



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현  
02. 6098-6654  
jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Neutral

## 관심종목

한국타이어(161390)	Hold	57,000원
넥센타이어(002350)	Trading Buy	16,000원

## 타이어

## 가격과 수요에 대한 현실적 기대감 점검

- ✓ 상반기 주가상승 견인했던 두 가지 기대, 중국 중심 수요성장과 5년만의 가격인상
- ✓ 중국 타이어수요는 개소세 종료 전 선수요가 집중됐던 2H16 +18.0%였으나 17년 들어 월평균 +2.6%에 불과. 수요성장 기대에 급격히 상승했던 원자재 가격 또한 재조정되며, 공식가격 인상에도 인센티브 증가 반영으로 실질가격은 늘지 못하고 있음
- ✓ 한타·넥타의 적정주가, 18년 EPS 추정치에 매출성장 정체기의 밸류에이션 PER 9배 적용한 57,000원, 16,000원. 타이어 업종에 대한 Neutral 투자 의견 유지

## 상반기를 이끌었던 두 가지 기대감, 가격 및 수요에 대한 현실적 접근

1H17 타이어 업종을 이끌었던 기업가치 상승 기대감의 논리적 흐름은 다음과 같다. '2H16 중국 중심의 수요폭발 본격화 → 유가상승 이상의 고무가격상승 → 5년만의 타이어 공식가격 인상발표 → 5년만의 매출성장 확대 기대감 증가'

그러나 4Q16~1Q17 줄기차게 발표됐던 글로벌 업체들의 판가인상은 원자재가격이 하락 전환된 2Q17 들어 잠잠해졌으며, 17년 4월 공식판가 인상이 시작됐음에도 불구하고 인센티브 (할인)를 제외한 실질판가 개선은 제한적 수준에 그치고 있다. 참고로 미국 타이어 CPI는 17년들어 9개월 연속 마이너스 성장을 기록 중이다. 기대감 발현의 시작이었던 중국 수요성장률 또한 2H16 월평균 18.0%에 달했었으나 (OE 기준), 17년 1월 이후에는 월평균 불과 2.6% 수준에 불과하다. 이는 2H16의 폭발적 성장이 개별소비세 종료 전 선수요 반영에 기댄 일시적 현상임을 반증한다.

## Fair Value 에 거래 중인 타이어 업체들, Trading 전략이 유효

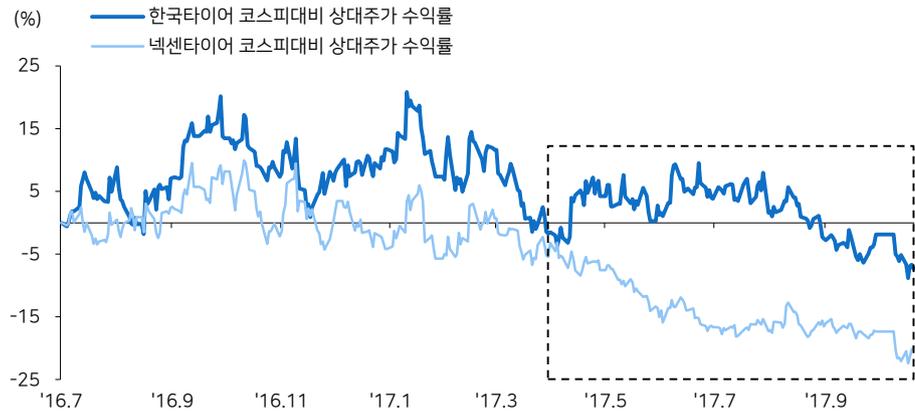
타이어 업체들의 밸류에이션 확장이 가능했던 09~11년에는 수요기반의 매출성장률과 매출성장률에 뒤이은 이익증가가 동반됐었다. 그러나 LMC 글로벌 타이어 수요전망은 17년 이후 22년까지 매년 3%대 수준에 그치고 있다 (vs. 09~11년 +22%). 수요 성장 둔화에 따른 매출 정체기의 한타·넥타 1yr forward PER은 9배 수준이었으며, 이에 근거한 적정주가는 현 주가 대비 변동폭이 크지 않은 각각 57,000원, 16,000원이다. 높은 수요성장 기반의 매출성장 가시성이 높지 않은 지금, 타이어 업종에 대한 투자전략은 환율·원가 스윙과 이익 변화에 근거한 Trading Call이 적합하다.

## 밸류에이션 확대가 적용되기 위한 조건, 구조적인 수요확대 근거 발현

지난 1H17 수요성장 기대감 증가의 시작이었던 중국 타이어 시장은 공급과잉 상황이 9년째 지속 중이다. 산업의 구조조정이 진행 중이라고는 하나, 여전히 업체 수는 많고 자국 내 판매요구량 대비 재고의 비중도 높은 수준을 유지하고 있다. 이 같은 공급과잉은 글로벌 시장 관점에서도 마찬가지이다. LMC의 중장기 수요전망은 매년 낮아지고 있고, 총 판매보다 높은 총 생산의 괴리 또한 변하지 않고 있다.

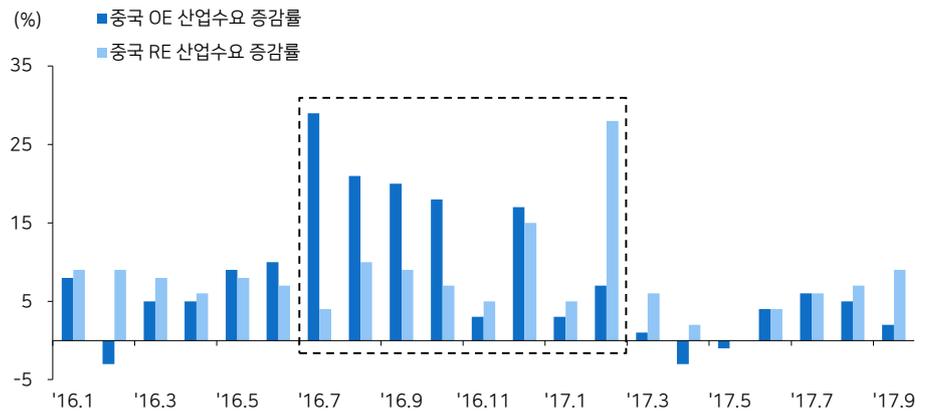
밸류에이션의 확장을 위해서는 개별 업체들의 수요성장과 가격인상을 이끌어낼 수 있는 시장수요·공급에 대한 구조적 변화가 필요하다. 지속 중인 UHPT Mix 개선, 향후 신 공장 가동 등은 분명 긍정적이다. 그러나 이들 요인의 매출개선 기여효과보다 공급과잉 업황 지속에 따른 경쟁강화 우려요인이 더 크다고 판단한다.

**그림1** 타이어 업종, 2Q17 이후 KOSPI 대비 상대주가 underperform 기록 중



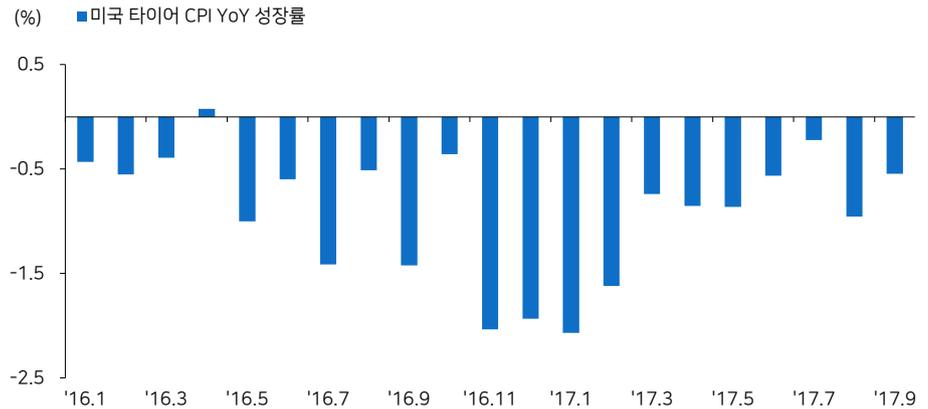
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2** 산업수요 성장 기대감을 발현시켰던 중국 타이어 수요성장률, 17년 들어 축소



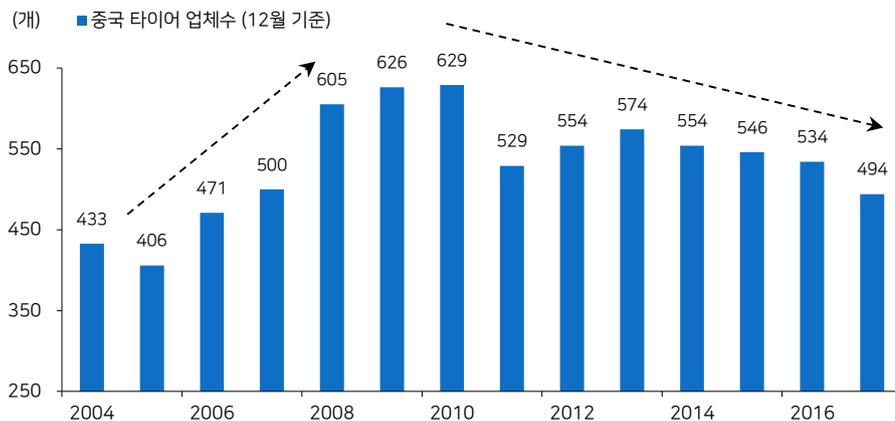
자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림3** 미국 타이어 CPI YoY 성장률, 17년 들어서도 지속적인 하향세를 기록 중



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

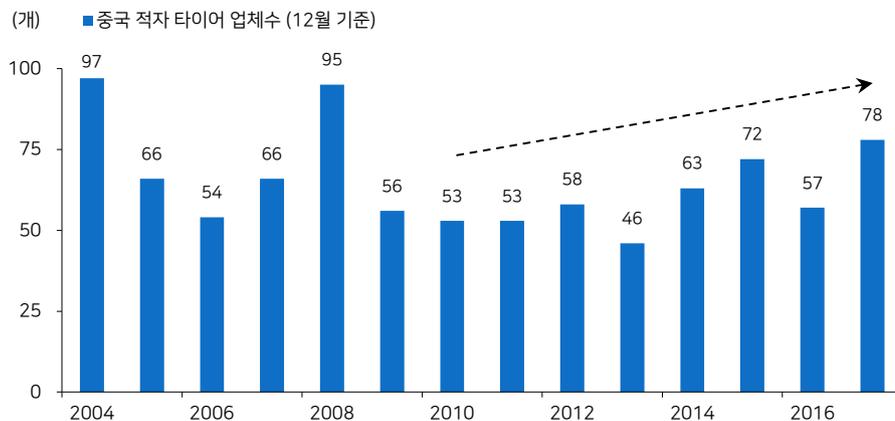
그림4 공급과잉 해소 위한 구조조정으로 중국 타이어 업체수는 감소세



주 : 17년 중국 타이어 업체수는 5월 기준

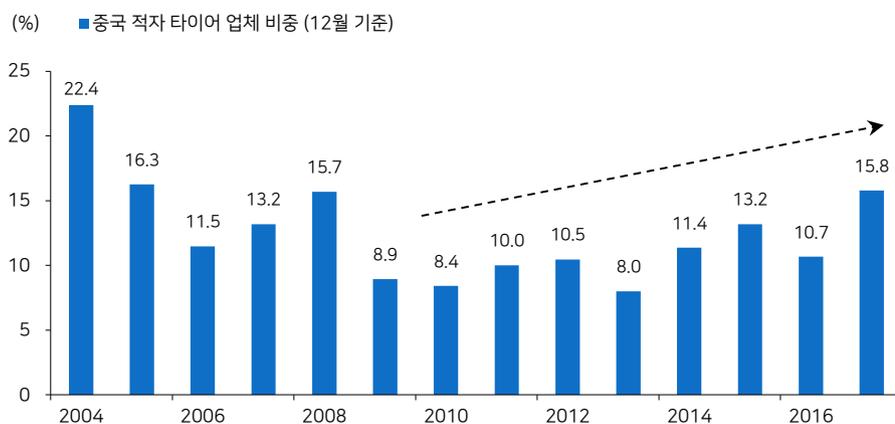
자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 그러나 적자 타이어 업체수는 여전히 증가하는 추세



자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국 적자 타이어 업체 비중 또한 증가 추세

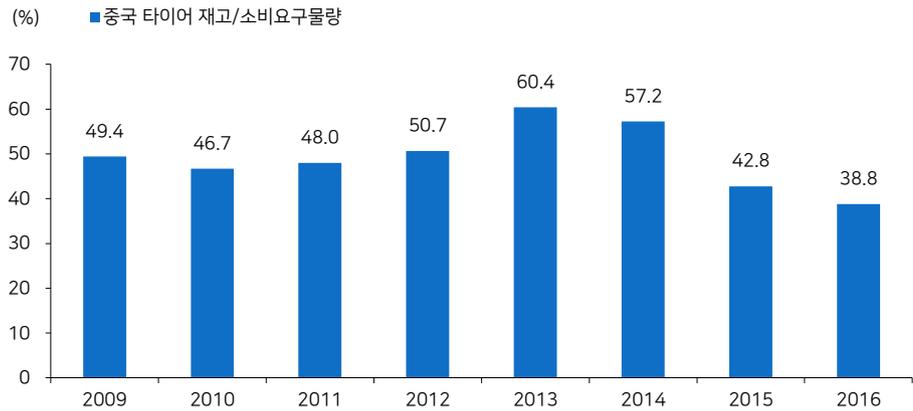


자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 중국의 타이어 자국 내 소비요구량 (생산불륨 + 수입불륨 - 수출불륨), 여전히 소매판매를 크게 상회하고 있는 상황								
(백만본, %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
중국 타이어 생산불륨 (a)	656	776	836	894	1,104	1,119	928	947
중국의 타이어 수입불륨 (b)	20	29	31	35	40	49	48	53
중국의 타이어 수출불륨 (c)	302	370	397	414	440	476	445	470
중국 타이어 소매판매 (d)	189	232	244	254	279	296	304	326
중국 타이어 자국 내 소비 요구 물량 (e = a + b - c)	374	435	469	515	705	692	531	530
중국 타이어 현지 재고 (f = e - d)	185	203	225	261	426	396	227	204
중국 타이어 재고/소매판매 (g = f / d)	97.7	87.5	92.3	102.7	152.6	133.7	74.7	63.5
중국 타이어 재고/소비 요구 물량 (h = f / e)	49.4	46.7	48.0	50.7	60.4	57.2	42.8	38.5

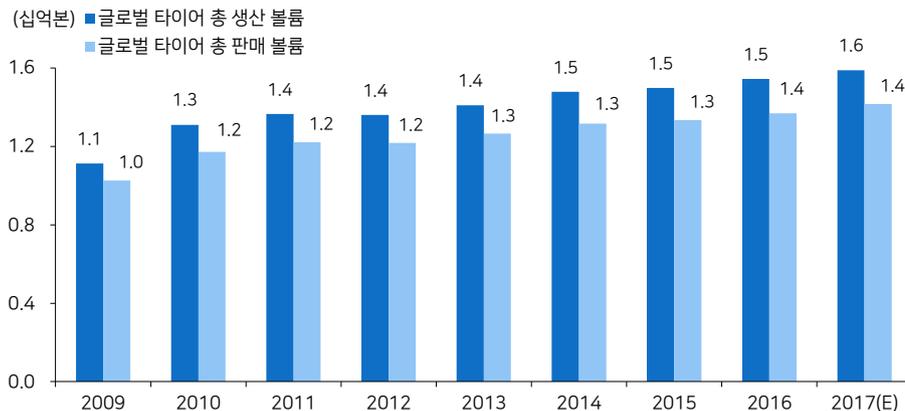
자료: CEIC, Bloomberg, LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 타이어 재고/소비요구물량 비율 감소하는 추세이기는 하나 여전히 높은 수준



자료: CEIC, Bloomberg, LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

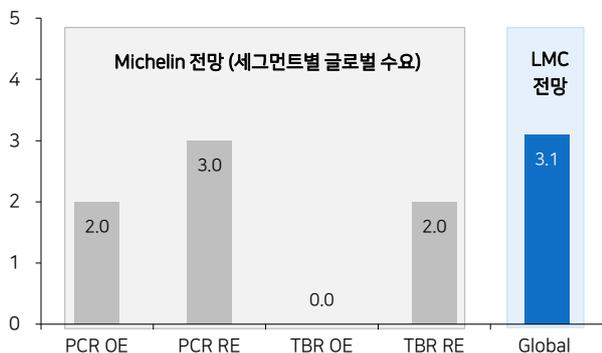
그림8 글로벌 타이어 시장 또한 공급과잉을 지속하고 있음



자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

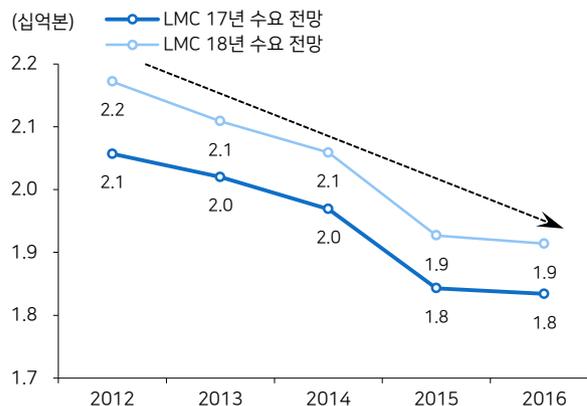
그림9 Michelin-LMC의 17년 수요성장 전망 +2-3% 수준

(%) 2017년 타이어 수요 전망



자료: Michelin, LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 이 같은 보수적 전망 또한 지난 5년간 조정된 결과 값



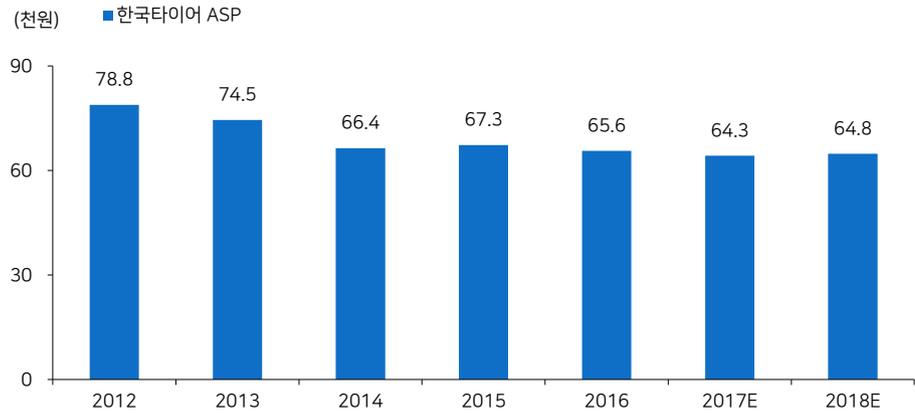
자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 Restocking 및 투기적 수요로 단기 급등했던 BD가격, 수요 부재로 다시 급락



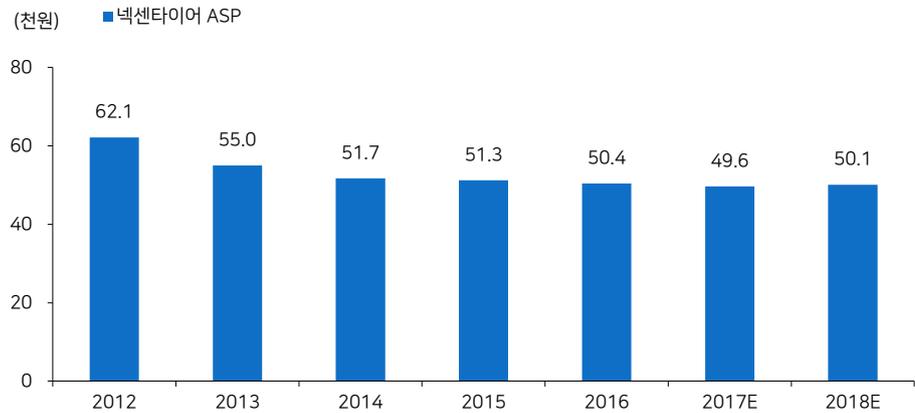
자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림12 한국타이어 17년·18년 실질 ASP, 공식평가 인상 불구 소폭 감소 또는 제한적인 상승 전망**



자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림13 넥센타이어 17년·18년 실질 ASP, 공식평가 인상 불구 소폭 감소 또는 제한적인 상승 전망**



자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림14 지속적으로 감소하고 있는 한타 매출 컨센서스**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림15 2H16 이후 정체국면 지속 중인 넥타 매출 컨센서스**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한국타이어 3Q17 실적, 기대 이하의 판가인상 + 미국공장 초기가동 손실로 시장기대치 하회 전망

(십억원)	3Q16	2Q17	3Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	1,657.6	1,666.9	2.0	1.4	1,691.0	-3.0	1,744.0
영업이익	302.6	204.6	-29.3	4.6	214.0	-11.9	242.9
세전이익	270.5	212.7	-13.3	10.3	234.6	-4.8	246.5
순이익	206.5	175.5	-16.3	-1.6	172.8	-11.8	195.8
영업이익률(%)	18.3	12.3			12.7		13.9
세전이익률(%)	16.3	12.8			13.9		14.1
순이익률(%)	12.5	10.5			10.2		11.2

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표3 17년·18년 매출 및 수익성, 시장기대치를 하회할 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,685.3	6,861.1	-2.6	7,047.7	7,350.5	-4.1
영업이익	867.4	956.7	-9.3	948.4	1,122.0	-15.5
세전이익	892.4	965.6	-7.6	998.3	1,142.5	-12.6
순이익	695.8	766.7	-9.2	784.8	899.5	-12.7
영업이익률 (%)	13.0	13.9	-1.0%p	13.5	15.3	-1.8%p
세전이익률 (%)	13.3	14.1	-0.7%p	14.2	15.5	-1.4%p
순이익률 (%)	10.4	11.2	-0.8%p	11.1	12.2	-1.1%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표4 미국공장 초기손실 반영, 17년 및 18년 매출·이익추정치 소폭 하향

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	6,621.8	6,685.3	7,047.7
매출액 - 기존 추정	6,621.8	6,717.2	7,073.2
% change	0.0%	-0.5%	-0.4%
영업이익 - 신규 추정	1,103.2	867.4	948.4
영업이익 - 기존 추정	1,103.2	878.6	969.2
% change	0.0%	-1.3%	-2.1%
세전이익- 신규 추정	1,092.4	892.4	998.3
세전이익- 기존 추정	1,092.4	891.9	989.8
% change	0.0%	0.1%	0.9%
지배주주 순이익 - 신규 추정	872.9	695.8	784.8
지배주주 순이익 - 기존 추정	872.9	710.6	786.8
% change	0.0%	-2.1%	-0.3%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	7,046	5,617	6,336
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	7,046	5,737	6,352
% change	0.0%	-2.1%	-0.3%

자료: 한국타이어, 메리츠증권리서치센터

표5 한국타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, 천본)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,626.0	1,727.4	1,657.6	1,610.6	1,639.2	1,666.9	1,691.0	1,688.2	6,621.8	6,685.3	7,047.7
(% YoY)	9.4	6.6	-3.9	0.9	0.8	-3.5	2.0	4.8	3.0	1.0	5.4
타이어	1,564	1,685	1,606	1,677	1,613	1,641	1,665	1,730	6,531	6,649	6,942
(% YoY)	11.1	7.2	-2.6	9.6	3.2	-2.6	3.7	3.2	6.1	1.8	4.4
판매볼륨 (천본)	23,817	25,416	24,117	25,700	25,091	25,544	25,906	26,876	99,050	103,416	107,062
(% YoY)	4.8	4.9	5.7	4.7	5.3	0.5	7.4	4.6	5.0	4.4	3.5
ASP (원)	66,697	66,157	65,601	64,197	63,286	62,020	64,256	64,387	65,633	64,290	64,840
(% YoY)	6.9	-3.4	-6.3	-5.7	-5.1	-6.3	-2.1	0.3	-2.5	-2.0	0.9
기타	63	43	52	-66	26	26	26	-42	90	37	106
(% YoY)	-21.5	-12.8	-32.6	-199.3	-57.8	-38.9	-48.9	-36.5	-66.8	-59.5	188.5
OP	251.1	310.3	302.6	239.2	232.2	204.6	214.0	216.5	1,103.2	867.4	948.4
(% YoY)	23.6	54.4	25.2	0.0	-7.5	-34.0	-29.3	-9.5	24.7	-21.4	9.3
RP	247.2	310.7	270.5	263.9	206.8	212.7	234.6	238.3	1,092.4	892.4	998.3
(% YoY)	25.9	60.9	23.6	14.3	-16.3	-31.6	-13.3	-9.7	30.1	-18.3	11.9
NP	195.6	264.2	206.5	206.5	167.5	175.5	172.8	180.1	872.9	695.8	784.8
(% YoY)	21.5	71.3	36.8	9.2	-14.4	-33.6	-16.3	-12.8	33.2	-20.3	12.8
이익률 (%)											
OP margin	15.4	18.0	18.3	14.9	14.2	12.3	12.7	12.8	16.7	13.0	13.5
RP margin	15.2	18.0	16.3	16.4	12.6	12.8	13.9	14.1	16.5	13.3	14.2
NP margin	12.0	15.3	12.5	12.8	10.2	10.5	10.2	10.7	13.2	10.4	11.1
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,492	1,458	1,495	1,511	1,697	1,836	1,681	1,663	1,493	1,717	1,683
NR Input cost	1,355	1,279	1,457	1,393	1,576	2,082	1,870	1,800	1,371	1,832	1,850
SR Input cost	1,779	1,888	1,858	1,896	2,453	2,362	1,900	1,950	1,855	2,166	2,050
FX 가정 (원)											
원·달러 평균 환율	1,195	1,162	1,121	1,158	1,153	1,130	1,133	1,140	1,159	1,139	1,130
원·유로 평균 환율	1,316	1,312	1,248	1,246	1,228	1,242	1,331	1,342	1,281	1,286	1,340

자료: 한국타이어, 메리츠증권리서치센터

**표6 기존 적정 PER (매출정체기 9.0배)을 18년 EPS 추정치 (기존 17년 EPS 추정치)에 적용 적정주가를 54,000원에서 57,000원으로 상향**

적정 PER (배, a) - 90년대 이후 3년 이상 매출이 정체됐을 때 부여했던 평균 PER 9.0배	9.0배
한국타이어 18E 평균 EPS (원, b)	6,336원
Fair Value (원, c = a x b)	57,022원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>57,000원</b>
현재 주가 (10월 20일 기준 증가)	59,100원
<b>과리율 (%)</b>	<b>-3.6%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

한국타이어(161390)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,428.2	6,621.8	6,685.3	7,047.7	7,225.7
매출액증가율 (%)	-3.8	3.0	1.0	5.4	2.5
매출원가	4,084.0	4,045.0	4,334.5	4,532.4	4,675.7
매출총이익	2,344.1	2,576.7	2,350.8	2,515.3	2,549.9
판매관리비	1,459.1	1,473.5	1,483.4	1,566.9	1,607.3
<b>영업이익</b>	<b>885.0</b>	<b>1,103.2</b>	<b>867.4</b>	<b>948.4</b>	<b>942.7</b>
영업이익률	13.8	16.7	13.0	13.5	13.0
금융손익	-77.6	-21.6	-10.5	-7.6	-7.8
중속/관계기업손익	13.7	44.9	35.7	37.5	39.3
기타영업외손익	1.8	33.9	-0.1	20.1	-6.7
세전계속사업이익	822.9	1,160.4	892.4	998.3	967.5
법인세비용	182.9	213.3	183.5	199.7	193.5
<b>당기순이익</b>	<b>640.1</b>	<b>947.0</b>	<b>708.9</b>	<b>798.6</b>	<b>774.0</b>
지배주주지분 순이익	655.4	872.9	695.8	784.8	759.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,113.7</b>	<b>1,217.8</b>	<b>765.9</b>	<b>963.5</b>	<b>892.3</b>
당기순이익(손실)	656.5	879.1	708.9	798.6	774.0
유형자산상각비	446.5	489.0	523.5	520.8	529.5
무형자산상각비	12.4	13.9	15.1	14.3	15.9
운전자본의 증감	-80.6	-236.6	-459.3	-337.7	-421.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,103.7</b>	<b>-740.0</b>	<b>-723.9</b>	<b>-908.6</b>	<b>-716.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-863.0	-722.7	-600.0	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-4.0	-22.9	-67.6	-28.8	-27.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>888.7</b>	<b>-649.7</b>	<b>170.5</b>	<b>-18.7</b>	<b>-85.8</b>
차입금의 증감	159.6	-770.5	59.0	52.1	3.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-87.8	-172.0	203.2	36.2	90.1
기초현금	725.2	637.4	465.3	668.5	704.8
기말현금	637.4	465.3	668.5	704.8	794.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,388.8	3,293.1	3,829.8	4,037.0	4,377.6
현금및현금성자산	637.4	465.3	668.5	704.8	794.8
매출채권	1,000.6	1,058.4	1,270.2	1,339.1	1,445.1
재고자산	1,430.3	1,436.3	1,537.6	1,621.0	1,734.2
비유동자산	6,107.4	6,328.9	7,048.9	7,442.3	7,691.2
유형자산	4,494.0	4,699.3	5,237.4	5,343.1	5,440.8
무형자산	142.8	146.2	217.3	246.0	273.2
투자자산	1,097.9	1,102.0	1,136.5	1,303.8	1,372.9
<b>자산총계</b>	<b>9,496.1</b>	<b>9,622.0</b>	<b>10,878.8</b>	<b>11,479.2</b>	<b>12,068.8</b>
유동부채	2,906.9	2,446.8	3,276.1	3,141.3	3,042.0
매입채무	408.7	404.9	408.8	431.0	441.9
단기차입금	1,492.4	868.5	1,042.2	1,094.3	1,094.3
유동성장기부채	138.7	383.5	306.8	306.8	309.8
비유동부채	1,448.5	1,213.7	972.2	964.7	941.4
사채	835.7	809.4	566.6	538.2	511.3
장기차입금	428.8	266.0	266.0	279.3	279.3
<b>부채총계</b>	<b>4,355.3</b>	<b>3,660.5</b>	<b>4,248.3</b>	<b>4,105.9</b>	<b>3,983.4</b>
자본금	61.9	61.9	76.1	76.1	76.1
자본잉여금	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5
기타포괄이익누계액	-47.6	-43.4	-43.4	-43.4	-43.4
이익잉여금	2,134.1	2,950.6	3,605.4	4,348.2	5,060.3
비지배주주지분	6.4	12.1	12.1	12.1	12.1
<b>자본총계</b>	<b>5,140.8</b>	<b>5,961.5</b>	<b>6,630.4</b>	<b>7,373.3</b>	<b>8,085.4</b>

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	51,892	53,455	53,968	56,893	58,330
EPS(지배주주)	5,291	7,046	5,617	6,336	6,135
CFPS	11,815	13,535	10,723	10,504	10,609
EBITDAPS	10,848	12,965	11,350	11,976	12,013
BPS	41,448	48,027	53,428	59,424	65,173
DPS	400	400	450	500	500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.2	8.4	10.5	9.3	9.6
PCR	5.0	4.4	5.5	5.6	5.6
PSR	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
PBR	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	1,343.8	1,606.0	1,406.0	1,483.5	1,488.1
EV/EBITDA	7.0	5.6	6.2	5.8	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.6	15.7	11.1	11.2	9.8
EBITDA 이익률	20.9	24.3	21.0	21.0	20.6
부채비율	56.3	39.0	32.9	30.1	27.1
금융비용부담률	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2,019.5	2,421.6	1,590.4	1,709.9	1,718.0
매출채권회전율(x)	6.9	7.1	6.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	4.5	4.6	4.5	4.5	4.3

**표7 넥센타이어 3Q17 실적, OE 공급확대 통해 높은 매출성장 실현 전망되나 판촉비용 확대 영향으로 이익성장은 제한적일 전망**

(십억원)	3Q16	2Q17	3Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	470.2	514.1	9.3	-0.1	513.7	1.7	505.2
영업이익	65.4	43.6	-3.5	45.0	63.1	7.7	58.6
세전이익	53.6	39.9	1.4	36.3	54.3	5.7	51.4
순이익	46.3	29.3	-7.4	46.1	42.9	10.2	38.9
영업이익률(%)	13.9	8.5			12.3		11.6
세전이익률(%)	11.4	7.8			10.6		10.2
순이익률(%)	9.9	5.7			8.3		7.7

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

**표8 17년·18년 매출 및 수익성, 시장기대치에 부합하는 수준 실현 예상**

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,018.5	2,005.9	0.6	2,124.8	2,151.5	-1.2
영업이익	220.9	214.1	3.2	244.4	250.7	-2.5
세전이익	191.2	190.0	0.6	221.6	225.8	-1.9
순이익	146.2	145.7	0.3	173.3	174.0	-0.4
영업이익률 (%)	10.9	10.7	0.3%ppt	11.5	11.7	-0.2%ppt
세전이익률 (%)	9.5	9.5	0.0%ppt	10.4	10.5	-0.1%ppt
순이익률 (%)	7.2	7.3	0.0%ppt	8.2	8.1	0.1%ppt

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

**표9 기존 17년·18년 매출 및 영업이익 추정치 큰 변화 없이 유지**

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	1,894.7	2,018.5	2,124.8
매출액 - 기존 추정	1,894.7	2,018.1	2,124.4
% change	0.0	0.0	0.0
영업이익 - 신규 추정	248.0	220.9	244.4
영업이익 - 기존 추정	248.0	220.2	248.5
% change	0.0	0.3	-1.6
세전이익- 신규 추정	216.5	191.2	221.6
세전이익- 기존 추정	216.5	197.0	222.4
% change	0.0	-2.9	-0.4
지배주주 순이익 - 신규 추정	173.8	146.2	173.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	173.8	152.0	174.0
% change	0.0	-3.8	-0.4
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	1,825.0	1,533.0	1,815.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	1,825.0	1,593.2	1,822.6
% change	0.0	-3.8	-0.4

자료: 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

표10 넥센타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.4	481.5	514.1	513.7	509.2	1,894.7	2,018.5	2,124.8
(% YoY)	3.2	5.6	0.0	3.8	5.1	4.2	9.3	7.6	3.1	6.5	5.3
타이어	452	484	461	460	469	498	504	499	1,856	1,970	2,074
(% YoY)	2.8	4.6	-1.0	2.0	3.7	3.0	9.4	8.5	2.1	6.1	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	51,037	51,374	51,455	50,415	49,644	50,065
(% YoY)	0.1	-1.5	-5.4	0.5	-4.5	1.2	4.3	1.5	-1.6	-1.5	0.8
기타	6	9	10	13	13	16	10	10	38	49	51
(% YoY)	38.8	98.5	95.5	149.3	113.8	68.3	4.3	-25.3	98.3	26.8	5.3
OP	57.9	69.5	65.4	55.1	48.8	43.6	63.1	65.4	248.0	220.9	244.4
(% YoY)	12.9	24.9	26.5	-16.7	-15.8	-37.4	-3.5	18.6	10.3	-10.9	10.6
RP	54.3	57.9	53.6	50.7	40.4	39.9	54.3	56.6	216.5	191.2	221.6
(% YoY)	64.0	5.1	102.4	1.3	-25.6	-31.1	1.4	11.6	31.4	-11.7	15.9
NP	41.5	43.3	46.3	42.7	29.2	29.3	42.9	44.7	173.8	146.2	173.3
(% YoY)	89.0	2.5	130.0	4.3	-29.5	-32.2	-7.4	4.7	38.8	-15.9	18.6
이익률 (%)											
OP margin	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	8.5	12.3	12.8	13.1	10.9	11.5
RP margin	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	7.8	10.6	11.1	11.4	9.5	10.4
NP margin	9.1	8.8	9.9	9.0	6.1	5.7	8.3	8.8	9.2	7.2	8.2
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,476	1,456	1,496	1,553	1,757	1,830	1,677	1,619	1,543	1,729	1,705
NR Input cost	1,284	1,220	1,348	1,380	1,782	2,112	1,750	1,650	1,308	1,824	1,750
SR Input cost	1,791	1,902	1,922	2,044	2,502	2,518	2,150	2,050	1,915	2,305	2,200
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, 메리츠증권증권 리서치센터

## 넥센타이어(002350)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,837.5</b>	<b>1,894.7</b>	<b>2,018.5</b>	<b>2,124.8</b>	<b>2,231.7</b>
매출액증가율 (%)	4.5	3.1	6.5	5.3	5.0
매출원가	1,218.5	1,207.9	1,336.8	1,388.5	1,452.7
매출총이익	619.0	686.8	681.7	736.3	779.1
판매관리비	394.1	438.8	460.9	491.9	515.3
<b>영업이익</b>	<b>224.9</b>	<b>248.0</b>	<b>220.9</b>	<b>244.4</b>	<b>263.8</b>
영업이익률	12.2	13.1	10.9	11.5	11.8
금융손익	-57.6	-29.6	-27.9	-20.8	-23.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.5	-1.8	-1.8	-2.0	-2.3
세전계속사업이익	164.8	216.5	191.2	221.6	238.2
법인세비용	37.7	40.6	43.4	46.5	50.0
<b>당기순이익</b>	<b>127.1</b>	<b>176.0</b>	<b>147.8</b>	<b>175.0</b>	<b>188.2</b>
지배주주지분 손이익	125.2	173.8	146.2	173.3	186.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>320.8</b>	<b>383.2</b>	<b>217.6</b>	<b>281.1</b>	<b>314.6</b>
당기순이익(손실)	127.1	176.0	147.8	175.0	188.2
유형자산상각비	139.6	144.8	146.8	157.0	162.8
무형자산상각비	0.0	0.0	2.0	1.9	1.9
운전자본의 증감	-35.3	21.9	-102.0	-86.2	-77.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-142.1</b>	<b>-126.4</b>	<b>-224.7</b>	<b>-264.8</b>	<b>-285.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-161.6	-104.6	-220.0	-220.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-1.0	-0.1	3.1	0.4	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-115.6</b>	<b>-237.4</b>	<b>-32.0</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.2</b>
차입금의 증감	0.0	0.0	-56.8	3.5	3.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.9	21.2	-35.3	15.4	27.7
기초현금	53.1	104.9	126.1	90.8	106.2
기말현금	104.9	126.1	90.8	106.2	133.9

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>800.7</b>	<b>847.7</b>	<b>914.4</b>	<b>1,009.3</b>	<b>1,113.6</b>
현금및현금성자산	104.9	126.1	90.8	106.2	133.9
매출채권	313.8	316.6	363.3	393.1	412.9
재고자산	251.6	251.4	282.6	308.1	334.8
<b>비유동자산</b>	<b>1,780.1</b>	<b>1,770.2</b>	<b>1,853.2</b>	<b>1,962.5</b>	<b>2,048.2</b>
유형자산	1,692.0	1,647.2	1,721.3	1,825.0	1,904.6
무형자산	14.0	15.2	14.6	14.2	14.0
투자자산	25.5	36.4	42.4	44.6	46.9
<b>자산총계</b>	<b>2,580.9</b>	<b>2,617.9</b>	<b>2,767.6</b>	<b>2,971.8</b>	<b>3,161.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>580.5</b>	<b>560.0</b>	<b>608.0</b>	<b>627.2</b>	<b>628.1</b>
매입채무	70.2	114.7	118.1	120.1	121.7
단기차입금	183.0	117.1	175.7	179.2	182.8
유동성장기부채	147.8	110.4	99.3	99.3	99.3
<b>비유동부채</b>	<b>966.3</b>	<b>855.2</b>	<b>820.4</b>	<b>841.3</b>	<b>853.6</b>
사채	249.5	249.7	249.7	249.7	249.7
장기차입금	494.6	360.3	324.3	330.8	337.4
<b>부채총계</b>	<b>1,546.8</b>	<b>1,415.2</b>	<b>1,428.4</b>	<b>1,468.4</b>	<b>1,481.7</b>
자본금	53.5	53.5	52.7	52.7	52.7
자본잉여금	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3
기타포괄이익누계액	24.7	22.9	22.9	22.9	22.9
이익잉여금	900.2	1,068.5	1,205.7	1,369.8	1,546.6
비지배주주지분	7.4	9.6	9.6	9.6	9.6
<b>자본총계</b>	<b>1,034.0</b>	<b>1,202.7</b>	<b>1,339.2</b>	<b>1,503.4</b>	<b>1,680.1</b>

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,058	19,651	20,936	22,038	23,147
EPS(지배주주)	1,299	1,802	1,516	1,798	1,933
CFPS	4,340	4,518	3,774	3,810	4,065
EBITDAPS	3,780	4,074	3,834	4,183	4,444
BPS	9,976	11,594	12,919	14,514	16,232
DPS	80	100	105	110	115
배당수익률(%)					
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.3	7.4	8.8	7.4	6.9
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	364.5	392.8	369.7	403.3	428.5
EV/EBITDA	5.1	4.9	5.1	3.2	3.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.8	15.7	11.6	12.3	11.8
EBITDA 이익률	19.8	20.7	18.3	19.0	19.2
부채비율	103.9	69.6	63.4	57.1	51.7
금융비용부담률	1.8	1.3	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	674.1	988.3	1,083.9	1,185.4	1,264.3
매출채권회전율(x)	6.1	6.0	5.9	5.6	5.5
재고자산회전율(x)	7.3	7.5	7.6	7.2	6.9

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 23일 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 발생할 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 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국타이어 (161390) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.04	기업브리프	Hold	46,000	김준성	0.4	9.3	
2015.11.17	산업분석	Hold	46,000	김준성	1.7	9.3	
2016.01.18	산업브리프	Hold	46,000	김준성	5.6	23.3	
2016.04.18	산업브리프	Hold	51,000	김준성	5.3	7.1	
2016.05.02	기업브리프	Hold	51,000	김준성	1.5	7.1	
2016.07.11	산업브리프	Hold	51,000	김준성	2.7	11.0	
2016.08.17	기업브리프	Trading Buy	55,000	김준성	5.6	14.9	
2016.10.18	산업브리프	Hold	55,000	김준성	4.9	14.9	
2016.11.03	기업브리프	Trading Buy	60,000	김준성	-8.0	-4.5	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	60,000	김준성	-5.0	6.5	
2017.02.06	기업브리프	Hold	54,000	김준성	5.9	13.1	
2017.04.05	산업분석	Hold	54,000	김준성	5.8	13.1	
2017.05.02	기업브리프	Hold	54,000	김준성	11.0	23.5	
2017.07.19	기업브리프	Hold	54,000	김준성	12.0	23.5	
2017.08.09	기업브리프	Hold	54,000	김준성	11.5	23.5	
2017.10.23	산업브리프	Hold	57,000	김준성	-	-	

**넥센타이어 (002350) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.29	기업브리프	Hold	13,500	김준성	4.8	14.1	
2015.11.17	산업분석	Hold	13,500	김준성	-3.4	14.1	
2016.01.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	3.5	18.5	
2016.04.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	4.7	18.5	
2016.07.11	산업브리프	Hold	13,000	김준성	5.6	18.5	
2016.10.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	5.5	18.5	
2016.11.16	산업분석	Hold	13,000	김준성	5.3	18.5	
2017.01.18		1년 경과			6.0	11.9	
2017.04.05	산업분석	Hold	13,000	김준성	4.9	11.9	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	16,000	김준성	-17.8	-16.3	
2017.10.23	산업브리프	Trading Buy	16,000	김준성	-	-	