



Buy(Maintain)

목표주가: 18,000원

주가(11/9): 12,800원

시가총액: 12,897억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299 moonsu.chang@kiwoom.com

RA 정찬재

02) 3787-4743 jcjeong@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/9)		2,550.57pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,700 원	12,650 원
등락율	-12.93%	1.19%
수익률	절대	상대
1W	-3.4%	-0.9%
1M	-8.2%	-17.5%
1Y	-10.8%	-31.5%

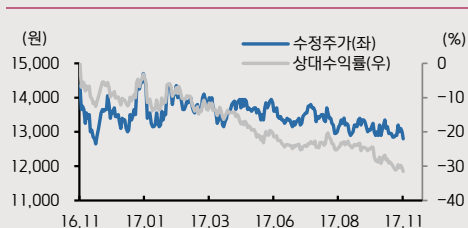
Company Data

발행주식수	104,168천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	16.1%
배당주익률(17E)	0.8%
BPS(17E)	14,078원
주요 주주	넥센 66.2%
	국민연금공단 8.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	18,375	18,947	20,187	20,057
영업이익	2,249	2,480	1,932	2,374
EBITDA	3,645	3,928	3,264	3,598
세전이익	1,648	2,165	1,768	2,048
순이익	1,271	1,760	1,375	1,591
지배주주지분순이익	1,252	1,738	1,363	1,575
EPS(원)	1,217	1,689	1,318	1,512
증감율(%YoY)	-3.1	38.8	-22.0	14.8
PER(배)	10.2	7.7	9.7	8.5
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.8	4.8	5.0	3.7
영업이익률(%)	12.2	13.1	9.6	11.8
순이익률(%)	6.9	9.3	6.8	7.9
ROE(%)	12.9	15.7	10.9	11.3
순부채비율(%)	83.2	48.9	25.1	2.4

Price Trend



3Q17 Review

넥센타이어 (002350)

주력 시장인 북미 부진 우려



3Q17 영업이익은 27.1% yoy 감소한 477억원으로 컨센서스 577억원과 당사 예상 609억원에 각각 17.3%, 21.6% 하회했습니다. 투입원가 하락세로 GPM이 개선되었지만 타타이어 업체와 같이 예상에 못미쳤고, 판관비 증가로 실적 부진이 나타났습니다. 주력 시장인 미국 내 실적 부진은 Goodyear, Cooper와 마찬가지로 우려 요인으로 판단합니다.

>>> 3Q17 영업이익 시장 예상치 17% 하회

- ① **3Q17 실적:** 영업이익 477억원(-27.1% yoy) 기록해 컨센서스 17.3% 하회
- 매출액 5,269억원(+12.1% yoy, +2.8% qoq), 영업이익 477억원(-27.1% yoy, +9.5% qoq, OPM 9.1%), 세전이익 514억원(-4.0% yoy, +29.0% qoq)
 - 영업이익 기준 컨센서스 577억원(OPM 11.4%), 당사 예상치 609억원(OPM 11.8%)을 각각 17.3%, 21.6% 하회
- ② **Key Takeaways:** 투입원가 하락 전환으로 개선된 매출총이익률, 다소 아쉬운 개선
- **다소 아쉬운 마진 개선:** 투입원가 하락세 지연 영향이 타이어 업체 전반에 실적 부진을 야기. 판가 인상과 원가 하락의 영향을 반영하는 매출총이익률의 개선은 이번 3Q17 실적을 통해 확인했지만, 그 속도와 크기에서 당초 예상에 못미침
 - **높아지는 북미 경쟁강도, Winner 인가, Loser 인가?:** 북미시장의 경쟁강도에 대해 Goodyear, Cooper 실적 발표 이후 우려감이 높아지는 상황에서 주력 시장인 북미 매출실적 이 한국타이어와 달리 감소하고 있는 점은 부담 요인

>>> 관전 포인트: 미국 매출 부진 우려

- ① **4Q17 전망:** OPM qoq 추가 상승 전망(532억원, OPM 10.7%)
- (+): 원가하락: 투입원가 추가 하락으로 GPM 개선
 - (+): ASP 개선: 가격 인상효과 지속. 다만 경쟁사 대비 전가 수준과 수월 여부 우려
 - (?): 볼륨 증가: 유럽 개선 지속되나 북미, 국내 전년동기 역기저와 경쟁 심화 우려
- ② **관전 포인트:** 미국 매출 개선과 수요 회복 시점
- **미국 매출 개선 여부:** 주력 북미시장 경쟁심화 속 M/S 흡수 여부 확인 필요
 - **판가 인상 효과 수준:** 판가인상을 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. **북미 개선세 없다면 이익 가시성 낮아지며 할증폭 축소 전망**
- 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) 판가인상 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 3Q17 Review: 영업이익은 477억원을 기록해 컨센서스 17.3% 하회 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17P	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	키움 전망치	% Diff
매출액	470.2	514.1	526.9	12.1	2.5	504.2	4.5	515.4	2.2
영업이익	65.4	43.6	47.7	(27.1)	9.5	57.7	(17.3)	60.9	(21.6)
세전이익	53.6	39.9	51.4	(4.0)	29.0	49.7	3.4	48.5	6.0
지배순이익	46.3	29.3	-	-	-	38.2	-	39.4	-
영업이익률	13.9	8.5	9.1	(4.9)	0.6	11.4	(2.4)	11.8	(2.8)
세전이익률	11.4	7.8	9.8	(1.6)	2.0	9.9	(0.1)	9.4	0.3
지배순이익률	9.9	5.7	-	-	-	7.6	-	7.6	-

자료: 넥센타이어, FnGuide, 키움증권

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,002.3	1,976.1	2,018.7	2,005.7	0.8	1.5
영업이익	220.8	242.7	193.2	237.4	(12.5)	(2.2)
영업이익률(%)	11.0	12.3	9.6	11.8	(1.5)	(0.4)
EBITDA	354.0	365.2	326.4	359.8	(7.8)	(1.5)
EBITDA 이익률(%)	17.7	18.5	16.2	17.9	(1.5)	(0.5)
순이익	143.4	151.0	137.5	159.1	(4.1)	5.4

자료: 넥센타이어, 키움증권

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.3	배	(a), 한국타이어 목표 PER에 20% 할증
적용 EPS	1,512	원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	18,000	원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 종가	12,800	원	2017년 11월 9일 종가
주가상승여력	40.6	%	2017년 11월 9일 종가대비
투자 의견	BUY		투자의견 유지

자료: 키움증권

넥센타이어 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

넥센타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.4	481.5	514.1	526.9	496.2	2,018.7	2,005.7	2,203.1
영업이익	57.9	69.5	65.4	55.1	48.8	43.6	47.7	53.2	193.2	237.4	233.4
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	40.4	39.9	51.4	45.1	176.8	204.8	200.2
순이익	41.9	43.9	46.8	43.3	29.6	29.4	42.1	36.4	137.5	159.1	155.4
영업이익률	12.6	14.1	13.9	11.6	10.1	8.5	9.1	10.7	9.6	11.8	10.6
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.7	8.4	7.8	9.8	9.1	8.8	10.2	9.1
순이익률	9.1	8.9	10.0	9.2	6.2	5.7	8.0	7.3	6.8	7.9	7.1
% yoy											
매출액	3.2	5.6	(0.0)	3.8	5.1	4.2	12.1	4.8	6.5	(0.6)	9.8
영업이익	12.9	24.9	26.5	(16.7)	(15.8)	(37.4)	(27.1)	(3.5)	(22.1)	22.8	(1.7)
세전이익	64.0	5.1	102.4	1.3	(25.6)	(31.1)	(4.0)	(11.2)	(18.4)	15.8	(2.2)
순이익	88.5	2.8	126.7	4.4	(29.3)	(33.0)	(10.1)	(16.0)	(21.8)	15.7	(2.4)
% qoq											
매출액	0.4	7.7	(4.7)	0.7	1.7	6.8	2.5	(5.8)			
영업이익	(12.5)	20.1	(5.9)	(15.7)	(11.6)	(10.7)	9.5	11.5			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(5.3)	(20.4)	(1.3)	29.0	(12.3)			
순이익	0.9	4.8	6.6	(7.4)	(31.6)	(0.7)	43.1	(13.6)			

자료: 넥센타이어, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,375	18,947	20,187	20,057	22,031
매출원가	12,185	12,079	13,729	13,198	14,952
매출총이익	6,190	6,868	6,458	6,859	7,080
판매비및일반관리비	3,941	4,388	4,525	4,485	4,746
영업이익	2,249	2,480	1,932	2,374	2,334
영업이익률(%)	12.2%	13.1%	9.6%	11.8%	10.6%
영업외손익	-601	-315	-165	-326	-332
이자수익	65	56	49	44	47
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	509	585	598	787	771
이자비용	334	251	190	185	191
외환손실	776	670	681	865	846
관계기업지분법손익	0	0	-3	0	0
투자및기타자산처분손익	-25	2	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-42	-18	12	3	1
기타	2	-19	53	-109	-114
법인세차감전이익	1,648	2,165	1,768	2,048	2,002
법인세비용	377	406	392	457	448
유효법인세율(%)	22.9%	18.7%	22.2%	22.3%	22.4%
당기순이익	1,271	1,760	1,375	1,591	1,554
지배주주지분순이익(억원)	1,252	1,738	1,363	1,575	1,538
EBITDA	3,645	3,928	3,264	3,598	3,460
현금순이익(Cash Earnings)	2,667	3,207	2,707	2,816	2,679
수정당기순이익	1,323	1,773	1,368	1,589	1,553
증감율(% YoY)					
매출액	4.5	3.1	6.5	-0.6	9.8
영업이익	7.8	10.3	-22.1	22.8	-1.7
법인세차감전이익	0.4	31.4	-18.4	15.8	-2.2
당기순이익	-2.1	38.4	-21.8	15.7	-2.4
지배주주지분 당기순이익	-2.5	38.8	-21.6	15.6	-2.4
EBITDA	16.3	7.8	-16.9	10.2	-3.8
EPS	-3.1	38.8	-22.0	14.8	-2.4

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	11,661	14,843	15,219
현금및현금성자산	1,049	1,261	3,973	7,205	6,829
유동금융자산	1,093	1,237	1,318	1,309	1,438
매출채권및유동채권	3,349	3,466	3,692	3,669	4,030
재고자산	2,516	2,514	2,678	2,661	2,923
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,801	17,702	16,649	15,587	17,780
장기매출채권및기타비유동채권	120	183	195	193	212
투자자산	283	392	411	409	445
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	28,310	30,430	32,999
유동부채	5,805	5,600	5,995	6,149	6,690
매입채무및기타유동채무	2,152	2,901	3,091	3,071	3,374
단기차입금	1,830	1,171	1,371	1,570	1,788
유동성장기차입금	1,478	1,104	1,082	1,060	1,036
기타유동부채	346	423	451	448	492
비유동부채	9,663	8,552	9,007	9,494	10,084
장기매입채무및비유동채무	29	27	29	29	31
사채및장기차입금	7,441	6,100	6,172	6,246	6,321
기타비유동부채	2,193	2,425	2,806	3,219	3,732
부채총계	15,468	14,152	15,003	15,643	16,774
자본금	535	535	541	541	541
주식발행초과금	260	260	260	260	260
이익잉여금	9,002	10,685	11,947	13,412	14,835
기타자본	470	453	453	453	453
지배주주지분자본총계	10,266	11,932	13,200	14,665	16,088
비지배주주지분자본총계	74	96	107	122	137
자본총계	10,340	12,027	13,307	14,788	16,225
순차입금	8,606	5,877	3,335	362	878
총차입금	10,748	8,375	8,625	8,876	9,145

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,217	1,689	1,318	1,512	1,477
BPS	9,976	11,594	12,672	14,078	15,444
주당EBITDA	3,542	3,817	3,156	3,454	3,321
CFPS	2,592	3,116	2,617	2,703	2,572
DPS	80	100	105	110	115
주가배수(배)					
PER	10.2	7.7	9.7	8.5	8.7
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	4.8	5.0	3.7	4.0
PCFR	4.8	4.2	4.9	4.7	5.0
수익성(%)					
영업이익률	12.2	13.1	9.6	11.8	10.6
순이익률	6.9	9.3	6.8	7.9	7.1
EBITDA margin	19.8	20.7	16.2	17.9	15.7
총자산이익률(ROA)	5.0	6.8	5.0	5.4	4.9
자기자본이익률(ROE)	12.9	15.7	10.9	11.3	10.0
투자자본이익률(ROIC)	8.5	10.1	7.8	10.2	9.8
안정성(%)					
부채비율	149.6	117.7	112.7	105.8	103.4
순차입금비용	83.2	48.9	25.1	2.4	5.4
이자보상배율(배)	6.7	9.9	10.2	12.8	12.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.6	5.6	5.4	5.7
재고자산회전율	7.3	7.5	7.8	7.5	7.9
매입채무회전율	8.1	7.5	6.7	6.5	6.8

Compliance Notice

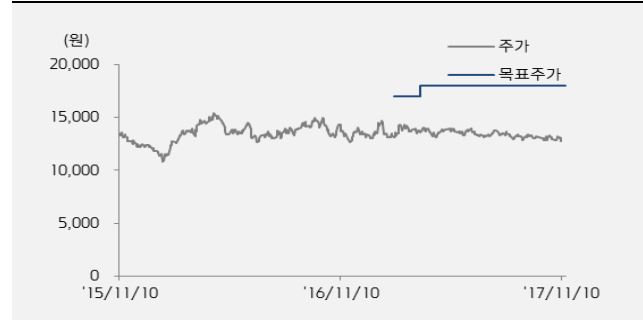
- 당사는 11월 9일 현재 '넥센타이어 (002350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넥센타이어 (002350)	2017/01/17	Buy(Initiate)	17,000원	6개월	-20.50	-13.53
	2017/02/03	Buy(Maintain)	17,000원	6개월	-19.25	-13.53
	2017/03/22	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.08	-21.67
	2017/04/19	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-23.82	-21.67
	2017/05/16	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.45	-21.67
	2017/07/19	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.50	-21.67
	2017/08/16	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.94	-21.67
	2017/10/18	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-24.94	-21.67
	2017/11/10	Buy(Maintain)	18,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2016/10/01~2017/09/30)

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