



Buy(Maintain)

목표주가: 18,000원
주가(5/15): 13,950원
시가총액: 13,828억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/15)		2,290.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	15,000 원	12,650 원
등락율	-7.00%	10.28%
수익률	절대	상대
1W	5.7%	-1.5%
1M	5.3%	-9.6%
1Y	0.7%	-13.5%

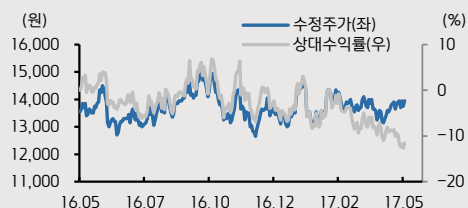
Company Data

발행주식수	102,916천주
일평균 거래량(3M)	171천주
외국인 지분율	16.9%
배당수익률(17E)	0.7%
BPS(17E)	12,879원
주요 주주	넥센 66.2%
	국민연금공단 8.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	18,375	18,947	20,052	19,761
영업이익	2,249	2,480	2,384	2,609
EBITDA	3,645	3,928	3,716	3,833
세전이익	1,648	2,165	1,968	2,173
순이익	1,271	1,760	1,531	1,688
지배주주지분순이익	1,252	1,738	1,515	1,671
EPS(원)	1,217	1,689	1,472	1,624
증감율(%YoY)	-3.1	38.8	-12.8	10.3
PER(배)	10.2	7.7	9.5	8.6
PBR(배)	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.8	4.8	4.4	3.4
영업이익률(%)	12.2	13.1	11.9	13.2
순이익률(%)	6.9	9.3	7.6	8.5
ROE(%)	12.9	15.7	12.0	11.8
순부채비율(%)	83.2	48.9	23.5	0.5

Price Trend



1Q17 Review

넥센타이어 (002350)

하반기 이익 개선 기대



1Q17 영업이익은 15.8% yoy 감소한 488억원으로 컨센서스 482억원과 당사 예상 496억원에 부합했습니다. 원재료비 상승으로 예상 수준의 매출총이익률과 영업이익률을 기록했습니다. 추가적인 판가 인상이 기대되는 만큼 하반기 이익 가시성이 높아짐에 따라 주가도 따라서 상승할 전망입니다. 단 경쟁사 대비 넥센타이어의 주가의 상승 속도는 수요 회복 속도에 따라 비례할 것으로 기대합니다.

>>> 1Q17 영업이익 488억원으로 시장 예상치 부합

- ① 1Q17 실적: 영업이익 488억원(-15.8% yoy) 기록해 컨센서스 1.2% 상회
- 매출액 4,815억원(+5.1% yoy, +1.7 qoq), 영업이익 488억원(-15.8% yoy, -11.6% qoq, OPM 10.1%), 지배순이익 292억원(-29.5% yoy, -31.5% qoq)
- 영업이익 기준 컨센서스 482억원(OPM 10.4%), 당사 예상치 496억원(OPM 10.7%)을 각각 1.2%, -1.7% 차이
- ② Key Takeaways: 원가상승 수준의 원가율 상승, 추가 가격인상 가능성
- 매출총이익률 변화: 원재료비 가격상승(매출액대비 30%, 전분기비 10% 전후 상승)을 감안할 때 3%p 매출총이익률 하락이 정상적. 환율상황 감안 시 가격/믹스/볼륨 개선이 방어해 매출총이익률 3.5%p qoq 하락 기록
- 추가 가격인상 가능성: 원가 부담 충분히 상쇄하지 못한 업체들의 추가 인상
1) Goodyear(북미 전제품 ~6% 인상, 2017.5~) (2차 인상)
2) Michelin: 유럽 승용 2~3%, 트럭 5~8%, 농업 ~12% (2017.5~) (2차 인상)
3) 한국타이어: 원가 하락세에도 업체별 2차 가격인상 여지 남았음을 시사

>>> 관전 포인트: 마진 qoq 개선 기대

- ① 2Q17 전망: 2Q17부터 OPM qoq 상승 전환(539억원, OPM 10.4%)
(-) 원가상승(+10% qoq)으로 3.5%p 원가율 상승, 6월부터 하락 전환
(+) 영업일수 증가, 볼륨 증가(선수요 감소), 믹스 개선, 가격인상(북미 RE 5%+ 국내 RE 4%)이 원가 상승 상당부분 상쇄 가능
- ② 관전 포인트: 이익 가시성 확인과 Valuation 회복
- 판가 인상 가능한 환경: 수요 정체 시점에서 원가 상승의 판가 전가 가능 확인. 이는 호황기 Valuation 적용의 한계를 가진 현 타이어 주가에 긍정요소
- Valuation 회복 기대: '타이어 주가와 고무가격 동행 논리'는 현 시점 오류.
1) 과거 타이어 수요 Proxy인 고무가가 최근 공급요인으로 등락, 2) 수요 정체로 타이어가격 혹은 이익가시성(타이어 가격 - 원가)을 주가변수로 보는게 타당

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 18,000원 유지

- ① Valuation에 대한 기준만 있다면 '이익 가시성'이 주가의 변수:
Target PER로 한국타이어 Mid-cycle 평균11.3배에 20% 할증 제시. 가격 인하국면에서 회복 가정. 원가하락 중 추가 판가인상은 이익가시성 높이는 이슈
- ② 넥센타이어. 先 이익 가시성 확보, 後 Valuation 상승
수요 상승 국면으로 판단하긴 일러 1) 유럽 공장 확대에 대한 기대를 온전히 반영 못하는 점과 2) Brand Value 높은 한국타이어 대비 높은 PER은 상대적 투자 열위 요인. 수요 개선 시 주가 상승 탄력이 업종 내 가장 높을 전망

넥센타이어 1Q17 Review: 영업이익은 488억원을 기록해 컨센서스 1.2% 상회 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17P	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	키움 전망치	% Diff
매출액	458.0	473.4	481.5	5.1	1.7	463.9	3.8	461.7	4.3
영업이익	57.9	55.1	48.8	(15.8)	(11.6)	48.2	1.2	49.6	(1.7)
세전이익	54.3	50.7	40.4	(25.6)	(20.4)	41.2	(1.9)	37.0	9.3
지배순이익	41.5	42.7	29.2	(29.5)	(31.5)	32.2	(9.2)	29.9	(2.2)
영업이익률	12.6	11.6	10.1	(2.5)	(1.5)	10.4	(0.3)	10.7	(0.6)
세전이익률	11.9	10.7	8.4	(3.5)	(2.3)	8.9	(0.5)	8.0	0.4
지배순이익률	9.1	9.0	6.1	(3.0)	(2.9)	6.9	(0.9)	6.5	(0.4)

자료: 넥센타이어, FnGuide, 키움증권

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,973.4	1,976.1	2,005.2	1,976.1	1.6	0.0
영업이익	238.8	269.4	238.4	260.9	(0.2)	(3.2)
영업이익률(%)	12.1	13.6	11.9	13.2	(0.2)	(0.4)
EBITDA	372.0	391.8	371.6	383.3	(0.1)	(2.2)
EBITDA 이익률(%)	18.8	19.8	18.5	19.4	(0.3)	(0.4)
순이익	144.8	168.5	153.1	168.8	5.7	0.2

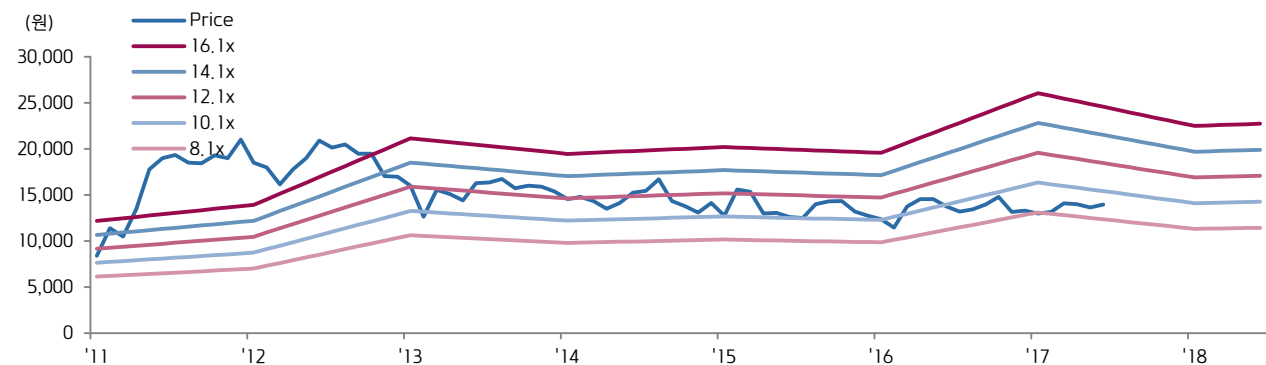
자료: 넥센타이어, 키움증권

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	13.4	배	(a), 한국타이어 목표 PER에 20% 할증
적용 EPS	1,472	원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	18,000	원	(a) x (b), 목표주가 유지 (변경을 미미해 유지)
전일 종가	13,950	원	2017년 5월 15일 종가
주가상승여력	29.0	%	2017년 5월 15일 종가대비
투자 의견	BUY		투자 의견 유지

자료: 키움증권

넥센타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

넥센타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17 P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.4	481.5	517.0	515.4	491.2	2,005.2	1,976.1	2,008.4
영업이익	57.9	69.5	65.4	55.1	48.8	53.9	68.0	67.7	238.4	260.9	278.3
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	40.4	42.7	56.9	56.8	196.8	217.3	234.4
순이익	41.9	43.9	46.8	43.3	29.6	34.1	45.4	44.0	153.1	168.8	181.9
영업이익률	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	10.4	13.2	13.8	11.9	13.2	13.9
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	8.3	11.0	11.6	9.8	11.0	11.7
순이익률	9.1	8.9	10.0	9.2	6.2	6.6	8.8	9.0	7.6	8.5	9.1
% yoy											
매출액	3.2	5.6	(0.0)	3.8	5.1	4.8	9.6	3.8	5.8	(1.5)	1.6
영업이익	12.9	24.9	26.5	(16.7)	(15.8)	(22.5)	4.0	22.8	(3.9)	9.4	6.7
세전이익	64.0	5.1	102.4	1.3	(25.6)	(26.2)	6.1	12.0	(9.1)	10.4	7.9
순이익	88.5	2.8	126.7	4.4	(29.3)	(22.3)	(3.0)	1.5	(13.0)	10.2	7.7
% qoq											
매출액	0.4	7.7	(4.7)	0.7	1.7	7.4	(0.3)	(4.7)			
영업이익	(12.5)	20.1	(5.9)	(15.7)	(11.6)	10.6	26.2	(0.5)			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(5.3)	(20.4)	5.7	33.2	(0.1)			
순이익	0.9	4.8	6.6	(7.4)	(31.6)	15.1	33.2	(3.1)			

자료: 넥센타이어, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,375	18,947	20,052	19,761	20,084
매출원가	12,185	12,079	13,101	12,643	12,754
매출총이익	6,190	6,868	6,951	7,118	7,330
판매비및일반관리비	3,941	4,388	4,567	4,509	4,547
영업이익	2,249	2,480	2,384	2,609	2,783
영업이익률(%)	12.2%	13.1%	11.9%	13.2%	13.9%
영업외손익	-601	-315	-416	-436	-440
이자수익	65	56	58	59	59
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	509	585	510	629	653
이자비용	334	251	216	222	228
외환손실	776	670	601	739	765
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-25	2	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-42	-18	0	1	0
기타	2	-19	-167	-164	-159
법인세차감전이익	1,648	2,165	1,968	2,173	2,344
법인세비용	377	406	437	484	525
유효법인세율(%)	22.9%	18.7%	22.2%	22.3%	22.4%
당기순이익	1,271	1,760	1,531	1,688	1,819
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,515	1,671	1,800
EBITDA	3,645	3,928	3,716	3,833	3,909
현금순이익(Cash Earnings)	2,667	3,207	2,863	2,913	2,944
수정당기순이익	1,323	1,773	1,531	1,687	1,818
증감율(% YoY)					
매출액	4.5	3.1	5.8	-1.5	1.6
영업이익	7.8	10.3	-3.9	9.4	6.7
법인세차감전이익	0.4	31.4	-9.1	10.4	7.9
당기순이익	-2.1	38.4	-13.0	10.2	7.7
지배주주지분 당기순이익	-2.5	38.8	-12.8	10.3	7.7
EBITDA	16.3	7.8	-5.4	3.2	2.0
EPS	-3.1	38.8	-12.8	10.3	7.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,208	3,832	2,698	2,955	2,896
당기순이익	1,271	1,760	1,531	1,688	1,819
감가상각비	1,396	1,448	1,331	1,223	1,124
무형자산상각비	0	0	1	1	1
외환손익	300	-5	92	110	112
자산처분손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-353	219	-164	43	-48
기타	594	410	-92	-110	-112
투자활동현금흐름	-1,421	-1,264	-340	-141	-3,290
투자자산의 처분	161	-168	-92	25	-27
유형자산의 처분	36	16	0	0	0
유형자산의 취득	-1,616	-1,046	0	0	-3,061
무형자산의 처분	-10	-1	-1	-1	-1
기타	8	-65	-247	-165	-201
재무활동현금흐름	-1,156	-2,374	528	548	610
단기차입금의 증가	0	0	200	197	200
장기차입금의 증가	-1,081	-2,293	50	52	53
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-81	-102	-110	-115
기타	1	0	380	409	472
현금및현금성자산의순증가	519	212	2,887	3,363	216
기초현금및현금성자산	531	1,049	1,261	4,148	7,511
기말현금및현금성자산	1,049	1,261	4,148	7,511	7,727
Gross Cash Flow	3,562	3,613	2,862	2,912	2,944
Op Free Cash Flow	1,151	2,636	2,974	3,244	126

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,007	8,477	11,785	15,037	15,376
현금및현금성자산	1,049	1,261	4,148	7,511	7,727
유동금융자산	1,093	1,237	1,309	1,290	1,311
매출채권및유동채권	3,349	3,466	3,668	3,614	3,674
재고자산	2,516	2,514	2,660	2,621	2,664
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,801	17,702	16,649	15,582	17,729
장기매출채권및기타비유동채권	120	183	193	191	194
투자자산	283	392	412	407	413
유형자산	16,920	16,472	15,141	13,918	15,854
무형자산	140	152	151	151	150
기타비유동자산	337	503	751	916	1,117
자산총계	25,809	26,179	28,434	30,619	33,105
유동부채	5,805	5,600	5,972	6,096	6,331
매입채무및기타유동채무	2,152	2,901	3,070	3,026	3,075
단기차입금	1,830	1,171	1,371	1,569	1,769
유동성장기차입금	1,478	1,104	1,082	1,060	1,038
기타유동부채	346	423	448	441	449
비유동부채	9,663	8,552	9,005	9,488	10,035
장기매입채무및비유동채무	29	27	29	28	29
사채및장기차입금	7,441	6,100	6,172	6,246	6,321
기타비유동부채	2,193	2,425	2,805	3,214	3,686
부채총계	15,468	14,152	14,977	15,583	16,366
자본금	535	535	535	535	535
주식발행초과금	260	260	260	260	260
이익잉여금	9,002	10,685	12,099	13,661	15,348
기타자본	470	453	453	453	453
지배주주지분자본총계	10,266	11,932	13,346	14,908	16,595
비지배주주지분자본총계	74	96	111	127	144
자본총계	10,340	12,027	13,457	15,035	16,739
순차입금	8,606	5,877	3,168	73	89
총차입금	10,748	8,375	8,625	8,874	9,127

투자지표

(단위: 원, 배, %)

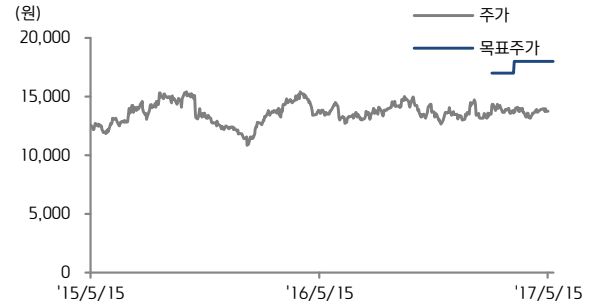
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,217	1,689	1,472	1,624	1,749
BPS	9,976	11,594	12,968	14,486	16,124
주당EBITDA	3,542	3,817	3,611	3,725	3,798
CFPS	2,592	3,116	2,782	2,830	2,861
DPS	80	100	105	110	115
주가배수(배)					
PER	10.2	7.7	9.5	8.6	8.0
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.8	4.8	4.4	3.4	3.4
PCFR	4.8	4.2	5.0	4.9	4.9
수익성(%)					
영업이익률	12.2	13.1	11.9	13.2	13.9
순이익률	6.9	9.3	7.6	8.5	9.1
EBITDA margin	19.8	20.7	18.5	19.4	19.5
총자산이익률(ROA)	5.0	6.8	5.6	5.7	5.7
자기자본이익률(ROE)	12.9	15.7	12.0	11.8	11.4
투자자본이익률(ROIC)	8.5	10.1	9.6	11.2	11.7
안정성(%)					
부채비율	149.6	117.7	111.3	103.6	97.8
순차입금비용	83.2	48.9	23.5	0.5	0.5
이자보상배율(배)	6.7	9.9	11.1	11.8	12.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.6	5.6	5.4	5.5
재고자산회전율	7.3	7.5	7.8	7.5	7.6
매입채무회전율	8.1	7.5	6.7	6.5	6.6

- 당사는 5월 15일 현재 '넥센타이어 (002350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
넥센타이어 (002350)	2017/01/17	Buy(Initiate)	17,000원
	2017/02/03	Buy(Maintain)	17,000원
	2017/03/22	Buy(Maintain)	18,000원
	2017/04/19	Buy(Maintain)	18,000원
	2017/05/16	Buy(Maintain)	18,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

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