

# 넥센타이어(002350)

## 치열해지는 미국시장

### 미국시장 경쟁심화로 목표주가 10% 하향

넥센타이어(이하 '넥센') 목표주가를 15,500원에서 14,000원으로 10% 하향한다 (12MF PER 10x). 이익비중이 높은 미국시장의 경쟁심화를 반영해 18/19년 EPS를 각각 5.7%, 14.5% 하향조정했기 때문이다. 단 체코공장 신설을 통한 중장기 성장성을 감안해 매수의견을 유지한다.

### 수요부진과 공급증가로 미국시장 경쟁심화

미국은 주행거리의 꾸준한 확대에도 불구하고 수요가 부진한 상황이다[그림 1, 2]. 게다가 미국이 2015년 7월에 중국산 수입타이어에 관세를 부과한 이후 중국산 수입은 줄었으나 동남아산 수입이 늘었다[그림 3, 4]. 여기에 중국 내 설비증설 계획이 줄고 미국 내 설비가 늘어나면서 전체적인 미국시장의 공급이 중국산 관세부과 이후 오히려 늘어났다[그림 5]. 미국은 넥센타이어 매출의 28%를 차지하며 이익의 40% 이상을 기여하는 시장이다[그림 6].

### 체코공장 신설로 중장기 성장동력은 확보

체코공장 신설로 19년 매출이 처음으로 2조원을 돌파하는 등 중장기 성장동력을 확보할 전망이다. 18년 9월부터 가동되는 체코공장은 19년 하반기에 손익분기점에 도달할 것으로 예상된다. 설비규모는 400만본이나 생산량은 18년 30만본, 19년 250만본, 20년 400만본으로 점진적으로 확대될 전망이다(각각 판매량의 0.7%/5.8%/9% 차지). 전량 고성능타이어(UHPT)이기 때문에 매출뿐만 아니라 수익성 관점에서도 긍정적이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,895	248	174	1,713	38.8	393	7.6	4.8	1.1	15.7	0.8
2017A	1,965	185	125	1,226	(28.4)	335	9.6	5.4	0.9	9.9	0.8
2018F	1,916	163	126	1,234	0.7	317	8.7	5.6	0.8	9.0	0.9
2019F	2,224	214	148	1,441	16.8	384	7.4	5.1	0.7	9.6	0.9
2020F	2,401	254	176	1,719	19.3	445	6.2	4.7	0.6	10.3	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 14,000원(하향)

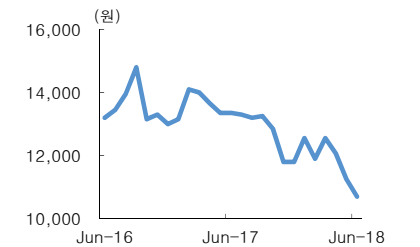
### Stock Data

KOSPI(6/22)	2,357
주가(6/22)	10,700
시가총액(십억원)	1,045
발행주식수(백만)	98
52주 최고/최저가(원)	13,800/10,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,171
유동주식비율/외국인지분율(%)	32.1/13.1
주요주주(%)	넥센 외 2 인 66.4
	국민연금 7.2

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.3)	(9.3)	(20.4)
KOSPI 대비(%p)	(7.9)	(5.9)	(19.9)

### 주가추이

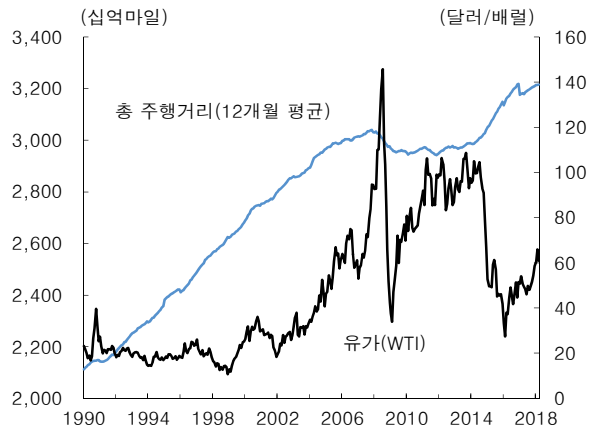


자료: WISEfn

김진우, CFA

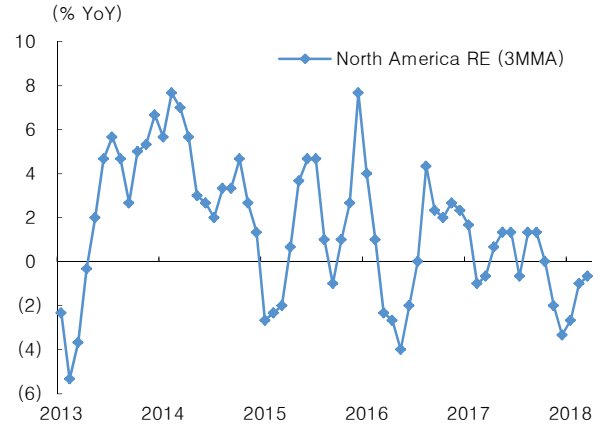
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 1] 미국 총 주행거리 증가세 지속



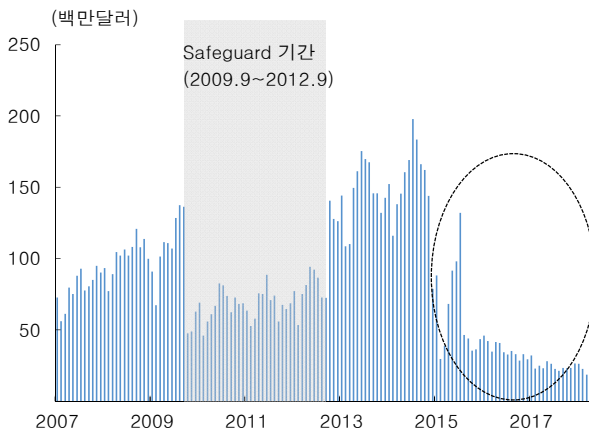
자료: FHWA, 한국투자증권

[그림 2] 미국 RE 수요부진



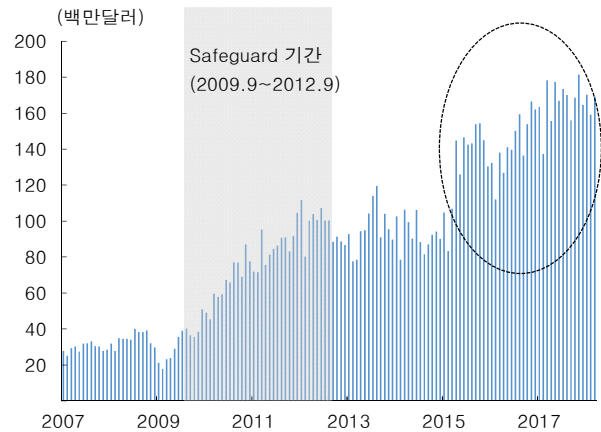
자료: Michelin, 한국투자증권

[그림 3] 중국산 타이어 수입 감소



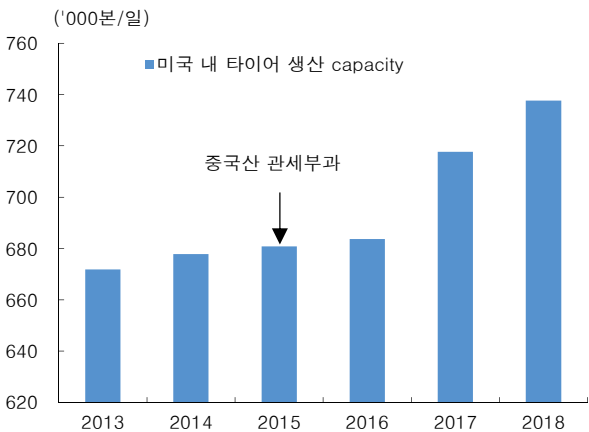
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 4] 동남아산 타이어 수입 증가(태국+인도네시아+대만)



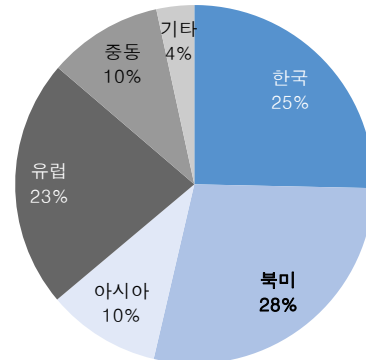
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 5] 늘어나는 미국 내 타이어 설비규모



자료: Modern Tire Dealer, 한국투자증권

[그림 6] 넥센의 지역별 매출비중(2017)



자료: 한국투자증권

〈표 1〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	2,041	2,485	1,916	2,224	(6.1)	(10.5)
영업이익	172	241	163	214	(5.6)	(11.1)
영업이익률	8.4%	9.7%	8.5%	9.6%	0.0	(0.1)
순이익	134	173	126	148	(5.7)	(14.5)

자료: 한국투자증권

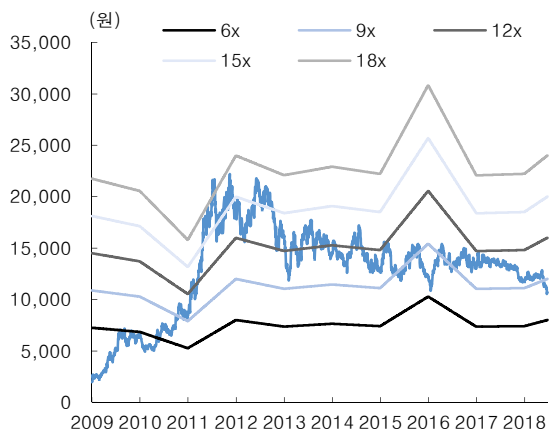
〈표 2〉 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천 개, 원/개, 달러/톤)

		기존전망	수정전망	차이
		출하량	한국	40,800
	중국	29,500	29,274	(0.8)
		11,000	10,552	(4.1)
가격	한국	52,049	47,925	(7.9)
	중국	59,012	53,726	(9.0)
		32,748	30,992	(5.4)
투입원가		2,036	1,612	(20.8)
	천연고무	2,014	1,513	(24.9)
	합성고무	2,712	2,108	(22.3)

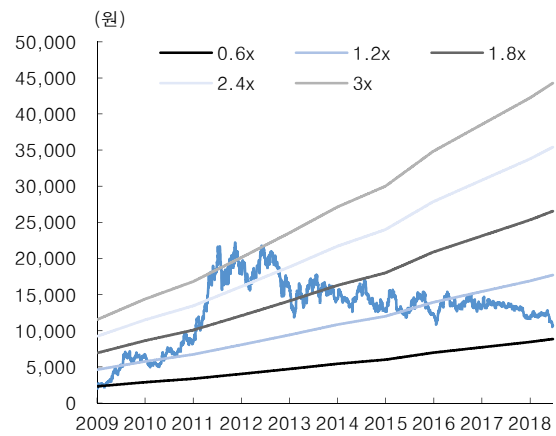
자료: 한국투자증권

[그림 7] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 8] PBR band



자료: 한국투자증권

## 〈표 3〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, 천 개, 원/개, 달러/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	481	514	527	442	474	484	475	483	1,895	1,965	1,916	2,224	2,401
영업이익	49	44	48	45	32	44	42	45	248	185	163	214	254
영업이익률	10.1	8.5	9.1	10.3	6.8	9.1	8.8	9.2	13.1	9.4	8.5	9.6	10.6
세전이익	40	40	51	35	35	21	72	34	217	167	163	191	228
순이익	29	29	41	25	25	17	57	27	174	125	126	148	176
YoY													
매출액	5.1	4.2	12.1	(6.6)	(1.6)	(5.9)	(9.8)	9.2	3.1	3.7	(2.5)	16.1	8.0
영업이익	(15.8)	(37.4)	(27.1)	(17.7)	(34.3)	0.8	(12.0)	(1.7)	10.3	(25.2)	(12.4)	31.6	18.9
순이익	(29.5)	(32.2)	(10.4)	(41.7)	(13.4)	(42.8)	37.7	9.0	38.8	(28.1)	1.1	16.8	19.3
제품별/지역별 매출													
RE	345	382	409	318	362	-	-	-	1,467	-	-	-	-
한국	54	51	61	63	56	-	-	-	231	-	-	-	-
중국	9	13	15	11	13	-	-	-	39	-	-	-	-
북미	96	111	102	107	92	-	-	-	481	-	-	-	-
유럽	99	121	144	76	121	-	-	-	382	-	-	-	-
기타	87	86	87	61	81	-	-	-	335	-	-	-	-
OE	134	133	124	129	117	-	-	-	459	-	-	-	-
YoY 제품별/지역별 매출													
RE	(3.9)	0.8	9.7	(10.9)	5.1	-	-	-	3.6	-	-	-	-
한국	6.5	(4.7)	(1.6)	(1.7)	3.7	-	-	-	2.4	-	-	-	-
중국	12.3	18.3	31.6	35.8	44.0	-	-	-	(4.0)	-	-	-	-
북미	(19.6)	(8.6)	(9.4)	(16.1)	(4.5)	-	-	-	3.2	-	-	-	-
유럽	7.8	16.2	34.0	(3.5)	22.3	-	-	-	25.8	-	-	-	-
기타	(2.4)	(3.3)	9.3	(22.1)	(7.1)	-	-	-	(12.3)	-	-	-	-
OE	24.9	13.6	22.6	(3.0)	(12.7)	-	-	-	3.3	-	-	-	-
제품별/지역별 매출비중													
RE	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	-	-	-	77.0	-	-	-	-
한국	11.3	10.0	11.5	14.0	11.7	-	-	-	12.0	-	-	-	-
중국	1.9	2.5	2.9	2.5	2.7	-	-	-	2.0	-	-	-	-
북미	20.0	21.6	19.1	24.0	19.1	-	-	-	25.0	-	-	-	-
유럽	20.6	23.5	27.0	17.0	25.1	-	-	-	19.8	-	-	-	-
기타	18.2	16.6	16.2	13.6	16.8	-	-	-	17.4	-	-	-	-
OE	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	-	-	-	23.0	-	-	-	-
주요가정													
생산량	9,766	10,407	9,765	9,394	9,726	10,200	9,900	10,000	38,635	38,900	40,126	43,000	44,500
평균가격	48,993	51,034	51,830	51,155	48,879	47,453	47,978	48,286	50,415	50,752	47,925	51,720	53,957
원재료 투입단가	1,757	1,830	1,669	1,646	1,638	1,730	1,730	1,744	1,585	1,762	1,612	1,761	1,868
천연고무	1,782	2,112	1,778	1,613	1,541	1,531	1,494	1,485	1,308	1,821	1,513	1,740	1,914
합성고무	2,502	2,518	2,112	2,124	2,071	2,064	2,115	2,184	1,916	2,314	2,108	2,425	2,667
YoY													
생산량	6.6	7.2	0.6	(6.6)	(0.4)	(2.0)	1.4	6.5	5.8	0.7	3.2	7.2	3.5
평균가격	(2.0)	0.5	6.9	8.7	(0.2)	(7.0)	(7.4)	(5.6)	(1.6)	0.7	(5.6)	7.9	4.3
원재료 투입단가	19.0	25.7	11.6	6.0	(6.8)	(5.5)	3.7	5.9	(6.4)	11.2	(8.5)	9.2	6.1

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

넥센타이어는 국내 시장 2위(2015년 RE시장 점유율 26.1%), 세계 시장 12위의 타이어 회사로서 매출의 99%가 타이어 부문에서 발생한다. 한국, 중국에 공장을 두고 있으며 경남 창녕에 대규모 공장을 신설 중이다. 2016년 기준 생산량은 39백만본이며 그 중 70%를 수출하고 있다. 생산량은 전량 승용차용 타이어이며 OE가 차지하는 비중은 23%다. 2016년 기준 지역별 매출비중은 국내 25%, 아시아 12%, 북미 29%, 유럽 20%, 기타 13%이다. 2015년 기준 지역별 생산비중은 국내 72%, 중국 28%이다.

- 신차용 타이어(OE, Original Equipment): 유통채널이 아닌 완성차 업체에 납품되어 신차에 장착되는 타이어
- 교체용 타이어(RE, Replacement Equipment): 유통채널에 납품되어 소비자의 타이어 교체수요에 대응
- 초고성능타이어(UHPT, Ultra High Performance Tire): 고속주행에서도 제동력 및 조종성이 우수한 타이어. 일반적으로 휠 사이즈 16인치 이상, 편평비 55이하의 타이어를 지칭

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	848	913	893	1,032	1,114
현금성자산	126	116	115	129	139
매출채권및기타채권	331	362	353	409	442
재고자산	251	271	264	307	331
비유동자산	1,770	1,881	2,110	2,420	2,723
투자자산	36	36	35	40	43
유형자산	1,647	1,766	1,998	2,291	2,583
무형자산	15	19	19	22	23
자산총계	2,618	2,794	3,003	3,452	3,837
유동부채	560	648	751	972	1,116
매입채무및기타채무	263	294	286	332	359
단기차입금및단기사채	117	125	175	325	430
유동성장기부채	110	180	230	260	290
비유동부채	855	807	785	864	926
사채	250	150	150	190	230
장기차입금및금융부채	364	409	393	393	393
부채총계	1,415	1,455	1,536	1,836	2,042
지배주주지분	1,193	1,335	1,463	1,612	1,789
자본금	53	54	54	54	54
자본잉여금	51	67	67	67	67
기타자본	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
이익잉여금	1,068	1,203	1,320	1,458	1,625
비지배주주지분	10	3	4	4	5
자본총계	1,203	1,339	1,467	1,616	1,795

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	383	255	294	286	334
당기순이익	176	125	127	149	178
유형자산감가상각비	145	150	154	170	190
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	22	(58)	18	(72)	(57)
기타	40	38	(5)	39	23
투자활동현금흐름	(126)	(290)	(371)	(483)	(490)
유형자산투자	(105)	(284)	(392)	(468)	(488)
유형자산매각	2	6	6	6	6
투자자산순증	(17)	(19)	12	5	8
무형자산순증	(0)	(1)	0	(3)	(2)
기타	(6)	8	3	(23)	(14)
재무활동현금흐름	(237)	26	76	211	166
자본의증가	0	17	0	0	0
차입금의순증	(229)	19	86	222	177
배당금지급	(8)	(10)	(10)	(10)	(10)
기타	0	0	0	(1)	(1)
기타현금흐름	2	(2)	0	0	0
현금의증가	21	(10)	(1)	14	10

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

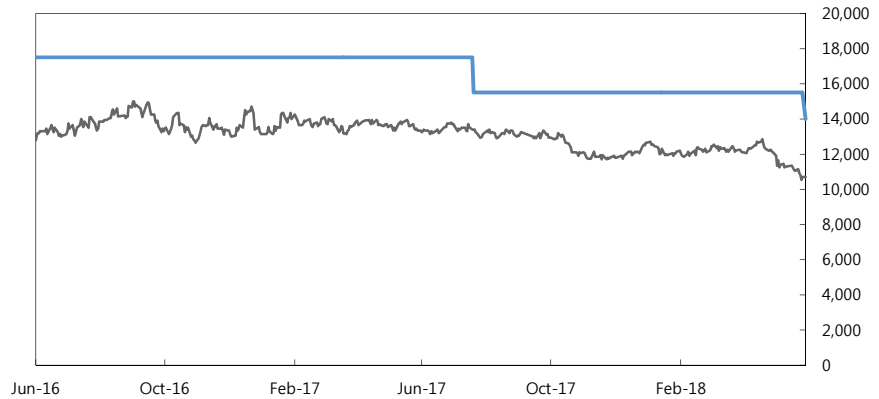
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,895	1,965	1,916	2,224	2,401
매출원가	1,208	1,328	1,355	1,554	1,655
매출총이익	687	637	560	670	747
판매관리비	439	452	398	456	492
영업이익	248	185	163	214	254
금융수익	65	65	65	65	66
이자수익	6	6	6	6	7
금융비용	95	86	87	90	95
이자비용	25	20	21	24	29
기타영업외손익	(2)	3	2	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	217	167	163	191	228
법인세비용	41	41	35	42	50
연결당기순이익	176	125	127	149	178
지배주주지분순이익	174	125	126	148	176
기타포괄이익	1	11	11	11	11
총포괄이익	177	136	138	160	189
지배주주지분포괄이익	175	136	138	159	188
EBITDA	393	335	317	384	445

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,713	1,226	1,234	1,441	1,719
BPS	11,622	12,849	14,072	15,502	17,207
DPS	100	100	100	100	100
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.1	3.7	(2.5)	16.1	8.0
영업이익증가율	10.3	(25.2)	(12.4)	31.6	18.9
순이익증가율	38.8	(28.1)	1.1	16.8	19.3
EPS증가율	38.8	(28.4)	0.7	16.8	19.3
EBITDA증가율	7.8	(14.7)	(5.5)	21.3	15.8
수익성(%)					
영업이익률	13.1	9.4	8.5	9.6	10.6
순이익률	9.2	6.4	6.6	6.6	7.3
EBITDA Margin	20.7	17.1	16.5	17.3	18.5
ROA	6.8	4.6	4.4	4.6	4.9
ROE	15.7	9.9	9.0	9.6	10.3
배당수익률	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
배당성향	5.9	8.2	8.2	7.0	5.9
안정성					
순차입금(십억원)	591	606	694	877	1,029
차입금/자본총계비율(%)	69.9	64.7	64.6	72.3	74.8
Valuation(X)					
PER	7.6	9.6	8.7	7.4	6.2
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.8	5.4	5.6	5.1	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
넥센타이어(002350)	2016.04.28	매수	17,500원	-21.7	-14.3
	2017.04.28	1년경과		-22.5	-20.3
	2017.08.15	매수	15,500원	-20.4	-13.5
	2018.06.25	매수	14,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 25일 현재 넥센타이어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로서 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.