



Buy(Maintain)

목표주가: 18,000원
주가(8/14): 13,400원
시가총액: 13,493억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/14)		2,334.22pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	15,000 원	12,650 원
등락율	-10.67%	5.93%
수익률	절대	상대
1W	1.1%	4.6%
1M	-6.0%	-16.4%
1Y	-3.2%	-15.0%

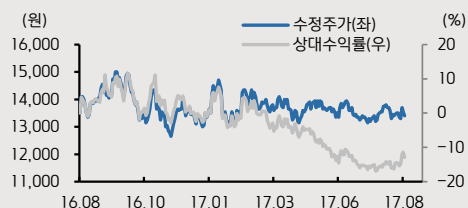
Company Data

발행주식수	104,168천주
일평균 거래량(3M)	126천주
외국인 지분율	17.3%
배당수익률(17E)	0.8%
BPS(17E)	12,817원
주요 주주	넥센 66.2%
	국민연금공단 8.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	18,375	18,947	20,023	19,761
영업이익	2,249	2,480	2,316	2,647
EBITDA	3,645	3,928	3,648	3,872
세전이익	1,648	2,165	1,964	2,190
순이익	1,271	1,760	1,528	1,702
지배주주지분순이익	1,252	1,738	1,514	1,685
EPS(원)	1,217	1,689	1,464	1,617
증감율(%YoY)	-3.1	38.8	-13.3	10.5
PER(배)	10.2	7.7	9.2	8.3
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.8	4.8	4.4	3.4
영업이익률(%)	12.2	13.1	11.6	13.4
순이익률(%)	6.9	9.3	7.6	8.6
ROE(%)	12.9	15.7	12.0	11.9
순부채비율(%)	83.2	48.9	23.5	0.4

Price Trend



2Q17 Review

넥센타이어 (002350)

경쟁사 대비 아쉬운 평가-원가 스프레드



2Q17 영업이익은 37.4% yoy 감소한 436억원으로 컨센서스 472억원과 당사 예상 464억원에 각각 7.7%, 6.1% 하회했습니다. 1Q17 급등한 원가 투입되는 분기였지만 경쟁사 대비 1) 열악한 브랜드가치, 2) 불리한 지역 포트폴리오로 매출총이익률이 -2.8%p qoq (한국타이어 -0.3%p qoq) 크게 하회했습니다. 예상보다 볼륨 증가세가 빠르게 나타나나 구조적 증가 확인 가능한 4Q17 볼륨 증가 확인이 주가 상승의 트리거가 될 전망입니다.

>>> 2Q17 영업이익 시장 예상치 8% 하회, 매출총이익률 방어 실패

① 2Q17 실적: 영업이익 436억원(-37.4% yoy) 기록해 컨센서스 7.7% 상회
- 매출액 5,141억원(+4.2% yoy, +6.8 qoq), 영업이익 436억원(-37.4% yoy, -10.7% qoq, OPM 8.5%), 지배순이익 433억원(-32.2% yoy, +0.4% qoq)
- 영업이익 기준 컨센서스 472억원(OPM 9.4%), 당사 예상치 464억원(OPM 9.3%)을 각각 7.7%, 6.1% 하회

② Key Takeaways: 평가 인상이 충분히 방어하지 못한 매출총이익률

- **충분치 못한 평가인상 효과:** 원재료비 가격상승(매출액대비 35%, 전분기비 10% 전후 상승)을 감안할 시 GPM 3.5%p qoq 하락 추정. 평가인상효과 반영 수준에 따라 GPM 하락폭 축소. 2.8%p qoq 하락은 평가인상이 매출액에 1%p 미만 반영
- **추가 가격인상 vs. 열악한 브랜드 가치:** 최근 국내 상위 브랜드 경쟁사의 경우 2Q17 실적 통해 원가상승을 평가인상으로 충분히 방어했으며, BD가격 비롯한 원재료가 하락에도 Top-tier와 함께 2차 가격인상 단행. 넥센타이어의 경우 가격인상이 원가상승을 충분히 방어 못한 가운데 추가 인상 시 수요 전가 부담 가능성

>>> 관련 포인트: 평가 인상의 효과가 설명할 GPM 회복의 탄력성

① 3Q17 전망: 3Q17부터 OPM qoq 상승 전환(662억원, OPM 12.8%)

- (+): 원가하락: 투입원가 -8% qoq 하락으로 3.0%p 원가율 하락
- (+): ASP 개선: 가격 인상효과 지속. 다만 경쟁사 대비 전가 수준과 수월 여부 우려
- (+): 볼륨 증가: 유럽 원터유통재고 감소(전년 폭설 영향)로 가격인상에도 볼륨증가

② 관련 포인트: 평가 인상 효과 수준과 수요 회복 시점

- **평가 인상 효과 수준:** 평가인상을 수요로 얼마나 전가 가능한지 여부가 하반기 GPM 회복의 탄력도를 결정할 전망. 이에 따라 Valuation 개선 여부 결정될 것
- **수요 회복 시점 확인이 중요:** 동사는 유럽 생산법인 신설 등 볼륨 증가 레버리지 가 클 것으로 기대. 수요 회복이 구조적일 경우 주가 상승은 탄력적이나, 그렇지 않을 경우 수요 부담 속 신규 RE 유통 채널 확보, OE 침투율 확대를 위한 마진 회복 지연과 재무 부담이 영업내외로 부정적인 영향을 줄 것으로 판단

>>> 투자의견 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 평가인상은 이익 가시성 높이는 이슈

② 넥센타이어 4Q17 구조적 수요 회복 신호 확인 시 매수 대응 추천

- 1) 수요 회복 국면으로 판단하긴 일러 유럽공장에 대한 기대를 충분히 반영 못하고
- 2) 한국타이어 대비 단기적으로 Valuation 매력 낮음. 한국타이어대비 1) 평가인상 지역(미국, 유럽) 매출 비중과 2) 믹스 개선의 근거인 브랜드 가치가 열위 때문. 4Q17 수요 개선 확인 시 주가 상승 탄력이 업종 내 가장 높을 전망

넥센타이어 2Q17 Review: 영업이익은 436억원을 기록해 컨센서스 7.7% 하회 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17P	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	키움 전망치	% Diff
매출액	493.2	481.5	514.1	4.2	6.8	501.3	2.6	499.3	3.0
영업이익	69.5	48.8	43.6	(37.4)	(10.7)	47.2	(7.7)	46.4	(6.1)
세전이익	57.9	40.4	39.9	(31.1)	(1.3)	40.3	(1.0)	34.9	14.4
지배순이익	43.3	29.2	29.3	(32.2)	0.4	30.0	(2.2)	27.6	6.3
영업이익률	14.1	10.1	8.5	(5.6)	(1.7)	9.4	(0.9)	9.3	(10.9)
세전이익률	11.7	8.4	7.8	(4.0)	(0.6)	8.0	(0.3)	7.0	(7.6)
지배순이익률	8.8	6.1	5.7	(3.1)	(0.4)	6.0	(0.3)	5.5	(5.9)

자료: 넥센타이어, FnGuide, 키움증권

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,987.5	1,976.1	2,002.3	1,976.1	0.7	0.0
영업이익	245.4	300.7	231.6	264.7	(5.6)	(12.0)
영업이익률(%)	12.3	15.2	11.6	13.4	(0.8)	(1.8)
EBITDA	378.6	423.2	364.8	387.2	(3.6)	(8.5)
EBITDA 이익률(%)	19.0	21.4	18.2	19.6	(0.8)	(1.8)
순이익	157.5	198.1	152.8	170.2	(2.9)	(14.1)

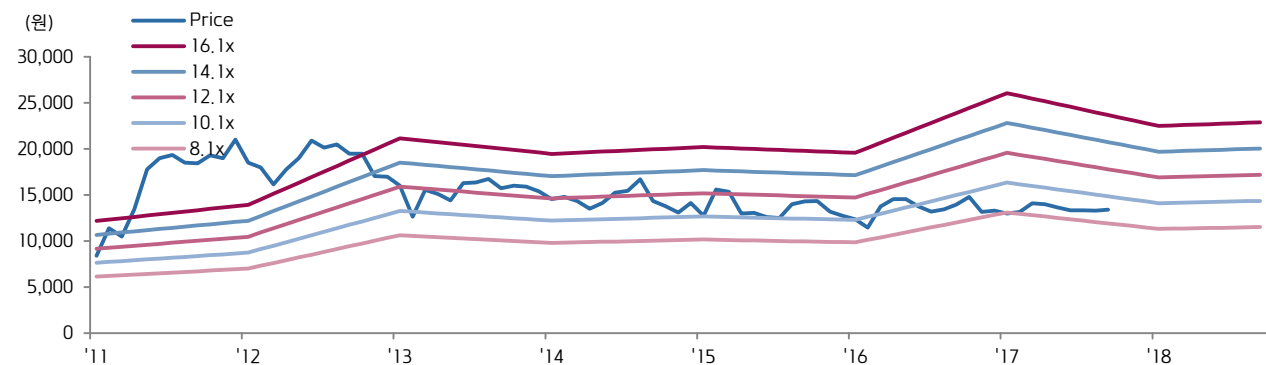
자료: 넥센타이어, 키움증권

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.3	배	(a), 한국타이어 목표 PER에 20% 할증
적용 EPS	1,464	원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	18,000	원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 종가	13,400	원	2017년 8월 15일 종가
주가상승여력	34.3	%	2017년 8월 15일 종가대비
투자의견	BUY		투자의견 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	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	66.2	73.1	231.6	264.7	267.2
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	40.4	39.9	54.5	61.7	196.4	219.0	219.3
순이익	41.9	43.9	46.8	43.3	29.6	29.4	43.5	50.3	152.8	170.2	170.2
영업이익률	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	8.5	12.8	14.9	11.6	13.4	12.3
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	7.8	10.6	12.6	9.8	11.1	10.1
순이익률	9.1	8.9	10.0	9.2	6.2	5.7	8.4	10.2	7.6	8.6	7.8
% 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)	1.1	32.6	(6.6)	14.3	0.9
세전이익	64.0	5.1	102.4	1.3	(25.6)	(31.1)	1.6	21.6	(9.3)	11.5	0.1
순이익	88.5	2.8	126.7	4.4	(29.3)	(33.0)	(7.1)	16.0	(13.1)	11.3	(0.0)
% 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)	51.9	10.5			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(5.3)	(20.4)	(1.3)	36.6	13.3			
순이익	0.9	4.8	6.6	(7.4)	(31.6)	(0.7)	47.9	15.6			

자료: 넥센타이어, 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	13,083	12,348	13,784
매출총이익	6,190	6,868	6,939	7,412	7,923
판매비및일반관리비	3,941	4,388	4,624	4,765	5,251
영업이익	2,249	2,480	2,316	2,647	2,672
영업이익률(%)	12.2%	13.1%	11.6%	13.4%	12.3%
영업외손익	-601	-315	-351	-457	-479
이자수익	65	56	65	67	71
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	509	585	613	823	772
이자비용	334	251	200	208	214
외환손실	776	670	803	1,060	990
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-25	2	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-42	-18	22	7	2
기타	2	-19	-48	-86	-120
법인세차감전이익	1,648	2,165	1,964	2,190	2,193
법인세비용	377	406	436	488	491
유효법인세율(%)	22.9%	18.7%	22.2%	22.3%	22.4%
당기순이익	1,271	1,760	1,528	1,702	1,702
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,514	1,685	1,685
EBITDA	3,645	3,928	3,648	3,872	3,797
현금순이익(Cash Earnings)	2,667	3,207	2,860	2,926	2,827
수정당기순이익	1,323	1,773	1,512	1,697	1,700
증감율(% YoY)					
매출액	4.5	3.1	5.7	-1.3	9.9
영업이익	7.8	10.3	-6.6	14.3	0.9
법인세차감전이익	0.4	31.4	-9.3	11.5	0.1
당기순이익	-2.1	38.4	-13.1	11.3	0.0
지배주주지분 당기순이익	-2.5	38.8	-12.9	11.2	0.0
EBITDA	16.3	7.8	-7.1	6.1	-1.9
EPS	-3.1	38.8	-13.3	10.5	0.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,208	3,832	2,708	2,965	2,538
당기순이익	1,271	1,760	1,528	1,702	1,702
감가상각비	1,396	1,448	1,331	1,223	1,124
무형자산상각비	0	0	1	1	1
외환손익	300	-5	191	237	218
자산처분손익	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-353	219	-160	39	-289
기타	594	410	-185	-237	-218
투자활동현금흐름	-1,421	-1,264	-339	-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	-248	-165	-201
재무활동현금흐름	-1,156	-2,374	528	548	662
단기차입금의 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	2,897	3,369	-225
기초현금및현금성자산	531	1,049	1,261	4,158	7,527
기말현금및현금성자산	1,049	1,261	4,158	7,527	7,302
Gross Cash Flow	3,562	3,613	2,867	2,926	2,827
Op Free Cash Flow	1,151	2,636	2,927	3,269	-199

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,007	8,477	11,784	15,053	15,569
현금및현금성자산	1,049	1,261	4,158	7,527	7,302
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
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,801	17,702	16,648	15,582	17,774
장기매출채권및기타비유동채권	120	183	193	191	209
투자자산	283	392	412	407	443
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	28,432	30,635	33,343
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	12,098	13,673	15,242
기타자본	470	453	453	453	453
지배주주지분자본총계	10,266	11,932	13,351	14,926	16,495
비지배주주지분자본총계	74	96	109	125	141
자본총계	10,340	12,027	13,460	15,051	16,636
순차입금	8,606	5,877	3,160	58	424
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	1,464	1,617	1,617
BPS	9,976	11,594	12,817	14,329	15,835
주당EBITDA	3,542	3,817	3,526	3,717	3,646
CFPS	2,592	3,116	2,765	2,809	2,714
DPS	80	100	105	110	115
주가배수(배)					
PER	10.2	7.7	9.2	8.3	8.3
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	4.8	4.4	3.4	3.5
PCFR	4.8	4.2	4.8	4.8	4.9
수익성(%)					
영업이익률	12.2	13.1	11.6	13.4	12.3
순이익률	6.9	9.3	7.6	8.6	7.8
EBITDA margin	19.8	20.7	18.2	19.6	17.5
총자산이익률(ROA)	5.0	6.8	5.6	5.8	5.3
자기자본이익률(ROE)	12.9	15.7	12.0	11.9	10.7
투자자본이익률(ROIC)	8.5	10.1	9.3	11.4	11.2
안정성(%)					
부채비율	149.6	117.7	111.2	103.5	100.4
순차입금비용	83.2	48.9	23.5	0.4	2.5
이자보상배율(배)	6.7	9.9	11.6	12.7	12.5
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

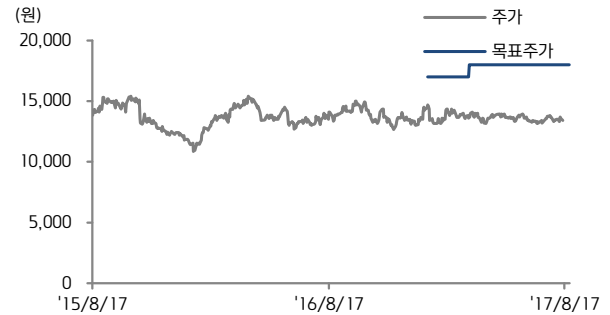
Compliance Notice

- 당사는 8월 8일 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
	2017/07/19	Buy(Maintain)	18,000원
	2017/08/17	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 (2016/07/01~2017/06/30)

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