

2019. 4. 16



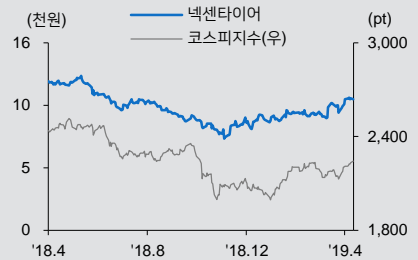
▲ 자동차/타이어  
Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

### Trading Buy

적정주가 (12개월)	12,000 원
현재주가 (4.15)	10,900 원
상승여력	10.1%
KOSPI	2,242.88pt
시가총액	10,646억원
발행주식수	9,767만주
유동주식비율	31.47%
외국인비중	12.56%
52주 최고/최저가	12,850원/7,620원
평균거래대금	11.8억원
주요주주(%)	
넥센 외 2 인	66.99
국민연금	7.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	26.0	-10.3
상대주가	3.2	20.5	-1.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,964.8	185.4	125.0	1,289	-28.5	12,821	8.5	0.9	4.9	9.9	64.5
2018	1,984.0	182.4	103.6	1,060	-17.7	13,678	10.3	0.8	6.0	7.5	83.7
2019E	2,075.1	189.6	116.7	1,195	12.7	14,699	9.1	0.7	5.8	7.9	79.1
2020E	2,175.5	202.6	126.0	1,290	8.0	15,808	8.5	0.7	5.5	7.9	74.7
2021E	2,216.9	202.4	123.3	1,262	-2.1	16,891	8.6	0.6	5.5	7.2	71.0

# 넥센타이어 002350

## 신 공장 가동으로 고정비 부담 증가

- ✓ 2Q19부터 체코공장의 실가동 및 연결손익 반영 시작. 신 공장 가동이 연결손익에 플러스로 작용하기 위해서는 증가되는 CAPA만큼의 새로운 수요처 확보가 필요
- ✓ 그러나 공급과잉/ 경쟁심화로 접철된 주요시장의 수요상황을 고려한다면 증설 물량만큼의 신규 수요 확보는 어려워 보이며, 1) 체코공장 초기 적자반영, 2) 생산 물량 이전에 따른 국내 및 중국공장의 가동을 하락이 실적 악화 부담으로 이어질 전망
- ✓ 기존 투자의견 Trading Buy, 적정주가 12,000원을 유지

### 2Q19 체코공장 가동 개시 → 제한적 불륨성장 환경 속 고정비 부담 증가

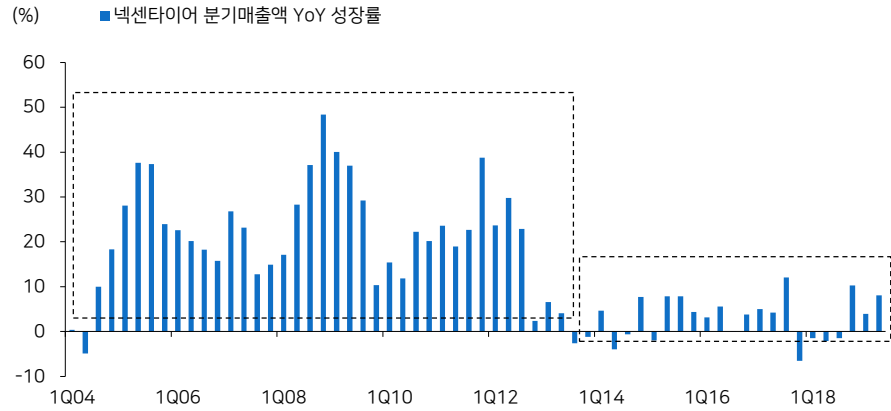
지난 18년 9월 시험가동을 시작했던 체코공장이 오는 2Q19부터 본격적인 실가동 및 연결손익 반영을 시작한다. 기존 계획은 1Q19 중 가동을 개시해 19년 연간 350만본을 생산할 예정이었으나, 2Q19로 시점이 연기되며 올해 생산량은 250만대에 그칠 전망이다. 체코공장은 연간 CAPA 1,200만대로 설계되었으나 실제 운영 CAPA는 연간 400만대 수준이며, 주요시장의 경쟁심화 및 공급과잉 지속으로 생산설비 확장운영은 현재 계획되어 있지 않다. 2Q19부터 투자비 상각이 분기당 60~70억원씩 반영될 예정이며, 19년 연간 영업적자 약 -200억원 수준이 예상된다.

신 공장 가동이 연결손익에 플러스로 작용하기 위해서는 증가되는 CAPA만큼의 새로운 수요처 확보가 필요하다. 신 공장의 경우 생산 안전성 점검 전까지는 OE 계약 확보가 어려워 RE 대응만이 가능하다는 점을 고려하면, 동사는 1) 유럽 RE 판매 증가를 실현하거나, 2) 늘어날 현지 생산만큼 가동률이 줄어든 국내/중국 (양산 500만본, 창녕 330만본, 중국 300만본, 유럽 RE로 수출) 공장의 신규 공급처를 찾아야 한다. 그러나 현재 주요시장의 수요상황을 고려한다면 증설 물량만큼의 신규 수요처 확보는 어려워 보이며, 1) 체코공장의 초기 적자반영, 2) 국내 및 중국공장의 가동을 하락 및 원가율 상승으로 실적 악화 부담이 가중될 수 있다.

### 매출 정체 (7년 연속 5% 이하 매출 성장)에 따른 Value Trap 국면 지속

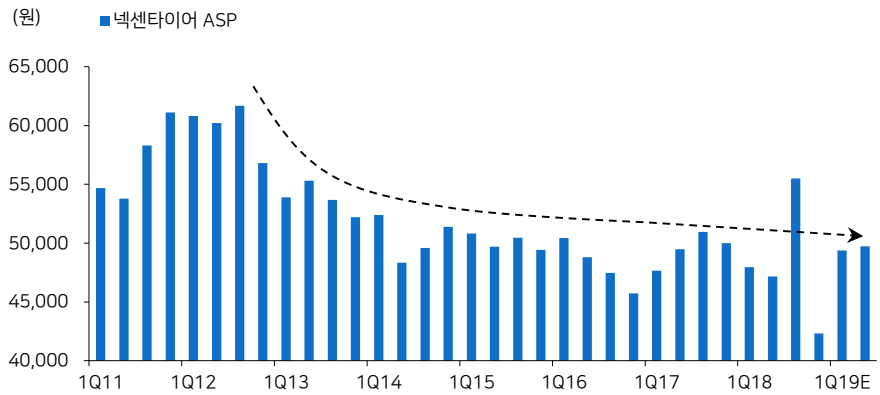
역사적으로 타이어 업종은 매출성장 국면에서 밸류에이션 및 기업가치 확장을 누렸으며, 매출 정체/하강 국면에서는 반대의 상황이 발현되었다. 신 공장 가동이 유의미한 매출증가로 이어지기 어려운 수요환경이 지속되고 있으며, 오히려 원가부담으로 작용할 수 있는 현재 동사에 대한 공격적인 투자의견 개진은 어렵다고 판단한다. 기존 Trading Buy 투자의견과 12,000원의 적정주가를 유지한다.

그림1 넥센타이어 매출 정체 국면 7년째 지속 중



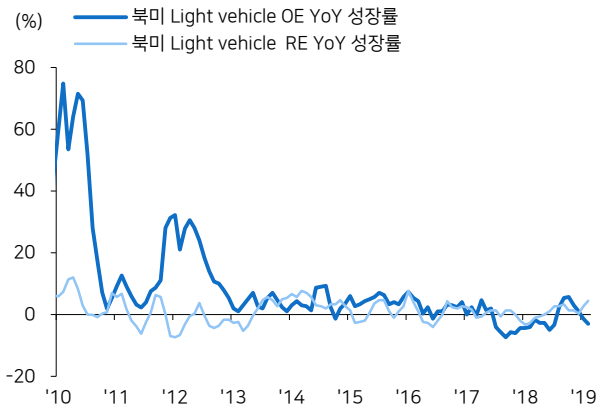
자료: 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

그림2 이 같은 매출 정체는 수요 부진 속 경쟁 심화에 따른 가격 하락 압력 증가에 따른 결과

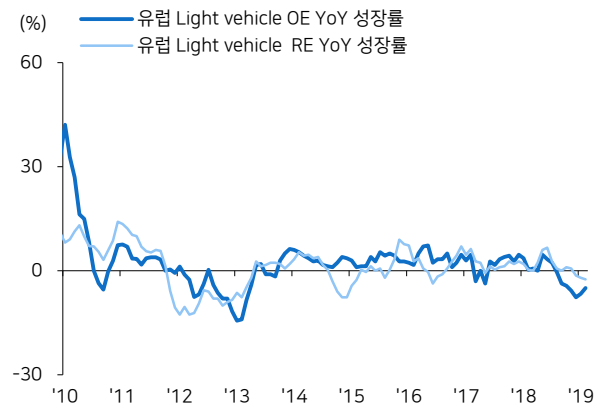


자료: 넥센타이어, 메리츠증권 리서치센터

그림3 북미/ 유럽/ 중국 등 주요 시장의 수요 성장 정체 및 감소세 지속

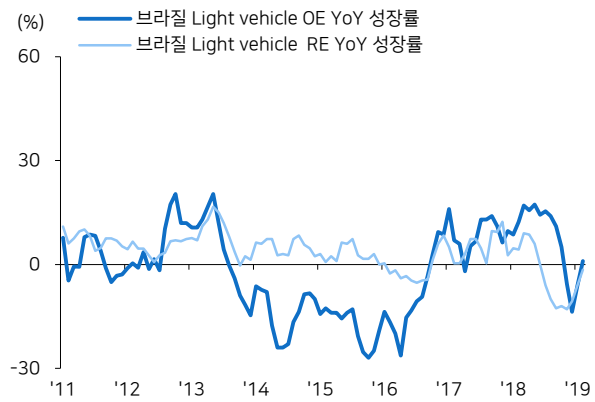


자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터

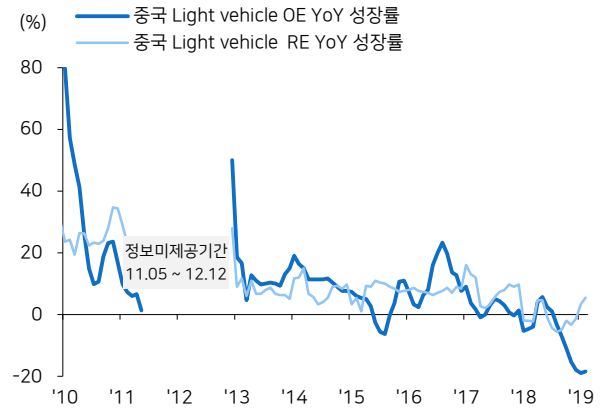


자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 정체된 수요환경 속 공급과잉 및 경쟁심화로 수익성 악화 지속



자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 낮아진 기대치에 부합하는 1Q19 분기 실적 전망

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	492.4	473.8	3.9	487.9	0.9	497.6	-1.0
영업이익	47.4	32.0	48.1	52.1	-9.0	45.8	3.5
세전이익	43.7	34.9	25.1	43.6	0.2	41.8	4.5
지배순이익	32.5	25.3	28.3	28.9	12.5	31.5	3.3
영업이익률 (%)	9.6	6.8		10.7		9.2	
세전이익률 (%)	8.9	7.4		8.9		8.4	
순이익률 (%)	6.6	5.3		5.9		6.3	

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19년 및 20년 시장 기대치를 하회하는 연간 실적 예상

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,075.1	2,099.9	-1.2	2,175.5	2,212.2	-1.7
영업이익	189.6	192.9	-1.7	202.6	207.1	-2.2
세전이익	154.8	168.1	-7.9	167.1	180.8	-7.6
순이익	116.7	123.7	-5.7	126.0	132.4	-4.9
영업이익률 (%)	9.1	9.2	-0.1p	9.3	9.4	0.0p
세전이익률 (%)	7.5	8.0	-0.5p	7.7	8.2	-0.5p
순이익률 (%)	5.6	5.9	-0.3p	5.8	6.0	-0.2p

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 신 공장 가동에 따른 고정비 부담 증가를 반영해 기존 실적 추정치를 소폭 조정

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	1,984.0	2,075.1	2,175.5
매출액 - 기존 추정	1,984.0	2,076.9	2,177.9
% change	0.0	-0.1	-0.1
영업이익 - 신규 추정	182.4	189.6	202.6
영업이익 - 기존 추정	182.4	193.4	203.4
% change	0.0	-2.0	-0.4
세전이익 - 신규 추정	148.6	154.8	167.1
세전이익 - 기존 추정	148.6	157.0	168.0
% change	0.0	-1.4	-0.5
지배주주 순이익 - 신규 추정	103.6	116.7	126.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	103.6	119.1	127.1
% change	0.0	-2.1	-0.9
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	1,060	1,195	1,290
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	1,060	1,220	1,302
% change	0.0	-2.1	-0.9

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원, 천본)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>473.8</b>	<b>503.3</b>	<b>519.0</b>	<b>487.9</b>	<b>492.4</b>	<b>543.8</b>	<b>543.8</b>	<b>495.2</b>	<b>1,984.0</b>	<b>2,075.1</b>	<b>2,175.5</b>
(% YoY)	-1.6	-2.1	-1.5	10.3	-2.2	4.8	11.5	0.6	1.0	4.6	4.8
타이어	465	493	509	383	483	531	534	484	1,850	2,032	2,131
(% YoY)	-0.7	-1.0	-1.8	-11.4	-2.1	4.4	39.5	0.2	-3.5	9.8	4.8
판매볼륨 (천본)	9,694	10,459	9,170	9,045	9,783	10,683	9,903	10,095	38,368	40,464	41,998
(% YoY)	-1.4	3.8	-9.8	4.6	-6.5	16.5	9.5	3.2	-0.9	5.5	3.8
ASP (원)	48,879	50,100	54,154	47,028	49,375	49,727	53,931	47,946	50,140	50,859	50,731
(% YoY)	-0.2	-1.8	4.5	-8.1	-1.4	-8.2	14.7	-2.9	-1.2	1.4	-0.3
기타	9	10	10	105	9	13	10	11	134	43	45
(% YoY)	-32.1	-36.7	13.6	948.9	-5.5	25.4	-90.8	19.4	181.6	-68.0	4.8
<b>OP</b>	<b>32.0</b>	<b>46.1</b>	<b>52.2</b>	<b>52.1</b>	<b>47.4</b>	<b>51.3</b>	<b>48.8</b>	<b>42.1</b>	<b>182.4</b>	<b>189.6</b>	<b>202.6</b>
(% YoY)	-34.3	5.9	9.4	14.8	2.8	-1.7	-6.4	-11.3	-1.6	3.9	6.9
<b>RP</b>	<b>34.9</b>	<b>30.2</b>	<b>39.8</b>	<b>43.6</b>	<b>43.7</b>	<b>37.6</b>	<b>40.1</b>	<b>33.4</b>	<b>148.6</b>	<b>154.8</b>	<b>167.1</b>
(% YoY)	-13.5	-24.3	-22.6	24.5	44.8	-5.6	-8.1	-23.7	-10.9	4.2	8.0
<b>NP</b>	<b>25.3</b>	<b>20.7</b>	<b>28.6</b>	<b>28.9</b>	<b>32.5</b>	<b>27.4</b>	<b>32.0</b>	<b>24.8</b>	<b>103.6</b>	<b>116.7</b>	<b>126.0</b>
(% YoY)	-13.4	-29.3	-31.0	16.0	56.7	-4.4	11.0	-23.7	-17.1	12.7	8.0
<b>이익률 (%)</b>											
OP margin	6.8	9.2	10.1	10.7	9.6	9.4	9.0	8.5	9.2	9.1	9.3
RP margin	7.4	6.0	7.7	8.9	8.9	6.9	7.4	6.7	7.5	7.5	7.7
NP margin	5.3	4.1	5.5	5.9	6.6	5.0	5.9	5.0	5.2	5.6	5.8
<b>재료비 가정 (톤/달러)</b>											
Blended input cost	1,638	1,693	1,729	1,709	1,597	1,629	1,637	1,660	1,615	1,631	1,644
NR Input cost	1,541	1,515	1,448	1,397	1,450	1,499	1,501	1,500	1,475	1,488	1,500
SR Input cost	2,071	2,111	2,216	2,169	2,150	2,200	2,200	2,250	2,142	2,200	2,250

자료: 넥센타이어, 메리츠증권리서치센터

## 넥센타이어 (002350)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,964.8</b>	<b>1,984.0</b>	<b>2,075.1</b>	<b>2,175.5</b>	<b>2,216.9</b>
매출액증가율 (%)	3.7	1.0	4.6	4.8	1.9
매출원가	1,327.6	1,422.2	1,472.9	1,538.0	1,570.2
매출총이익	637.2	561.8	602.2	637.5	646.7
판매관리비	451.8	379.3	412.7	434.9	444.3
<b>영업이익</b>	<b>185.4</b>	<b>182.4</b>	<b>189.6</b>	<b>202.6</b>	<b>202.4</b>
영업이익률	9.4	9.2	9.1	9.3	9.1
금융손익	-21.2	-30.1	-30.8	-31.1	-34.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	-3.7	-4.0	-4.4	-4.8
세전계속사업이익	166.7	148.6	154.8	167.1	163.6
법인세비용	41.3	45.1	38.1	41.2	40.3
<b>당기순이익</b>	<b>125.4</b>	<b>103.5</b>	<b>116.7</b>	<b>125.9</b>	<b>123.3</b>
지배주주지분 순이익	125.0	103.6	116.7	126.0	123.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>255.1</b>	<b>157.0</b>	<b>247.9</b>	<b>289.8</b>	<b>307.2</b>
당기순이익(손실)	125.4	103.5	116.7	125.9	123.3
유형자산상각비	149.8	149.2	151.1	156.0	162.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-58.2	-175.0	-67.4	-40.0	-29.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-289.7</b>	<b>-451.6</b>	<b>-258.9</b>	<b>-302.5</b>	<b>-313.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-283.9	-484.4	-464.4	-444.4	-424.4
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.2	0.2	-0.5	-0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>26.0</b>	<b>314.8</b>	<b>8.1</b>	<b>8.4</b>	<b>8.7</b>
차입금의 증감	0.0	0.0	1.3	1.3	1.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.1	21.7	-2.8	-4.4	2.5
기초현금	126.1	116.0	137.7	134.9	130.5
기말현금	116.0	137.7	134.9	130.5	133.0

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>913.5</b>	<b>983.5</b>	<b>1,034.6</b>	<b>1,085.6</b>	<b>1,106.2</b>
현금및현금성자산	116.0	137.7	134.9	130.5	133.0
매출채권	339.5	362.9	379.5	391.6	399.0
재고자산	270.8	303.6	300.9	315.4	321.4
<b>비유동자산</b>	<b>1,880.5</b>	<b>2,258.7</b>	<b>2,449.0</b>	<b>2,617.7</b>	<b>2,788.9</b>
유형자산	1,765.7	2,128.6	2,313.6	2,476.1	2,641.9
무형자산	19.1	17.7	17.5	17.9	18.5
투자자산	35.5	44.4	46.5	48.7	49.7
<b>자산총계</b>	<b>2,794.0</b>	<b>3,242.3</b>	<b>3,483.6</b>	<b>3,703.3</b>	<b>3,895.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>648.2</b>	<b>635.0</b>	<b>755.8</b>	<b>828.0</b>	<b>883.7</b>
매입채무	107.7	135.0	112.1	119.7	121.9
단기차입금	124.9	63.0	64.2	65.5	66.8
유동성장기부채	180.3	222.9	222.9	222.9	222.9
<b>비유동부채</b>	<b>806.9</b>	<b>1,179.2</b>	<b>1,193.2</b>	<b>1,225.3</b>	<b>1,248.5</b>
사채	149.9	50.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	408.1	859.2	876.3	893.9	911.7
<b>부채총계</b>	<b>1,455.1</b>	<b>1,814.1</b>	<b>1,949.1</b>	<b>2,053.3</b>	<b>2,132.2</b>
<b>자본금</b>	<b>54.1</b>	<b>54.1</b>	<b>54.1</b>	<b>54.1</b>	<b>54.1</b>
자본잉여금	67.4	67.4	67.4	67.4	67.4
기타포괄이익누계액	13.6	14.9	14.9	14.9	14.9
이익잉여금	1,203.4	1,291.4	1,397.7	1,513.2	1,626.1
비지배주주지분	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>자본총계</b>	<b>1,338.9</b>	<b>1,428.2</b>	<b>1,534.6</b>	<b>1,650.1</b>	<b>1,762.9</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	20,267	20,313	21,247	22,274	22,698
EPS(지배주주)	1,289	1,060	1,195	1,290	1,262
CFPS	3,822	3,973	3,228	3,376	3,450
EBITDAPS	3,458	3,396	3,488	3,672	3,734
BPS	12,821	13,678	14,699	15,808	16,891
DPS	100	100	100	100	105
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.5	10.3	9.1	8.5	8.6
PCR	2.9	2.7	3.4	3.2	3.2
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA	335.2	331.7	340.7	358.6	364.7
EV/EBITDA	4.9	6.0	5.8	5.5	5.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.9	7.5	7.9	7.9	7.2
EBITDA 이익률	17.1	16.7	16.4	16.5	16.5
부채비율	64.5	83.7	79.1	74.7	71.0
금융비용부담률	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	948.2	949.2	971.4	1,022.2	1,005.4
매출채권회전율(x)	6.0	5.6	5.6	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	7.5	6.9	6.9	7.1	7.0

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 16일 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)

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	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 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**넥센타이어 (002350) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

