



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

Underweight

관심종목

한국타이어(161390)	Trading Buy	48,000원
넥센타이어(002350)	Trading Buy	12,000원

타이어

공급과잉·경쟁심화로 손익악화 우려 증가

- ✓ 미국 반덤핑 규제 적용을 받아왔던 중국 업체들의 미국시장 직접 진출 (현지 공장 설립 및 가동)이 17년을 기점으로 확대되고 있음. 공급과잉 심화에 따른 산업 전반의 가동률 하락과 더불어 미국 타이어 CPI 25개월 연속 YoY 역성장 기록 중
- ✓ 수요 정체 국면의 내수시장 또한 15년 이후 시작된 급격한 수입산 타이어 점유율 잠식으로 국내 타이어 업체들의 본사손익 악화 기조 지속
- ✓ 공급과잉/경쟁강화에 따른 손익악화로 시장기대치를 하회하는 18년/19년 실적 예상

10년째 지속되고 있는 글로벌 타이어 공급과잉, 그 원인은 중국

Data 집계가 시작된 09년 이후 글로벌 타이어 시장은 판매 총량보다 생산 총량이 더 많은 공급과잉 상황이 지속 중이며, 시장전망 기관인 LMC는 18년/19년 또한 이 같은 환경이 유지된다고 전망하고 있다. 글로벌 타이어 시장의 공급과잉의 근본원인은 자국 내 적자업체 수와 적자업체의 비중이 지속 증가하고 있음에도 별도의 구조조정 없이 총 출하량을 늘려오고 있는 중국시장이다. 중국은 지난 17년에도 연간 총 타이어 소비량 3.54억본의 41%에 달하는 1.45억본의 신규 재고가 누적되었다.

덤핑규제로 미국 수출길이 막힌 중국업체, 현지 생산공장 직접 진출 시작

미국 정부는 이 같은 비정상적 중국의 공급과잉이 지방정부들의 보조금 지원에서 유지되고 있다고 판단했으며, 지난 15년 7월 중국산 타이어에 대해 40% 이상의 반덤핑 관세 부과를 시작했다. 정부의 강력한 대응으로 미국 내 중국산 타이어 수입량은 14년 역사적 최고치인 \$1.81bn에서 17년 \$0.29bn으로 대폭 축소됐으며, 미국의 연간 타이어 총 수입량 또한 14년 \$7.68bn에서 17년 \$7.31bn으로 공급과잉이 완화되는 모습을 실현했다.

그러나 최근 반덤핑관세를 피하기 위한 목적으로 중국 타이어 업체들의 미국 현지 생산공장 직접 진출이 구체화되고 있는 중이다. Giti가 500만본 규모의 공장을 17년 가동했고 향후 1,000만본까지의 증설을 계획하고 있으며, Sentury는 1,200만본 규모의 공장을 19년 가동할 예정이다. Triangle 또한 20년을 목표로 600만본 규모 공장 설립을 발표했고, Wanli 또한 같은 규모의 공장 가동을 검토하고 있다.

이제 미국시장의 공급과잉 이슈가 재점화되고 있다. Modern Tire Dealer가 밝힌 미국의 16년 연간 총 생산능력은 2.11억본이며, LMC가 제공한 16년 연간 총 생산은 1.53억본으로 산업 가동률은 72.8%로 산정된다. 중국업체의 현지공장 가동이 시작된 17년 산업 가동률은 늘어난 생산능력 대비 낮은 생산증가로 70.7%로 줄었으며, 18년에는 추가적인 생산능력 증대로 66.8%까지 하락할 예정이다. Mid-high single digit의 YoY CAPA 증가가 이루어지고 있는 가운데, 정체된 산업 수요성장 (16년 +1.7% YoY, 17년 -0.3% YoY, 18년 +0.9% YoY, LMC 전망)으로 생산증가가 이루어지지 못하고 있어 산업 전반의 가동률 하락 추세가 지속될 예정이다.

공급과잉과 경쟁심화로 점철되고 있는 미국 타이어시장에서 한국타이어의 신규 증설 (18년 하반기 가동) 성과에 대해 낙관하기 어렵다고 판단한다.

국내시장, 수입산 타이어의 가파른 점유율 잠식 지속 중

국내 타이어시장 또한 총 수요의 증가는 두드러지지 못한 가운데 최근 새로운 위협에 직면 중이다. 국내 타이어 총 판매 (내수 + 수출)나 내수 판매는 모두 지난 11년 이후 지속적인 저성장 환경에 놓여 있다. 최근 주목할만한 변화는 15년 이후 수입산 타이어의 유입이 가파르게 증가하고 있다는 점이다 (15년 +23.6% YoY, 16년 +10.6% YoY, 17년 +17.7% YoY).

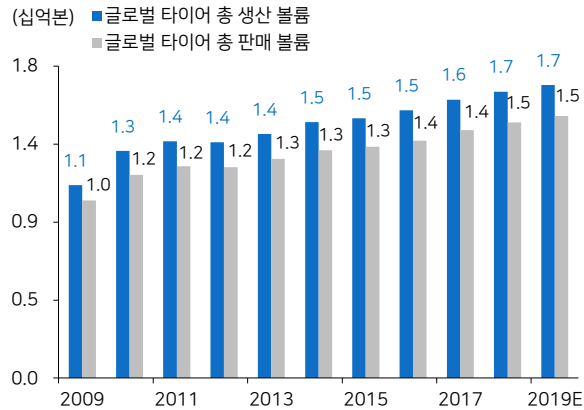
수입산 타이어의 빠른 점유율 잠식은 1) 지난 13년과 14년 성장 폭이 확대됐던 수입산 자동차의 판매증가에 후행하여 RE시장에서 수입산 타이어 점유율이 증가하는 시점이 도래했으며, 2) 현대차그룹의 수입산 타이어 OE 장착 확대 기조 (국내시장 볼륨모델인 그랜저 16년 출시 신차부터 Michelin 장착, Pirelli 18년 이후 현대차 공급확대 발표)가 지속 중이며, 3) 중국발 글로벌 공급과잉 기조 속 성장 동력을 찾는 3rd tier 타이어 업체들의 국내시장 진출이 늘고 있기 때문이다.

시장수요 정체와 경쟁심화가 동반되며 한국타이어와 넥센타이어는 지난해에 이어 올해도 YoY 본사기준 영업이익 하락세를 기록했다. (한국타이어 17년 영업이익 -54.5% YoY, 1Q18 영업이익 -52.8% YoY/ 넥센타이어 17년 영업이익 -18.4% YoY, 1Q18 영업이익 -2.1% YoY). 시장수요의 구조적인 성장세 전환 또는 수입산 타이어의 유입 억제에 이루어지지 못한다면, 본사손익의 하향세가 극복되기는 어려울 전망이다. 최근 한국타이어는 독자적인 판매네트워크였던 티스테이션의 멀티브랜드 전환을 시작했다. 지난해 9월 대만 Cheng Shin Rubber의 Maxxis를 시작으로 올해부터는 Michelin과 Pirelli의 판매가 추가되었다. 이 같은 전략은 판매량 감소와 이에 따른 딜러망 이탈을 막기 위한 자구책으로 판단되며, 실적 관점에서는 매출 방어요인으로 작용할 수 있다. 그러나 생산-유통을 일괄 관리하는 자사 브랜드의 판매가 줄어들고 유통마진 만을 영위할 수 있는 수입산 타이어의 Mix가 늘어나는 것은 수익성 관점에서 악영향을 미칠 가능성이 높다.

부진할 2Q18 실적. 2H18 이후의 유의미한 실적개선 또한 난망

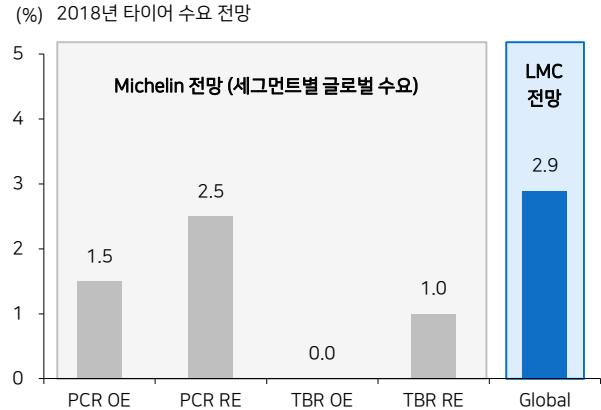
국내시장과 미국시장에서의 손익 악화 지속으로 한국타이어와 넥센타이어의 2Q18 분기 영업이익은 각각 1,933억원 (시장기대치 13.0% 하회), 474억원 (시장기대치 5.7% 하회)으로 부진할 전망이다. 당사는 미국시장의 공급과잉과 국내시장의 경쟁심화가 단기에 해결될 수 없는 구조적 문제점으로 판단하며, 이에 근거해 양사의 18년과 19년 EPS 추정치를 각각 -5.8%, -10.6%/ -6.9%, -16.6% 조정한다. 적정주가 또한 조정 18년 EPS 추정치에 지난 90년대 이후 3년 이상의 매출 저성장기에 적용되었던 1yr forward PER 9.0배를 적용해 (기존 적정주가 산출 방법) 각각 48,000원, 12,000원으로 하향한다.

그림1 공급과잉이 지속 중인 글로벌 타이어 시장



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

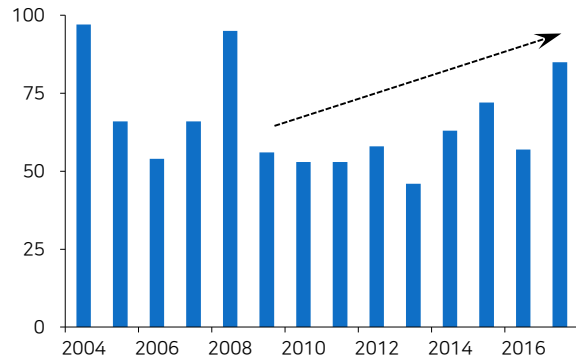
그림2 Michelin과 LMC의 18년 수요전망 2-3%로 낮은 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

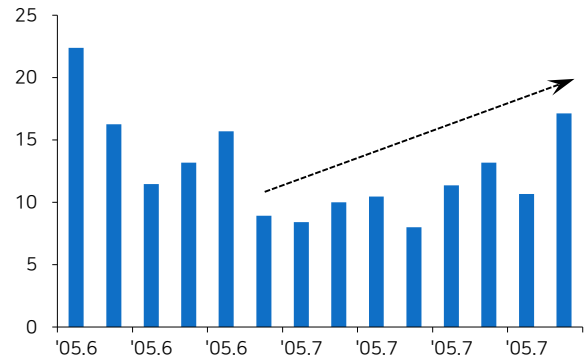
그림3 중국, 더딘 구조조정 진행으로 여전히 많은 적자업체의 출하 지속

(개) ■중국 적자 타이어 업체수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(%) ■중국 적자 타이어 업체 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 중국의 타이어 자국 내 소비요구량 (생산볼륨 + 수입볼륨 - 수출볼륨), 여전히 소매판매를 크게 상회하고 있는 상황

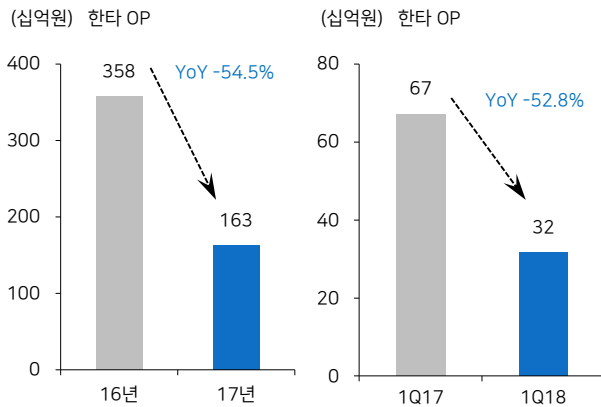
(백만본, %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
중국 타이어 생산볼륨 (a)	656	776	836	894	1,104	1,119	928	950	926
중국의 타이어 수입볼륨 (b)	20	29	31	35	40	49	48	53	56
중국의 타이어 수출볼륨 (c)	302	370	397	414	440	476	445	470	484
중국 타이어 소매판매 (d)	189	232	244	254	279	296	304	337	354
중국 타이어 자국 내 소비 요구 물량 (e = a + b - c)	374	435	469	515	705	692	531	533	499
중국 타이어 현지 재고 (f = e - d)	185	203	225	261	426	396	227	196	145
중국 타이어 재고/소매판매 (g = f / d)	97.7	87.5	92.3	102.7	152.6	133.7	74.7	58.1	40.9
중국 타이어 재고/소비 요구 물량 (h = f / e)	49.4	46.7	48.0	50.7	60.4	57.2	42.8	36.8	29.0

자료: CEIC, Bloomberg, LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

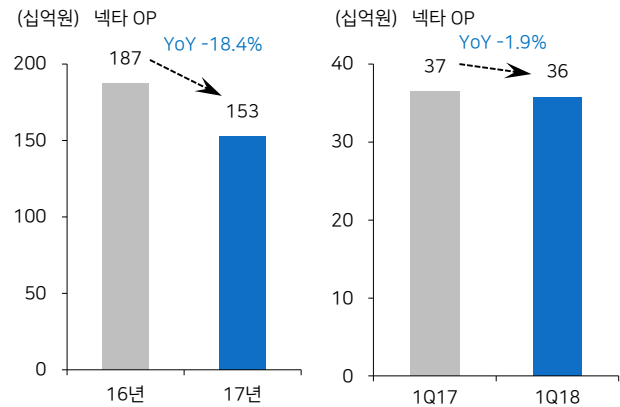
표2 내수시장, 총 수요는 정체된 가운데 수입 타이어 점유율 잠식 심화로 경쟁 치열

(만본,만달러,달러)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
판매	8,897	9,539	9,680	9,872	9,902	9,880	9,590	9,689	9,313
YoY		7.2	1.5	2.0	0.3	-0.2	-2.9	1.0	-3.9
내수	2,259	2,660	2,547	2,505	2,510	2,477	2,412	2,491	2,490
YoY		17.8	-4.2	-1.6	0.2	-1.3	-2.6	3.3	-0.0
수출	6,638	6,878	7,134	7,367	7,258	7,285	7,063	7,065	6,823
YoY		3.6	3.7	3.3	-1.5	0.4	-3.0	0.0	-3.4
수입	504	651	782	759	714	730	902	998	1,175
YoY		29.2	20.1	-2.9	-5.9	2.2	23.6	10.6	17.7
수입액	21,568	31,227	44,437	48,104	47,138	48,588	51,148	59,207	73,669
YoY		44.8	42.3	8.3	-2.0	3.1	5.3	15.8	24.4
수입 ASP	43	48	57	63	66	67	57	59	63
YoY		12.1	18.5	11.5	4.2	0.8	-14.8	4.6	5.7

자료: 타이어산업협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 한타 본사 영업이익 감소세 두드러지고 있음

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 넥타 본사 영업이익 감소세 두드러지고 있음

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 15년을 기점으로 1st tier 및 3rd tier 수입 타이어의 가파른 내수시장 판매증가가 이루어지고 있음 (백만달러,%)

14년			15년			16년			17년			18년 5월 누적		
수입금액		YoY	수입금액		YoY	수입금액		YoY	수입금액		YoY	수입금액		YoY
중국	68	-1.6	중국	61	-10.6	독일	58	43.6	미국	77	54.7	독일	35	35.4
포르투갈	39	-24.0	독일	41	100.8	중국	58	-4.6	독일	66	13.0	일본	32	26.7
일본	37	-17.2	미국	41	102.5	미국	49	20.1	일본	58	49.3	중국	25	4.6
프랑스	23	3.2	포르투갈	41	7.4	포르투갈	43	3.0	중국	57	-1.6	미국	21	-34.9
멕시코	23	4.6	일본	30	-18.2	일본	39	28.8	포르투갈	47	10.0	포르투갈	17	-7.9
독일	20	2.7	프랑스	16	-30.4	태국	20	33.3	슬로바키아	28	56.1	태국	14	86.5
미국	20	-1.5	태국	15	-2.1	슬로바키아	18	253.0	태국	24	22.4	슬로바키아	10	-6.5
태국	15	55.2	루마니아	12	338.7	루마니아	16	26.9	루마니아	19	19.3	스페인	9	103.9
슬로바키아	12	-7.0	체코	10	22.3	프랑스	13	-19.5	체코	17	65.4	루마니아	9	21.1
체코	8	164.5	멕시코	10	-53.9	체코	10	6.0	스페인	16	177.0	체코	8	55.1
이탈리아	6	36.2	헝가리	6	21.8	캐나다	10	322.0	캐나다	16	65.4	캐나다	5	17.6
스페인	6	158.5	이탈리아	6	9.6	스페인	6	22.7	인도네시아	11	72.3	이탈리아	5	59.9
헝가리	5	29.7	스페인	5	-18.8	인도네시아	6	81.1	이탈리아	9	74.5	프랑스	4	60.9
루마니아	3	11.8	슬로바키아	5	-56.3	이탈리아	5	-17.6	프랑스	7	-47.0	영국	3	432.6
폴란드	3	-8.4	인도네시아	3	41.9	멕시코	5	-53.9	영국	4	157.2	헝가리	2	61.3
인도네시아	2	-39.4	캐나다	2	29.2	폴란드	3	22.5	헝가리	4	19.4	폴란드	2	30.6
캐나다	2	-44.7	베트남	2	431.9	헝가리	3	-43.3	폴란드	4	26.1	말레이시아	2	200.4
영국	1	13.0	폴란드	2	-16.5	영국	2	18.3	말레이시아	2	123.2	인도네시아	2	-54.3
베트남	0	163.1	영국	1	16.9	터키	2	115.9	멕시코	2	-63.7	멕시코	1	23.5
터키	0	31.9	터키	1	74.0	필리핀	1	3,595.3	터키	2	-4.1	터키	1	-2.2
기타	2	50.0	기타	4	100.0	기타	3	-25.0	기타	5	66.7	기타	2	-60.0
TOTAL	295	-1.8	TOTAL	314	6.5	TOTAL	370	17.6	TOTAL	475	28.4	TOTAL	209	14.9

자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 덤핑관세 회피 목적의 중국계 타이어 업체를 포함한 글로벌 타이어 업체들, 미국 내 신 공장 설립 및 증설 추진 중

	업체	발표시기	신/증설	투자금액	CAPA	완공시기
중국계	Giti	2014	신공장	5.6억달러	5 million / 추후 10 million 까지 증설가능	2017
	Sentury Tire	2016	신공장	4.3-5.3억달러	12 million / PCR	2019
	Triangle	17.11	신공장	3억달러	5 million / PCR	2020-2021
		17.11	신공장	2.8억달러	1 million / TBR	2020-2023
	Wanli	17.06	신공장	10억달러	6 million	보류
기타	Nokian Tyres	17.09	신공장	3.6억달러	4 million (2022년 기준)	2020
	Bridgestone	17.01	증설	1.8억달러	32,000 per day → 35,000 per day로 증설	2018
	Continental	15.09	증설	5억달러	4 million / 2021년까지 4백만에서 8백만까지 증설	2021
	Continental	16.02	신공장	15억달러	0.75 million / TBR	2019
	Goodyear	16.06	증설	0.3억달러	65,000 per day로 증설	N/A
	Sumitomo	16.08	증설	0.87억달러	5,000 per day → 10,000 per day로 증설 / PCR	2019

자료: 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 이에 따라 이미 저조한 미국 공장 가동률은 추가적으로 낮아질 가능성 확대

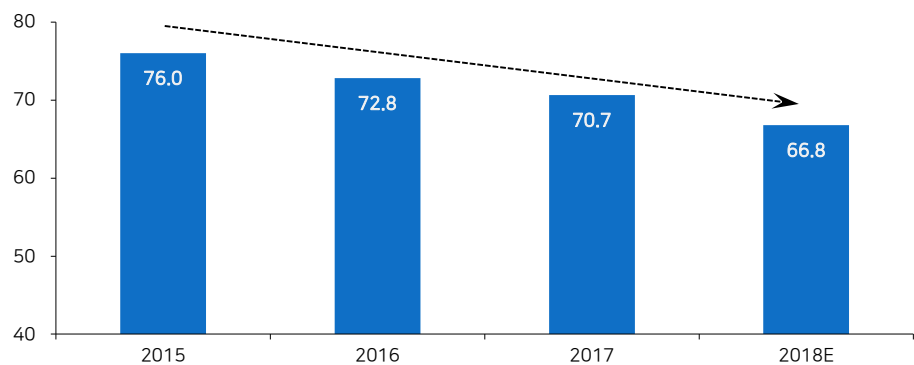
	2015	2016	2017	2018E
미국 PCR 생산	15,258	15,344	15,618	16,243
미국 PCR 생산 YoY 증감률		0.6	1.8	4.0
미국 PCR CAPA	20,069	21,073	22,105	24,316
미국 PCR CAPA YoY 증감률		5.0	4.9	10.0
미국 PCR 타이어 공장 가동률	76.0	72.8	70.7	66.8

주: 미국 CAPA, 산업자료에 기반하여 당사 추정

자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 제한된 수요성장 속 신규 생산공장 확대로 산업 전반의 가동률 하락세 지속 중

(%) ■ 미국 PCR 타이어 공장 가동률

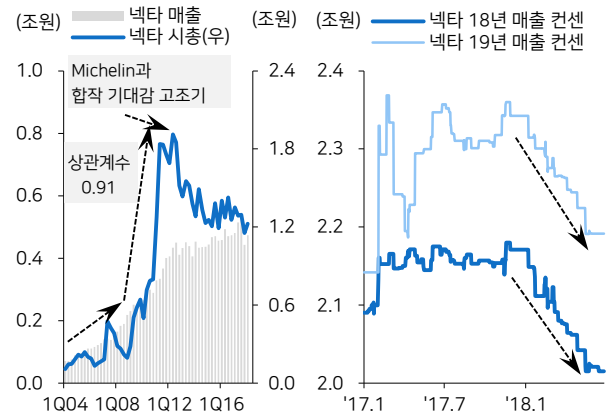


자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 타이어 업종의 기업가치 동행지표는 매출, 17년 이후 매출 컨센서스는 제한적 수요성장과 경쟁심화로 지속적인 우하향 추세



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 한타 2Q18 실적, 내수 및 미국 경쟁심화에 따른 수익성 악화로 시장기대치 하회 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,695.9	1,666.9	1.7	1,609.1	5.4	1,731.6	-2.1
영업이익	193.3	204.6	-5.5	184.8	4.6	222.1	-13.0
세전이익	208.5	212.7	-1.9	185.3	12.6	226.3	-7.8
지배순이익	158.2	175.5	-9.9	153.3	3.2	175.3	-9.7

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 18년 및 19년 순이익, 시장기대치를 각각 10.7%, 15.2% 하회할 예정

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,837.5	7,031.8	-2.8	7,232.4	7,493.6	-3.5
영업이익	817.5	918.7	-11.0	842.6	1,013.5	-16.9
세전이익	853.8	939.6	-9.1	885.9	1,053.8	-15.9
순이익	655.6	733.9	-10.7	698.7	824.3	-15.2
영업이익률 (%)	12.0	13.1	-1.1%p	11.7	13.5	-1.9%p
세전이익률 (%)	12.5	13.4	-0.9%p	12.2	14.1	-1.8%p
순이익률 (%)	9.6	10.4	-0.8%p	9.7	11.0	-1.3%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 내수 및 미국시장의 경쟁강도 격화를 반영해 18년 및 19년 이익추정치 하향

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	6,812.9	6,837.5	7,232.4
매출액 - 기존 추정	6,812.9	6,843.7	7,361.8
% change	0.0%	-0.1%	-1.8%
영업이익 - 신규 추정	793.4	817.5	842.6
영업이익 - 기존 추정	793.4	897.2	974.2
% change	0.0%	-8.9%	-13.5%
세전이익- 신규 추정	743.0	853.8	885.9
세전이익- 기존 추정	743.0	915.6	999.2
% change	0.0%	-6.7%	-11.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	599.1	655.6	698.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	599.1	695.6	781.4
% change	0.0%	-5.8%	-10.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,836	5,292	5,641
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,836	5,615	6,308
% change	0.0%	-5.8%	-10.6%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 한타 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,639.2	1,666.9	1,824.5	1,682.3	1,609.1	1,695.9	1,797.9	1,734.5	6,812.9	6,837.5	7,232.4
(% YoY)	0.8	-3.5	10.1	4.5	-1.8	1.7	-1.5	3.1	2.9	0.4	5.8
타이어	1,612.8	1,640.8	1,803.1	1,643.1	1,537.5	1,656.1	1,745.6	1,720.6	6,699.8	6,659.7	7,044.4
(% YoY)	3.2	-2.6	12.3	-2.0	-4.7	0.9	-3.2	4.7	2.6	-0.6	5.8
판매볼륨 (천본)	25,091	25,544	25,043	24,216	24,258	26,111	25,722	25,710	99,894	101,802	107,717
(% YoY)	5.3	0.5	3.8	-5.8	-3.3	2.2	2.7	6.2	0.9	1.9	5.8
ASP (원)	63,286	60,824	71,749	68,513	63,821	63,424	67,863	66,922	67,069	65,419	65,398
(% YoY)	-5.1	-8.1	9.4	6.7	0.8	4.3	-5.4	-2.3	2.2	-2.5	0.0
기타	26.4	26.1	21.4	39.3	71.6	39.9	52.4	13.9	113.1	177.7	188.0
(% YoY)	-57.8	-38.9	-58.7	-159.1	171.8	52.9	145.0	-64.7	25.1	57.2	5.8
OP	232.2	204.6	217.1	139.4	184.8	193.3	232.4	207.0	793.4	817.5	842.6
(% YoY)	-7.5	-34.0	-28.3	-41.7	-20.4	-5.5	7.0	48.4	-28.1	3.0	3.1
RP	206.8	212.7	224.6	98.9	185.3	208.5	232.5	227.5	743.0	853.8	885.9
(% YoY)	-16.3	-31.6	-17.0	-62.5	-10.4	-1.9	3.5	130.0	-32.0	14.9	3.8
NP	167.5	175.5	170.5	85.5	153.3	158.2	176.4	172.6	599.1	660.6	698.7
(% YoY)	-14.4	-33.6	-17.4	-58.6	-8.5	-9.9	3.5	101.8	-31.4	10.3	5.8
이익률 (%)											
OP margin	14.2	12.3	11.9	8.3	11.5	11.4	12.9	11.9	11.6	12.0	11.7
RP margin	12.6	12.8	12.3	5.9	11.5	12.3	12.9	13.1	10.9	12.5	12.2
NP margin	10.2	10.5	9.3	5.1	9.5	9.3	9.8	10.0	8.8	9.7	9.7
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,738	1,754	1,752	1,726	1,740	1,757
NR Input cost	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,608	1,620	1,630	1,815	1,628	1,650
SR Input cost	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,040	2,100	2,080	2,190	2,063	2,060

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표10 18년 EPS 추정치에 저성장기 Trading PER 9.0배 적용, 적정주가 48,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 3년이상 매출 저성장기 밸류에이션	9.0배
한국타이어 2018E EPS (원, b)	5,292원
Fair Value (원, c = a x b)	47,629원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	48,000원
현재 주가 (7월 3일 기준 증가)	40,400원
괴리율 (%)	19.1%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어(161390)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,621.8	6,812.9	6,837.5	7,232.4	7,381.5
매출액증가율 (%)	3.0	2.9	0.4	5.8	2.1
매출원가	4,045.0	4,492.4	4,582.9	4,869.8	4,974.6
매출총이익	2,576.7	2,320.5	2,254.5	2,362.6	2,406.9
판매관리비	1,473.5	1,527.0	1,437.0	1,520.1	1,551.9
영업이익	1,103.2	793.4	817.5	842.6	855.0
영업이익률	16.7	11.6	12.0	11.7	11.6
금융손익	-21.6	-46.9	-48.2	-29.5	-12.4
종속/관계기업손익	44.9	36.1	39.5	41.4	43.5
기타영업외손익	33.9	-71.9	45.0	31.3	32.0
세전계속사업이익	1,160.4	710.6	853.8	885.9	918.1
법인세비용	213.3	136.6	197.2	186.0	192.8
당기순이익	947.0	574.1	656.6	699.9	725.3
지배주주지분 순이익	872.9	599.1	660.6	698.7	724.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,217.8	851.7	827.7	874.7	1,011.6
당기순이익(손실)	879.1	606.5	656.6	699.9	725.3
유형자산상각비	489.0	531.4	555.9	572.6	589.7
무형자산상각비	13.9	17.8	19.1	20.3	21.4
운전자본의 증감	-236.6	-370.3	-400.5	-402.9	-292.7
투자활동 현금흐름	-740.0	-344.3	-891.3	-737.7	-896.6
유형자산의증가(CAPEX)	-722.7	-472.3	-600.0	-600.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	-22.9	-7.1	-18.4	-13.3	-12.2
재무활동 현금흐름	-649.7	-281.7	177.5	-17.3	-21.8
차입금의 증감	-770.5	-210.2	149.8	19.4	20.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-172.0	228.8	126.3	119.7	93.2
기초현금	637.4	465.3	694.2	820.5	940.2
기말현금	465.3	694.2	820.5	940.2	1,033.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,293.1	3,534.4	4,046.9	4,533.3	4,892.7
현금및현금성자산	465.3	694.2	820.5	940.2	1,033.4
매출채권	1,058.4	1,157.7	1,367.5	1,518.8	1,623.9
재고자산	1,436.3	1,494.4	1,572.6	1,735.8	1,808.5
비유동자산	6,328.9	5,984.3	6,202.2	6,436.5	6,604.7
유형자산	4,699.3	4,317.4	4,404.7	4,443.8	4,479.5
무형자산	146.2	195.5	210.0	223.3	235.4
투자자산	1,102.0	1,117.2	1,162.4	1,301.8	1,328.7
자산총계	9,622.0	9,518.8	10,249.1	10,969.8	11,497.4
유동부채	2,446.8	2,274.0	2,120.9	2,161.9	2,015.3
매입채무	404.9	382.7	369.2	390.5	398.6
단기차입금	868.5	866.4	953.0	981.6	1,011.1
유동성장기부채	383.5	367.7	183.8	174.6	165.9
비유동부채	1,213.7	871.3	1,197.5	1,233.0	1,244.0
사채	809.4	525.1	840.2	857.0	874.1
장기차입금	266.0	214.3	225.0	227.2	229.5
부채총계	3,660.5	3,145.3	3,318.4	3,395.0	3,259.3
자본금	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
자본잉여금	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5
기타포괄이익누계액	-43.4	-199.8	-199.8	-199.8	-199.8
이익잉여금	2,950.6	3,519.0	4,076.2	4,720.3	5,383.7
비지배주주지분	12.1	14.8	14.8	14.8	14.8
자본총계	5,961.5	6,373.5	6,930.7	7,574.8	8,238.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	53,455	54,998	55,196	58,385	59,588
EPS(지배주주)	7,046	4,836	5,292	5,641	5,846
CFPS	13,535	11,396	10,244	10,314	10,530
EBITDAPS	12,965	10,838	11,241	11,588	11,836
BPS	48,027	51,331	55,829	61,029	66,384
DPS	400	400	450	500	500
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.7	8.3	7.6	7.1	6.9
PCR	3.0	3.5	3.9	3.9	3.8
PSR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA	1,606.0	1,342.6	1,392.5	1,435.5	1,466.1
EV/EBITDA	4.2	4.7	4.5	4.3	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	9.7	9.9	9.6	9.2
EBITDA 이익률	24.3	19.7	20.4	19.8	19.9
부채비율	39.0	31.0	31.8	29.6	27.7
금융비용부담률	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2,421.6	1,352.9	1,485.0	1,504.3	1,499.6
매출채권회전율(x)	7.1	6.8	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	4.6	4.6	4.5	4.4	4.2

표11 넥타 2Q18 영업이익, 시장기대치를 5.7% 하회할 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	496.6	514.1	-3.4	473.8	4.8	508.8	-2.4
영업이익	47.4	43.6	8.7	32.0	47.9	50.2	-5.7
세전이익	45.5	39.9	14.2	34.9	30.3	47.5	-4.1
지배순이익	34.5	29.3	17.5	25.3	36.2	36.0	-4.1

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 글로벌 공급과잉과 경쟁심화로 넥타 18년/19년 이익추정치 시장기대치 하회 예상

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,978.2	2,014.9	-1.8	2,087.7	2,191.5	-4.7
영업이익	171.9	190.0	-9.5	180.5	220.3	-18.1
세전이익	163.9	178.2	-8.0	170.5	202.6	-15.8
순이익	126.7	136.2	-6.9	131.9	155.4	-15.1
영업이익률 (%)	8.7	9.4	-0.7%ppt	8.6	10.1	-1.4%ppt
세전이익률 (%)	8.3	8.8	-0.6%ppt	8.2	9.2	-1.1%ppt
순이익률 (%)	6.4	6.8	-0.3%ppt	6.3	7.1	-0.8%ppt

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 내수 및 미국 시장 경쟁심화 및 실질가격 하락 반영 18년/19년 이익추정치 하향

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	1,964.8	1,978.2	2,087.7
매출액 - 기존 추정	1,964.8	2,008.1	2,192.8
% change	0.0	-1.5	-4.8
영업이익 - 신규 추정	185.4	171.9	180.5
영업이익 - 기존 추정	185.4	196.1	227.3
% change	0.0	-12.3	-20.6
세전이익- 신규 추정	166.7	163.9	170.5
세전이익- 기존 추정	166.7	177.4	206.1
% change	0.0	-7.6	-17.3
지배주주 순이익 - 신규 추정	125.0	126.7	131.9
지배주주 순이익 - 기존 추정	125.0	136.2	158.2
% change	0.0	-6.9	-16.7
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	1,294	1,312	1,365
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	1,294	1,409	1,637
% change	0.0	-6.9	-16.6

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 넥센타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	481.5	514.1	526.9	442.3	473.8	496.6	517.9	489.9	1,964.8	1,978.2	2,087.7
(% YoY)	5.1	4.2	12.1	-6.6	-1.6	-3.4	-1.7	10.8	3.7	0.7	5.5
타이어	469	498	518	432	465	487	510	480	1,917	1,942	2,049
(% YoY)	3.7	3.0	12.5	-6.0	-0.7	-2.4	-1.6	11.1	3.3	1.3	5.5
판매볼륨 (천본)	9,766	10,407	9,934	9,225	9,726	10,000	10,258	9,637	39,332	39,621	41,267
(% YoY)	9.0	5.0	2.4	-8.3	-0.4	-3.9	3.3	4.5	1.8	0.7	4.2
ASP (원)	48,993	51,037	51,815	51,155	48,879	48,669	49,688	49,823	50,752	49,630	49,651
(% YoY)	-4.5	1.2	5.2	0.9	-0.2	-4.6	-4.1	-2.6	0.7	-2.2	0.0
기타	13	16	9	10	9	10	8	10	48	37	39
(% YoY)	113.8	68.3	-8.7	-25.1	-32.1	-37.0	-6.4	-2.6	23.7	-22.7	5.5
OP	48.8	43.6	47.7	45.4	32.0	47.4	47.3	45.3	185.4	171.9	180.5
(% YoY)	-15.8	-37.4	-27.1	-17.7	-34.3	8.7	-0.9	-0.3	-25.2	-7.3	5.0
RP	40.4	39.9	51.4	35.0	34.9	45.5	50.0	33.4	166.7	163.9	170.5
(% YoY)	-25.6	-31.1	-4.0	-30.9	-13.5	14.2	-2.8	-4.6	-23.0	-1.7	4.0
NP	29.2	29.3	41.5	24.9	25.3	34.5	41.0	26.4	125.0	126.7	131.9
(% YoY)	-29.5	-32.2	-10.4	-41.7	-13.4	17.5	-1.1	6.1	-28.1	1.4	4.0
이익률 (%)											
OP margin	10.1	8.5	9.1	10.3	6.8	9.5	9.1	9.2	9.4	8.7	8.6
RP margin	8.4	7.8	9.8	7.9	7.4	9.2	9.7	6.8	8.5	8.3	8.2
NP margin	6.1	5.7	7.9	5.6	5.3	6.9	7.9	5.4	6.4	6.4	6.3
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,757	1,830	1,669	1,646	1,651	1,683	1,735	1,751	1,734	1,705	1,751
NR Input cost	1,782	2,112	1,778	1,613	1,650	1,700	1,710	1,720	1,821	1,695	1,720
SR Input cost	2,502	2,518	2,112	2,124	2,150	2,200	2,400	2,400	2,314	2,288	2,400

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 18년 EPS 추정치에 저성장기 Trading PER 9.0배 적용, 적정주가 12,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 3년이상 매출 저성장기 밸류에이션	9.0배
넥센타이어 2018E EPS (원, b)	1,307원
Fair Value (원, c = a x b)	11,767원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	12,000원
현재 주가 (7월 3일 기준 증가)	10,000원
괴리율 (%)	20.0%

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

넥센타이어(002350)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,894.7	1,964.8	1,978.2	2,087.7	2,125.1
매출액증가율 (%)	3.1	3.7	0.7	5.5	1.8
매출원가	1,207.9	1,327.6	1,353.9	1,431.4	1,454.5
매출총이익	686.8	637.2	624.3	656.3	670.6
판매관리비	438.8	451.8	452.4	475.8	483.3
영업이익	248.0	185.4	171.9	180.5	187.3
영업이익률	13.1	9.4	8.7	8.6	8.8
금융손익	-29.6	-21.2	-9.0	-10.7	-12.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.8	2.5	1.0	0.8	0.6
세전계속사업이익	216.5	166.7	163.9	170.5	175.3
법인세비용	40.6	41.3	36.7	38.2	39.3
당기순이익	176.0	125.4	127.2	132.3	136.0
지배주주지분 순이익	173.8	125.0	126.7	131.9	135.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	383.2	255.1	264.2	243.9	247.3
당기순이익(손실)	176.0	125.4	127.2	132.3	136.0
유형자산상각비	144.8	149.8	152.9	157.9	163.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	21.9	-58.2	-55.3	-69.1	-77.8
투자활동 현금흐름	-126.4	-289.7	-325.2	-227.4	-234.5
유형자산의증가(CAPEX)	-104.6	-283.9	-250.0	-230.0	-210.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.7	-4.5	-4.3	-4.5
재무활동 현금흐름	-237.4	26.0	58.6	0.6	0.3
차입금의 증감	0.0	0.0	-0.9	2.7	2.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	21.2	-10.1	2.7	17.0	13.1
기초현금	104.9	126.1	116.0	118.7	135.7
기말현금	126.1	116.0	118.7	135.7	148.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	847.7	913.5	922.9	1,013.6	1,102.9
현금및현금성자산	126.1	116.0	118.7	135.7	148.8
매출채권	316.6	339.5	342.2	361.2	382.5
재고자산	251.4	270.8	273.0	302.7	318.8
비유동자산	1,770.2	1,880.5	2,041.0	2,114.1	2,162.5
유형자산	1,647.2	1,765.7	1,918.9	1,982.6	2,022.5
무형자산	15.2	19.1	23.2	27.4	31.9
투자자산	36.4	35.5	35.8	37.7	38.4
자산총계	2,617.9	2,794.0	2,963.9	3,127.7	3,265.5
유동부채	560.0	648.2	641.5	666.1	669.7
매입채무	114.7	107.7	104.5	112.7	116.9
단기차입금	117.1	124.9	134.9	137.6	140.4
유동성장기부채	110.4	180.3	180.3	180.3	180.3
비유동부채	855.2	806.9	866.9	885.2	895.4
사채	249.7	149.9	149.9	149.9	149.9
장기차입금	360.3	408.1	469.3	478.7	488.2
부채총계	1,415.2	1,455.1	1,508.3	1,551.3	1,565.1
자본금	53.5	54.1	54.1	54.1	54.1
자본잉여금	51.3	67.4	67.4	67.4	67.4
기타포괄이익누계액	22.9	13.6	13.6	13.6	13.6
이익잉여금	1,068.5	1,203.4	1,320.1	1,440.9	1,564.9
비지배주주지분	9.6	3.4	3.4	3.4	3.4
자본총계	1,202.7	1,338.9	1,455.6	1,576.4	1,700.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	19,651	20,267	20,406	21,535	21,921
EPS(지배주주)	1,802	1,289	1,307	1,360	1,398
CFPS	4,518	3,822	3,328	3,228	3,354
EBITDAPS	4,074	3,458	3,351	3,490	3,615
BPS	11,594	12,821	13,940	15,100	16,290
DPS	100	105	110	115	120
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.5	7.8	7.6	7.4	7.2
PCR	2.2	2.6	3.0	3.1	3.0
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA	392.8	335.2	324.8	338.3	350.4
EV/EBITDA	4.0	4.9	3.0	2.8	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	9.9	9.1	8.7	8.3
EBITDA 이익률	20.7	17.1	16.4	16.2	16.5
부채비율	69.6	64.5	64.2	60.0	56.4
금융비용부담률	1.3	1.0	1.1	1.0	1.0
이자보상배율(x)	988.3	948.2	812.1	841.7	862.4
매출채권회전율(x)	6.0	6.0	5.8	5.9	5.7
재고자산회전율(x)	7.5	7.5	7.3	7.3	6.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국타이어 (161390) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.11	산업브리프	Hold	51,000	김준성	2.3	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	-1.6	3.3	
2017.11.06	기업브리프	Hold	57,000	김준성	-5.9	5.4	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	53,000	김준성	-15.5	-10.6	
2018.07.04	산업브리프	Trading Buy	48,000	김준성	-	-	

넥센타이어 (002350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.11	산업브리프	Hold	13,000	김준성	6.6	16.9	
2016.10.18	산업브리프	Hold	13,000	김준성	6.4	16.9	
2016.11.16	산업분석	Hold	13,000	김준성	5.8	16.9	
2017.04.05	산업분석	Hold	13,000	김준성	5.8	16.9	
2017.04.18		1년 경과			4.3	7.3	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	16,000	김준성	-17.8	-16.3	
2017.10.23	산업브리프	Trading Buy	16,000	김준성	-22.2	-16.3	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	14,000	김준성	-21.1	-13.2	
2018.07.04	산업브리프	Trading Buy	12,000	김준성	-	-	