

2017. 8. 16



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월) 16,000 원

현재주가 (8.14) 13,400 원

상승여력 +19.4%

KOSPI 2,334.22pt

시가총액 13,087억원

발행주식수 9,767만주

유동주식비율 33.07%

외국인비중 16.51%

52주 최고/최저가 15,000원/12,650원

평균거래대금 17.0억원

## 주요주주(%)

넥센 외 2인 66.24

국민연금 7.97

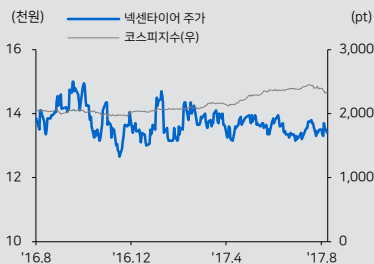
자사주 1.56

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.13 -5.96 -0.74

상대주가 4.64 -13.04 -4.90

## 주가그래프



## 넥센타이어 002350

## OE 공급확대 통한 안정적 매출성장 실현

- ✓ 공식 ASP 인상 (+5%) 불구 인센티브 영향으로 실질 ASP는 제한적 성장 (+0.2% YoY)에 그쳤으며, 낮은 원자재 가격·낮은 수요성장으로 추가 ASP 인상 부재할 전망
- ✓ 다만, 2Q17 매출성장 견인한 해외 OE 수주의 지속적 확대와 부진을 겪고 있는 주력 고객사 현대·기아차의 정상화로 2H17 이후 안정적 판매 및 매출 증가 가능할 전망
- ✓ 가파른 수요성장 통한 밸류에이션 확대 근거 제한적이나, 꾸준한 매출증가에 힘입은 점진적 기업가치 개선 가능. 기존 적정 PER을 18년 EPS 적용해 적정주가 상향

## OE 매출 +13.6% YoY 기록, 해외 OE 확대로 지속적인 매출성장 실현

2Q17 매출은 5,141억원으로 전년동기 대비 +4.2% 증가했으며, 시장기대치를 +2.6% 상회했다. 5년 만의 공식 ASP 인상 (지난 4월 지역별 평균 +5%)에도 불구하고 인센티브 지급 영향으로 실질 ASP는 +0.2% YoY 증가에 그쳤으나, 해외 OE 공급 확대 (OE 매출 +13.6% YoY)에 힘입은 총 판매부름 성장 (+5.0% YoY)으로 6반기 연속 매출 확대가 가능했다. 주요 OE 공급 브랜드인 현대·기아차의 미국·중국 생산부름 감소가 두드러졌던 분기였음을 감안했을 때, 유의미한 성과이다.

영업이익은 지난 1Q17 5년만에 가장 높았던 원자재 spot 가격의 매출원가 반영이 이루어지며 (매출원가율 4Q13 이후 가장 높은 70.2% 기록), 전년동기 대비 -37.4% 감소했으며 시장기대치를 -11.1% 하회했다. 다만, 원자재 채고가 3~4개월 (동종업계 평균 5~6개월)에 불과해 높은 원가반영 부담은 3Q17부터 해소될 예정이다.

## OE 매출확대·유럽증설 통해 안정적 매출성장, 점진적 기업가치 개선 가능

Tier 3 브랜드로서 뒤늦게 해외 OE 매출확대에 나선 넥센은 초기 OE 수주처인 Mitsubishi, Fiat를 넘어 최근 VW, Porsche, SKODA, Renault 등 유럽 브랜드를 중심으로 글로벌 OE 매출 확장세를 이어가고 있다 (유럽 체코공장 2H18 가동 개시). 2H17 이후에는 주력 고객사인 현대·기아차의 OE 수요 또한 1) 내수시장 전년동기 개별소비세 인하 종료 기저효과, 2) 중국 정치이슈에 따른 소비심리 악화 영향 축소, 3) 글로벌 Big-volume 모델 신차 출시를 통해 정상화될 전망이다.

낮은 원자재 가격으로 추가적 공식 ASP 인상 가시성은 낮아졌지만, OE 수주확대를 통한 안정적 판매부름 성장 (17년 +2.7%, 18년 +4.4%, 19년 +4.6%)과 매출증가 (17년 +6.5%, 18년 +5.3%, 19년 +5.0%)가 예상된다. 밸류에이션 확장의 전제조건인 가파른 산업 수요성장에 근거한 매출신장의 근거는 제한적이나, 지속적인 매출증가에 기반한 점진적 기업가치 개선은 가능할 전망이다. 기존 적정 PER (저성장기의 Trading PER 9.0배)을 18년 EPS에 적용해 적정주가를 16,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,837	225	125	1,299	-3.1	9,976	10.3	1.3	5.2	12.8	103.9
2016	1,895	248	174	1,802	38.8	11,594	7.4	1.2	4.7	15.7	69.6
2017E	2,018	220	152	1,576	-12.5	13,005	8.5	1.0	4.9	12.0	60.4
2018E	2,124	248	174	1,805	14.5	14,607	7.4	0.9	3.2	12.2	54.4
2019E	2,231	259	180	1,866	3.4	16,262	7.2	0.8	3.1	11.3	49.5

표1 넥센타이어 2Q17 실적, 산업수요 성장 둔화 우려에도 해외 OE 확대로 지속적인 매출성장 실현

(십억원, %)	2Q16	1Q17	2Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	493	481	514	4.2	6.8	495	3.9	501	2.6
영업이익	70	49	44	-37.4	-10.7	47	-7.3	49	-11.1
세전이익	58	40	40	-31.1	-1.3	41	-1.7	41	-2.8
순이익	43	29	29	-32.2	0.4	32	-7.2	33	-11.1
영업이익률(%)	14.1	10.1	8.5			9.5		9.8	
세전이익률(%)	11.7	8.4	7.8			8.2		8.2	
순이익률(%)	8.8	6.1	5.7			6.4		6.6	

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 안정적 매출성장으로 17년·18년 매출 및 수익성 시장기대치에 부합할 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,018	1,992	1.3	2,124	2,144	-0.9
영업이익	220	223	-1.3	248	252	-1.4
세전이익	197	197	0.0	222	226	-1.6
순이익	152	152	0.0	174	175	-0.6
영업이익률 (%)	10.9	11.2	-0.3%ppt	11.7	11.8	-0.1%ppt
세전이익률 (%)	9.8	9.9	-0.1%ppt	10.5	10.5	-0.1%ppt
순이익률 (%)	7.5	7.6	-0.1%ppt	8.2	8.2	0.0%ppt

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2H17 및 18년에 대한 기존 이익추정치 소폭 상향 조정

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	1,895	2,018	2,124
매출액 - 기존 추정	1,895	1,977	2,093
% change	0.0	2.1	1.5
영업이익 - 신규 추정	248	220	248
영업이익 - 기존 추정	248	213	239
% change	0.0	3.4	3.9
세전이익- 신규 추정	217	197	222
세전이익- 기존 추정	217	187	210
% change	0.0	5.3	5.7
지배주주 순이익 - 신규 추정	174	152	174
지배주주 순이익 - 기존 추정	174	147	165
% change	0.0	3.4	5.7
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	1,825	1,593	1,823
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	1,825	1,540	1,725
% change	0.0	3.4	5.7

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권리서치센터

표4 넥센타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	458	493	470	473	481	514	514	509	1,895	2,018	2,124
(% YoY)	3.2	5.6	0.0	3.8	5.1	4.2	9.2	7.5	3.1	6.5	5.3
타이어	452	484	461	460	469	509	503	499	1,856	1,980	2,084
(% YoY)	2.8	4.6	-1.0	2.0	3.7	5.2	9.3	8.5	2.1	6.7	5.3
판매볼륨 (천본)	8,959	9,912	9,702	10,062	9,766	10,407	9,804	9,702	38,635	39,679	41,417
(% YoY)	3.6	6.5	5.2	10.3	9.0	5.0	1.1	-3.6	6.5	2.7	4.4
ASP (원)	51,314	50,451	49,253	50,702	48,993	51,016	51,353	51,434	50,415	49,897	50,320
(% YoY)	0.1	-1.5	-5.4	0.5	-4.5	1.1	4.3	1.4	-1.6	-1.0	0.8
기타	6	9	10	13	13	5	10	10	38	38	40
(% YoY)	38.8	98.5	95.5	149.3	113.8	-43.6	4.2	-25.3	98.3	-0.3	5.3
OP	58	70	65	55	49	44	63	65	248	220	248
(% YoY)	12.9	24.9	26.5	-16.7	-15.8	-37.4	-4.1	18.1	10.3	-11.2	12.9
RP	54	58	54	51	40	40	57	60	217	197	222
(% YoY)	64.0	5.1	102.4	1.3	-25.6	-31.1	6.7	17.4	31.4	-9.0	12.9
NP	41	43	46	43	29	29	46	48	174	152	174
(% YoY)	89.0	2.5	130.0	4.3	-29.5	-32.2	-1.3	11.7	38.8	-12.5	14.5
이익률 (%)											
OP margin	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	8.5	12.2	12.8	13.1	10.9	11.7
RP margin	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	7.8	11.1	11.7	11.4	9.8	10.5
NP margin	9.1	8.8	9.9	9.0	6.1	5.7	8.9	9.4	9.2	7.5	8.2
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,476	1,456	1,496	1,553	1,757	1,830	1,695	1,642	1,739	1,696	1,727
NR Input cost	1,284	1,220	1,348	1,380	1,782	2,112	1,700	1,600	1,308	1,799	1,700
SR Input cost	1,791	1,902	1,922	2,044	2,502	2,518	2,300	2,200	1,915	2,380	2,300
FX 가정 (원)											
원·달러 평균 환율	1,195	1,162	1,121	1,158	1,154	1,130	1,130	1,130	1,159	1,136	1,130
원·유로 평균 환율	1,316	1,312	1,248	1,246	1,229	1,239	1,310	1,320	1,281	1,275	1,340

자료: 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

표5 기존 적정 PER 9배를 18년 EPS에 적용하여 적정주가 16,000원으로 상향조정

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 저성장기의 Trading PER	9.0배
넥센타이어 2018E EPS (원, b)	1,805원
Fair Value (원, c = a x b)	16,242원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>16,000원</b>
현재 주가 (8월 14일 기준 종가)	13,400원
<b>과리율 (%)</b>	<b>19.4%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 넥센타이어(002350)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,837	1,895	2,018	2,124	2,231
매출액증가율 (%)	4.5	3.1	6.5	5.3	5.0
매출원가	1,218	1,208	1,345	1,385	1,458
매출총이익	619	687	673	739	773
판매비와관리비	394	439	453	491	514
영업이익	225	248	220	248	259
영업이익률 (%)	12.2	13.1	10.9	11.7	11.6
금융수익	-58	-30	-21	-24	-27
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	165	217	197	222	230
법인세비용	38	41	43	47	48
당기순이익	127	176	154	176	182
지배주주지분 손이익	125	174	152	174	180

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	801	848	908	1,013	1,113
현금및현금성자산	105	126	101	138	145
매출채권	314	317	353	382	402
재고자산	252	251	276	291	335
비유동자산	1,780	1,770	1,803	1,883	1,936
유형자산	1,692	1,647	1,670	1,743	1,789
무형자산	14	15	16	16	17
투자자산	26	36	42	45	47
자산총계	2,581	2,618	2,711	2,896	3,049
유동부채	581	560	543	542	512
매입채무	70	115	118	120	122
단기차입금	183	117	141	143	146
유동성장기부채	148	110	99	99	99
비유동부채	966	855	820	841	854
사채	250	250	250	250	250
장기차입금	495	360	324	331	337
부채총계	1,547	1,415	1,363	1,383	1,366
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	51	51	51	51	51
기타포괄이익누계액	25	23	23	23	23
이익잉여금	900	1,068	1,212	1,376	1,547
비지배주주지분	7	10	10	10	10
자본총계	1,034	1,203	1,348	1,513	1,683

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	321	383	241	299	296
당기순이익(손실)	127	176	154	176	182
유형자산감가상각비	140	145	147	155	161
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본의 증감	-35	22	-109	-75	-94
투자활동 현금흐름	-142	-126	-232	-260	-287
유형자산의 증가(CAPEX)	-162	-105	-220	-220	-200
투자자산의 감소(증가)	-1	0	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-116	-237	-34	-2	-2
차입금증감	0	0	-15	3	3
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	52	21	-25	37	7
기초현금	53	105	126	101	138
기말현금	105	126	101	138	145

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018 E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	19,058	19,651	20,931	22,033	23,142
EPS(지배주주)	1,299	1,802	1,576	1,805	1,866
CFPS	4,340	4,518	3,793	3,878	4,044
EBITDAPS	3,780	4,074	3,815	4,190	4,364
BPS	9,976	11,594	13,005	14,607	16,262
DPS	80	100	105	110	115
배당수익률(%)					
Valuation(Multiple)					
PER	10.3	7.4	8.5	7.4	7.2
PCR	3.1	3.0	3.5	3.5	3.3
PSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	364	393	368	404	421
EV/EBITDA	5.2	4.7	4.9	3.2	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.8	15.7	12.0	12.2	11.3
EBITDA 이익률	19.8	20.7	18.2	19.0	18.9
부채비율	103.9	69.6	60.4	54.4	49.5
금융비용부담률	1.8	1.3	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	674.1	988.3	1,127.2	1,257.7	1,296.7
매출채권회전율(x)	6.1	6.0	6.0	5.8	5.7
재고자산회전율(x)	7.3	7.5	7.6	7.5	7.1

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성, 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight(비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral(중립)	
	Underweight(비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 06월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 넥센타이어(002350) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.08.18	기업브리프	Hold	13,500	김준성	
2015.10.15	산업브리프	Hold	13,500	김준성	
2015.11.04	기업브리프	Hold	13,500	김준성	
2015.11.17	산업분석	Hold	13,500	김준성	
2016.01.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	
2016.04.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	
2016.07.11	산업브리프	Hold	13,000	김준성	
2016.10.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Hold	13,000	김준성	
2017.04.05	산업분석	Hold	13,000	김준성	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	16,000	김준성	