



하나금융그룹

2018년 4월 13일 | Equity Research

# 넥센타이어 (002350)

## 1Q 무난. 관심은 체코 공장으로 이동

### 6년 간 박스권 주가. 하반기 변화될 것

넥센타이어에 대한 투자의견 Neutral과 목표주가 1.5만원을 유지한다. 1분기/상반기 실적은 판가–원가 Spread의 확대를 물량 둔화와 환율 하락이 상쇄하는 구도가 진행되면서 시장 기대치 수준으로 예상된다. 향후 성장성/주가의 큰 동력은 3분기 말로 예정된 체코 공장의 완공이다. 가동 초기의 비용 부담으로 수익성이 하락하면서 단기로는 이익에 부정적이겠지만, 장기적으로는 생산능력 8% 증가와 수요 시장에 대한 접근성 강화 등의 긍정적 측면이 부각될 것으로 예상한다. 넥센타이어의 주가는 그 동안 양호한 수익성에도 불구하고, 시장수요 둔화와 생산능력 제약에 따른 제한된 물량성장으로 6년 간 지리한 박스권 흐름을 보였다. 하반기에 이러한 흐름이 변할 것으로 예상되는 바, 체코 공장의 성장성/수익성 전망이 가시화될 때 투자의견 조정이 가능하다. 현재 주가는 2018년 실적기준 P/E 9배 대이다.

### 1Q18 Preview: 영업이익률 10.1% 전망

1분기 실적은 시장 기대치와 유사할 전망이다(영업이익 기준 +2%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 2%/1% 증가한 4,891억원/493억원(영업이익률 10.1%, -0.1%p (YoY))으로 예상한다. 시장수요 둔화와 경쟁 심화로 미국 RE 판매가 부진할 것으로 보이지만, 유럽/중국 RE 판매는 양호한 시장수요에 힘입어 증가할 것으로 보인다. 내수 RE 판매는 경쟁사의 물량공급으로 전년 수준에 그칠 것으로 보인다. OE 물량은 주 고객사의 출하부진으로 소폭 감소할 전망이다. RE/OE를 포함한 전체 물량은 전년 대비 소폭 증가한 수준으로 예상한다. 가격은 전년 동기대비 Mix가 상향되고, 전년 2분기에 단행된 단가인상으로 달러 기준으로는 증가하지만, 부정적인 원/달러 환율 환경으로 ASP는 소폭 하락할 것으로 예상한다. 원재료 투입단가는 전 분기대비는 소폭 상승하지만, 전년 동기대비는 하락할 것이다. 결론적으로, 판가–원가 Spread가 확대되지만, 물량 둔화와 원화 강세가 상쇄하면서 매출액과 영업이익은 전년 동기 수준으로 예상된다.

### 체코 공장 진행상황 Update

향후 몇 년의 성장동력인 체코 공장은 9월 완공될 예정이다. 연산 400만본 규모로 총 6,000억원 대 투자금이 소요되었는데, 2018년에는 약 30만본이 생산되고, 2019년에는 400만본이 생산될 계획이다. 현재 글로벌 생산능력이 4,200만본 수준이라는 점을 감안할 때, 체코 공장을 통해 생산능력이 약 8% 증가하는 것이다. 이후 1차 증설이 안정화되면 추가적인 증설을 통해 최종 1,100만본의 규모를 갖춘다는 목표이다(확정된 증설 스케줄은 아직 없음). 대부분 UHP 위주의 공장이고, 중국에서 생산/수입하는 유럽 판매물량을 일부 대체하고 신시장 개척에도 활용된다. 과거 신공장 사례를 감안할 때, 체코 공장에서 400만본 생산이 달성될 경우, 관련 매출액은 약 2,000억원 수준으로 예상된다. 양산 초기의 낮은 수율과 감가상각비(연간 250억원 추정) 등의 증가로 가동률 상승 전까지는 수익성에 부정적이겠지만, BEP 구간을 통과하면(약 1년 소요 전망) 성장성/수익성 측면에서 긍정적일 것이다.

### Earnings Preview

**Neutral**

| TP(12M): 15,000원 | CP(4월 12일): 12,250원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,442.71		
52주 최고/최저(원)	13,950/11,700	2,067.8	2,254.8
시가총액(십억원)	1,196.4	211.8	235.7
시가총액비중(%)	0.10	149.6	163.5
발행주식수(천주)	97,667.9		
60일 평균 거래량(천주)	104.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3		
18년 배당금(예상, 원)	100		
18년 배당수익률(예상, %)	0.82		
외국인지분율(%)	13.46		
주요주주 지분율(%)			
넥센 외 2 인	65.92		
국민연금	7.15		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.4 (5.8) (9.9)		
상대	2.1 (4.5) (21.5)		

Stock Price	
(천원)	110 100 90 80 70 60 50

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,894.7	1,964.8	2,088.3	2,252.3	2,364.9
영업이익	십억원	248.0	185.4	197.4	214.6	228.1
세전이익	십억원	216.5	166.7	170.5	194.4	205.6
순이익	십억원	173.8	125.0	127.8	145.7	154.1
EPS	원	1,689	1,208	1,235	1,399	1,479
증감률	%	38.8	(28.5)	2.2	13.3	5.7
PER	배	7.70	9.77	9.92	8.76	8.28
PBR	배	1.12	0.92	0.88	0.80	0.74
EV/EBITDA	배	4.81	5.37	5.03	4.36	3.85
ROE	%	15.66	9.88	9.16	9.58	9.28
BPS	원	11,622	12,849	13,977	15,275	16,655
DPS	원	100	100	100	100	100



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하

02-3771-7794

asdfhjkl@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 넥센타이어의 실적 추이

(단위: 십억원, \$)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	481	514	527	442	489	519	521	560	1,895	1,965	2,088	2,252
RE	345	382	409	318	350	384	400	418	1,467	1,453	1,553	1,686
한국	54	51	61	63	55	51	62	76	231	229	243	253
중국	9	13	15	11	9	13	16	13	39	48	51	54
북미	96	111	102	107	92	109	105	124	481	416	431	455
유럽	99	121	144	76	102	125	142	138	382	440	508	588
기타	87	86	87	61	92	87	75	66	335	320	320	335
OE	134	133	124	129	136	135	126	147	459	520	545	577
연결조정	2	0	(6)	(4)	2	0	(6)	(5)	(31)	(9)	(10)	(10)
매출원가	325	361	358	284	328	350	347	373	1,208	1,328	1,397	1,508
매출원가율	67.4%	70.2%	67.9%	64.3%	67.0%	67.4%	66.7%	66.6%	63.8%	67.6%	66.9%	67.0%
원재료 투입단가	1,757	1,830	1,669	1,646	1,689	1,690	1,741	1,775	1,495	1,726	1,724	1,777
천연고무	1,782	2,112	1,778	1,613	1,700	1,700	1,750	1,750	1,308	1,821	1,725	1,750
합성고무	2,502	2,518	2,112	2,124	2,200	2,250	2,250	2,300	1,916	2,314	2,250	2,350
판관비	108	110	121	113	112	114	128	140	439	452	493	530
판관비율	22.5%	21.3%	23.0%	25.5%	22.9%	21.9%	24.6%	25.0%	23.2%	23.0%	23.6%	23.5%
급여	24	22	25	21	25	23	28	27	86	93	103	105
연구개발비	15	15	16	17	16	15	15	21	60	63	67	72
광고선전비	13	7	12	14	13	7	12	14	56	45	46	47
기타	30	38	40	34	31	38	40	43	140	142	152	165
전체 판매관리비	83	82	92	85	84	84	96	104	342	343	368	390
물류원가	26	27	29	27	28	30	32	36	97	109	125	140
영업이익	49	44	48	45	49	55	46	47	248	185	197	215
영업이익률	10.1%	8.5%	9.1%	10.3%	10.1%	10.7%	8.8%	8.4%	13.1%	9.4%	9.5%	9.5%
세전이익	40	40	51	35	43	49	39	40	217	167	170	194
세전이익률	8.4%	7.8%	9.8%	7.9%	8.7%	9.4%	7.5%	7.2%	11.4%	8.5%	8.2%	8.6%
순이익	30	29	41	25	32	37	29	30	176	125	128	146
순이익률	6.2%	5.7%	7.9%	5.6%	6.6%	7.1%	5.6%	5.4%	9.3%	6.4%	6.1%	6.5%

자료: 넥센타이어, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,894.7</b>	<b>1,964.8</b>	<b>2,088.3</b>	<b>2,252.3</b>	<b>2,364.9</b>
매출원가	1,207.9	1,327.6	1,397.5	1,508.1	1,583.5
매출총이익	686.8	637.2	690.8	744.2	781.4
판관비	438.8	451.8	493.4	529.6	553.3
<b>영업이익</b>	<b>248.0</b>	<b>185.4</b>	<b>197.4</b>	<b>214.6</b>	<b>228.1</b>
금융순익	(29.6)	(21.2)	(29.6)	(23.3)	(20.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.8)	2.5	2.7	3.1	(2.5)
<b>세전이익</b>	<b>216.5</b>	<b>166.7</b>	<b>170.5</b>	<b>194.4</b>	<b>205.6</b>
법인세	40.6	41.3	42.3	48.2	51.0
계속사업이익	176.0	125.4	128.2	146.2	154.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>176.0</b>	<b>125.4</b>	<b>128.2</b>	<b>146.2</b>	<b>154.7</b>
비지배주주지분					
순이익	2.2	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>173.8</b>	<b>125.0</b>	<b>127.8</b>	<b>145.7</b>	<b>154.1</b>
지배주주지분포괄이익	174.7	135.8	127.8	145.8	154.2
NOPAT	201.6	139.5	148.5	161.4	171.5
EBITDA	392.8	335.2	357.7	392.8	403.1
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	3.1	3.7	6.3	7.9	5.0
NOPAT증가율	16.2	(30.8)	6.5	8.7	6.3
EBITDA증가율	7.8	(14.7)	6.7	9.8	2.6
영업이익증가율	10.3	(25.2)	6.5	8.7	6.3
(지배주주)순이익증가율	38.8	(28.1)	2.2	14.0	5.8
EPS증가율	38.8	(28.5)	2.2	13.3	5.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	36.2	32.4	33.1	33.0	33.0
EBITDA이익률	20.7	17.1	17.1	17.4	17.0
영업이익률	13.1	9.4	9.5	9.5	9.6
계속사업이익률	9.3	6.4	6.1	6.5	6.5

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,689	1,208	1,235	1,399	1,479
BPS	11,622	12,849	13,977	15,275	16,655
CFPS	4,233	3,582	3,452	3,778	3,845
EBITDAPS	3,817	3,241	3,458	3,771	3,870
SPS	18,410	18,994	20,188	21,622	22,703
DPS	100	100	100	100	100
<b>주가지표(배)</b>					
PER	7.7	9.8	9.9	8.8	8.3
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
PCFR	3.1	3.3	3.5	3.2	3.2
EV/EBITDA	4.8	5.4	5.0	4.4	3.8
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.7	9.9	9.2	9.6	9.3
ROA	6.7	4.6	4.5	5.0	5.0
ROIC	9.9	6.7	6.8	7.1	7.4
부채비율	117.7	108.7	96.2	89.7	84.0
순부채비율	49.2	45.3	38.8	30.1	18.3
이자보상배율(배)	9.9	9.5	10.4	11.9	12.7

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

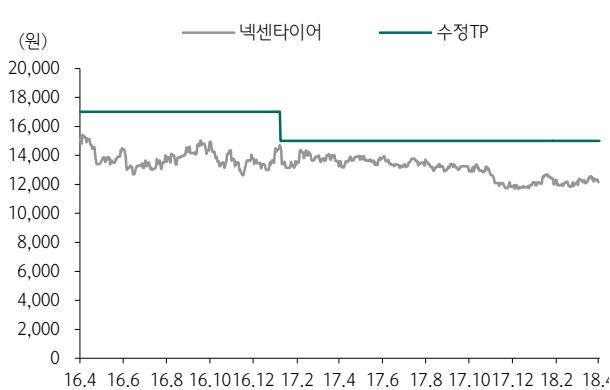
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>847.7</b>	<b>913.5</b>	<b>886.0</b>	<b>1,024.3</b>	<b>1,222.0</b>
금융자산	249.8	259.2	220.6	306.6	468.4
현금성자산	126.1	116.0	68.3	142.4	296.0
매출채권 등	330.6	361.6	367.9	396.8	416.6
재고자산	251.4	270.8	277.5	299.3	314.3
기타유동자산	15.9	21.9	20.0	21.6	22.7
<b>비유동자산</b>	<b>1,770.2</b>	<b>1,880.5</b>	<b>1,972.4</b>	<b>1,997.1</b>	<b>1,974.1</b>
투자자산	36.4	35.5	37.8	40.7	42.8
금융자산	34.8	34.7	36.9	39.8	41.8
유형자산	1,647.2	1,765.7	1,855.4	1,877.2	1,852.1
무형자산	15.2	19.1	19.1	19.1	19.1
기타비유동자산	71.4	60.2	60.1	60.1	60.1
<b>자산총계</b>	<b>2,617.9</b>	<b>2,794.0</b>	<b>2,858.4</b>	<b>3,021.4</b>	<b>3,196.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>560.0</b>	<b>648.2</b>	<b>579.1</b>	<b>585.5</b>	<b>601.8</b>
금융부채	227.5	307.1	227.0	227.2	227.3
매입채무 등	262.6	293.7	295.7	300.3	315.3
기타유동부채	69.9	47.4	56.4	58.0	59.2
<b>비유동부채</b>	<b>855.2</b>	<b>806.9</b>	<b>822.5</b>	<b>843.2</b>	<b>857.5</b>
금융부채	613.5	558.5	558.5	558.5	558.5
기타비유동부채	241.7	248.4	264.0	284.7	299.0
<b>부채총계</b>	<b>1,415.2</b>	<b>1,455.1</b>	<b>1,401.6</b>	<b>1,428.8</b>	<b>1,459.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,193.1</b>	<b>1,335.5</b>	<b>1,453.0</b>	<b>1,588.2</b>	<b>1,731.9</b>
자본금	53.5	54.1	54.1	54.1	54.1
자본잉여금	51.3	67.4	67.4	67.4	67.4
자본조정	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	22.9	13.6	13.6	13.6	13.6
이익잉여금	1,068.5	1,203.4	1,320.9	1,456.2	1,599.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>9.6</b>	<b>3.4</b>	<b>3.9</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,202.7</b>	<b>1,338.9</b>	<b>1,456.9</b>	<b>1,592.6</b>	<b>1,736.8</b>
<b>순금융부채</b>	<b>591.2</b>	<b>606.4</b>	<b>564.9</b>	<b>479.1</b>	<b>317.4</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>383.2</b>	<b>255.1</b>	<b>316.8</b>	<b>308.1</b>	<b>334.7</b>
당기순이익	176.0	125.4	128.2	146.2	154.7
조정	185.3	187.9	173.1	187.1	185.5
감가상각비	144.8	149.8	160.3	178.3	175.0
외환거래손익	(0.5)	4.3	14.2	10.0	10.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	41.0	33.8	(1.4)	(1.2)	0.0
영업활동 자산부채 변동	21.9	(58.2)	15.5	(25.2)	(5.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(126.4)</b>	<b>(289.7)</b>	<b>(275.4)</b>	<b>(224.9)</b>	<b>(170.8)</b>
투자자산감소(증가)	(10.8)	0.9	(2.2)	(3.0)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(103.1)	(278.3)	(250.0)	(200.0)	(150.0)
기타	(12.5)	(12.3)	(23.2)	(21.9)	(18.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(237.4)</b>	<b>26.0</b>	<b>(90.4)</b>	<b>(10.3)</b>	<b>(10.3)</b>
금융부채증가(감소)	(237.7)	24.6	(80.1)	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.0	16.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	8.4	(5.2)	(0.0)	(0.1)	0.0
배당지급	(8.1)	(10.2)	(10.3)	(10.4)	(10.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>21.2</b>	<b>(10.1)</b>	<b>(47.6)</b>	<b>74.0</b>	<b>153.6</b>
Unlevered CFO	435.6	370.5	357.1	393.6	400.5
Free Cash Flow	278.6	(28.8)	66.8	108.1	184.7

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 넥센타이어



날짜	투자의견	목표주가	평균	과리율
				최고/최저
17.1.19	Neutral	15,000		
16.4.12	BUY	17,000	-18.96%	-9.41%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 4월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 04월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.