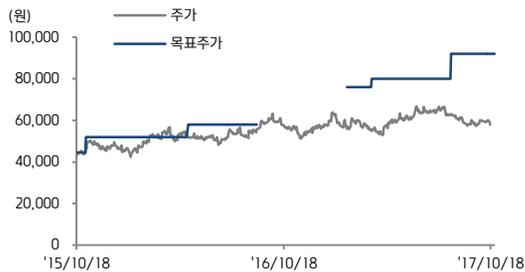
한은시스템



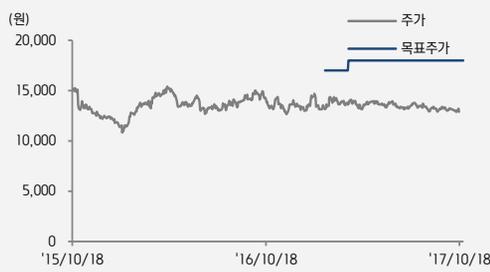
S&T모티브



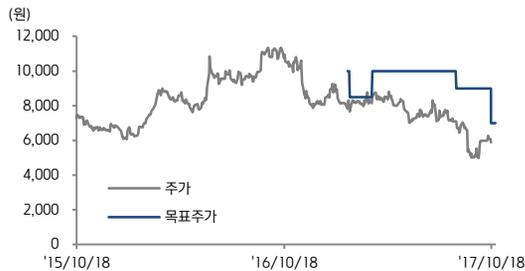
한국타이어



넥센타이어



금호타이어



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%