

2019. 11. 15



▲ 자동차/타이어
 Analyst 김준성
 02. 6454-4866
 joonsung.kim@meritz.co.kr
 RA 이다빈
 02. 6454-4882
 dabinn.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **12,000 원**

현재주가 (11.14) **9,600 원**

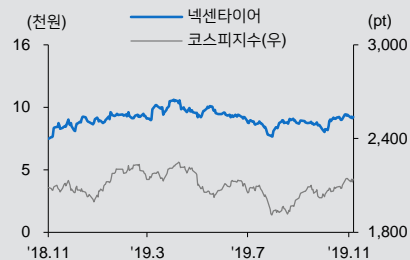
상승여력 **25.0%**

KOSPI	2,139.23pt
시가총액	9,376억원
발행주식수	9,767만주
유동주식비율	32.49%
외국인비중	12.36%
52주 최고/최저가	11,050원/7,970원
평균거래대금	9.3억원

주요주주(%)	
넥센 외 2 인	65.97
국민연금공단	7.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.7	-0.7	20.1
상대주가	6.7	-2.8	17.2

주가그래프



넥센타이어 002350

신규 고객확보 통한 가동률 방어

- ✓ 수요부진, 공급과잉, 경쟁심화 환경 지속에 따른 타이어 업종의 매출 정체국면이 이어지며, 신 공장을 가동하는 동사에 대한 전반적인 가동률 하락 우려가 존재해왔음
- ✓ 그러나 Tier 3 브랜드로서의 포지션을 활용한 미국 도매업체 TBC에 대한 PB 제품 공급계약을 통해 이번 3Q19 동사의 판매볼륨은 +12% 증가하며 가동률 우려를 불식
- ✓ 업종 전반의 매력은 낮아진 상황이나, 동사의 업종 내 상대 매력은 비교우위라고 판단. 투자의견 Buy를 제시하며, 적정주가 12,000원을 유지

미국 신규 공급계약 확보 통해 가동률 하락 우려를 극복

3Q19 매출은 5,351억원 (+3.1% YoY)으로 시장기대치 대비 -4% 하회했다. 타이어 부문 매출은 5,258억원 (+4.9% YoY)으로 판매볼륨이 +12.2% 증가했으며, 판매가격은 -6.5% 하락했다. 미국 도매업체 TBC에 대한 PB 상품 공급과 체코 공장 신규 가동 (8월 본격적인 가동 시작)으로 판매볼륨이 큰 폭으로 증가했다. 다만, 낮은 가격의 PB 상품 공급 확대에 따른 Mix 악화로 판매단가는 전년동기 대비 하락했다.

영업이익은 558억원 (+6.9% YoY)으로 시장기대치를 -11% 하회했다. 영업이익률은 10.4% (+0.3%p YoY)로 10% 내외 수준을 3년째 유지 중이다. 미국공장 가동에 따른 재고 증가 및 가동률 하락이 기록됐던 한국타이어의 사례처럼, 동사에 대해서도 유럽 산업수요 감소 기조 속 체코 공장의 가동으로 국내 공장의 유럽시장에 대한 수출물량 감소 및 가동률 하락에 대한 우려가 존재해왔다. 그러나 미국 TBC에 대한 PB 계약 물량 확보를 통해 유럽 공장의 ramp-up 및 국내 공장의 가동률 유지가 가능해진 상황이다.

어려운 업종 내 상대매력 비교우위

수요 저성장 및 경쟁심화 환경 속 신규 매출처 확보를 통한 가동률 방어가 긍정적이다. 미국 PB 계약물량 확대 기조 (TBC 연 100만대 확보됐으며, 추가 계약 추진 중) 속 유럽 공장의 적자 폭 축소 또한 지속될 예정이다 (유럽 생산물량 19년 150만대, 20년 400만대, 21년 700만대). 업종 전반의 매력은 낮아진 상황이나, 동사의 업종 내 상대 매력은 비교우위라고 판단한다. 투자의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 기존 12,000원을 유지한다.

(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	7.4	0.7	4.6	9.9	64.5
2018	1,984.0	182.4	103.6	1,060	-17.7	13,678	9.1	0.7	5.6	7.5	83.7
2019E	2,074.8	221.1	123.5	1,264	19.2	14,762	7.6	0.7	5.0	8.3	81.5
2020E	2,242.2	228.4	134.6	1,378	9.0	15,957	7.0	0.6	4.9	8.4	76.6
2021E	2,384.6	248.1	144.9	1,484	7.6	17,251	6.5	0.6	4.7	8.4	72.0

표1 유럽 신규 공장 가동에 따른 초기 가동 비용 발생으로 시장 기대치를 하회하는 3Q19 영업이익 실현

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	535.1	519.0	3.1	540.6	-1.0	556.6	-3.9	543.8	-1.6
영업이익	55.8	52.2	6.9	62.9	-11.2	62.4	-10.6	48.8	14.4
세전이익	42.5	39.8	6.6	57.0	-25.5	51.9	-18.2	40.1	5.9
순이익	26.1	28.6	-8.7	39.2	-33.4	37.2	-29.7	32.0	-18.4
영업이익률(%)	10.4	10.1		11.6		11.2		9.0	
세전이익률(%)	7.9	7.7		10.5		9.3		7.4	
순이익률(%)	4.9	5.5		7.3		6.7		5.9	

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 시장 기대치에 부합하는 20년 실적 실현 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,074.8	2,129.8	-2.6	2,242.2	2,261.5	-0.9
영업이익	221.1	224.0	-1.3	228.4	226.4	0.9
세전이익	189.0	192.0	-1.6	195.5	196.9	-0.7
순이익	123.5	132.5	-6.8	134.6	143.8	-6.4
영업이익률 (%)	10.7	10.5	0.1%pt	10.2	10.0	0.2%pt
세전이익률 (%)	9.1	9.0	0.1%pt	8.7	8.7	0.0%pt
순이익률 (%)	6.0	6.2	-0.3%pt	6.0	6.4	-0.4%pt

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 기존 19년 · 20년 EPS 추정 값을 유지

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	1,984.0	2,074.8	2,242.2
매출액 - 기존 추정	1,984.0	2,075.1	2,175.5
% change	0.0	0.0	3.1
영업이익 - 신규 추정	182.4	221.1	228.4
영업이익 - 기존 추정	182.4	209.6	222.6
% change	0.0	5.5	2.6
세전이익 - 신규 추정	148.6	189.0	195.5
세전이익 - 기존 추정	148.6	172.8	187.1
% change	0.0	9.4	4.5
지배주주 순이익 - 신규 추정	103.6	123.5	134.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	103.6	121.7	136.0
% change	0.0	1.5	-1.0
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	1,060	1,264	1,378
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	1,060	1,246	1,392
% change	0.0	1.5	-1.0

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원, 천본)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	473.8	503.3	519.0	487.9	489.4	540.6	535.1	509.6	1,984.0	2,074.8	2,242.2
(% YoY)	-1.6	-2.1	-1.5	10.3	3.3	7.4	3.1	4.5	1.0	4.6	8.1
타이어	466	493	501	494	481	549	508	498	1,953	2,036	2,200
(% YoY)	-0.6	-1.2	-3.2	14.3	3.3	11.5	1.2	0.8	1.9	4.2	8.1
판매볼륨 (천본)	9,694	10,459	9,170	9,045	9,404	10,525	9,568	10,935	38,368	41,240	43,220
(% YoY)	-1.4	3.8	-9.8	4.6	-3.0	0.6	4.3	20.9	-0.9	7.5	4.8
ASP (원)	48,879	48,117	56,691	47,706	51,118	52,192	53,045	45,553	50,140	50,859	50,901
(% YoY)	-0.2	-5.7	9.4	-6.7	4.6	8.5	-6.4	-4.5	-1.2	1.4	0.1
기타	8	11	18	-6	9	-9	28	12	31	39	42
(% YoY)	-36.1	-31.9	100.6	-160.8	-18.4	-149.2	-553.3	32.2	-35.6	27.9	8.1
OP	32.0	46.1	52.2	52.1	48.5	62.9	55.8	54.0	182.4	221.1	228.4
(% YoY)	-34.3	5.9	9.4	14.8	51.3	36.3	6.9	3.6	-1.6	21.2	3.3
RP	34.9	30.2	39.8	43.6	46.2	57.0	42.5	43.3	148.6	189.0	195.5
(% YoY)	-13.5	-24.3	-22.6	24.5	32.1	88.7	6.6	-0.7	-10.9	27.2	3.5
NP	25.3	20.7	28.6	28.9	26.0	39.2	26.1	32.1	103.6	123.5	134.6
(% YoY)	-13.4	-29.3	-31.0	16.0	2.7	89.2	-8.7	11.1	-17.1	19.2	9.0
이익률 (%)											
OP margin	6.8	9.2	10.1	10.7	9.9	11.6	10.4	10.6	9.2	10.7	10.2
RP margin	7.4	6.0	7.7	8.9	9.4	10.5	7.9	8.5	7.5	9.1	8.7
NP margin	5.3	4.1	5.5	5.9	5.3	7.3	4.9	6.3	5.2	6.0	6.0
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,638	1,693	1,729	1,709	1,597	1,629	1,637	1,597	1,615	1,615	1,638
NR Input cost	1,541	1,515	1,448	1,397	1,450	1,500	1,500	1,450	1,475	1,475	1,500
SR Input cost	2,071	2,111	2,216	2,169	2,150	2,200	2,200	2,150	2,142	2,175	2,250

자료: 넥센타이어, 메리츠증권리서치센터

넥센타이어 (002350)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,964.8	1,984.0	2,074.8	2,242.2	2,384.6
매출액증가율 (%)	3.7	1.0	4.6	8.1	6.3
매출원가	1,327.6	1,422.2	1,463.1	1,594.4	1,680.7
매출총이익	637.2	561.8	611.7	647.8	703.9
판매관리비	451.8	379.3	390.5	419.5	455.8
영업이익	185.4	182.4	221.1	228.4	248.1
영업이익률	9.4	9.2	10.7	10.2	10.4
금융손익	-21.2	-30.1	-25.4	-25.7	-30.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	-3.7	-6.7	-7.2	-7.6
세전계속사업이익	166.7	148.6	189.0	195.5	210.5
법인세비용	41.3	45.1	65.2	60.6	65.2
당기순이익	125.4	103.5	123.7	134.9	145.2
지배주주지분 손이익	125.0	103.6	123.5	134.6	144.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	255.1	157.0	324.9	285.6	302.3
당기순이익(손실)	125.4	103.5	123.7	134.9	145.2
유형자산상각비	149.8	149.2	153.5	159.6	158.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-58.2	-175.0	-23.6	-55.7	-53.4
투자활동 현금흐름	-289.7	-451.6	-354.6	-295.1	-303.4
유형자산의증가(CAPEX)	-283.9	-484.4	-284.4	-264.4	-244.4
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.2	-1.1	-2.3	-2.4
재무활동 현금흐름	26.0	314.8	32.5	9.2	9.6
차입금의 증감	0.0	0.0	-13.8	2.1	2.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.1	21.7	-2.9	-0.3	8.5
기초현금	126.1	116.0	137.7	134.9	134.5
기말현금	116.0	137.7	134.9	134.5	143.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	913.5	983.5	1,034.5	1,118.9	1,189.9
현금및현금성자산	116.0	137.7	134.9	134.5	143.1
매출채권	339.5	362.9	379.5	403.6	429.2
재고자산	270.8	303.6	300.8	325.1	345.8
비유동자산	1,880.5	2,258.7	2,315.1	2,303.6	2,303.1
유형자산	1,765.7	2,128.6	2,177.9	2,156.8	2,147.0
무형자산	19.1	17.7	19.3	21.5	23.9
투자자산	35.5	44.4	46.5	50.2	53.4
자산총계	2,794.0	3,242.3	3,349.6	3,422.5	3,493.0
유동부채	648.2	635.0	615.2	523.0	422.5
매입채무	107.7	135.0	112.0	123.3	131.2
단기차입금	124.9	63.0	107.0	109.2	111.4
유동성장기부채	180.3	222.9	222.9	222.9	222.9
비유동부채	806.9	1,179.2	1,193.2	1,233.9	1,270.2
사채	149.9	50.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	408.1	859.2	876.3	893.9	911.7
부채총계	1,455.1	1,814.1	1,808.4	1,756.9	1,692.6
자본금	54.1	54.1	54.1	54.1	54.1
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	1,404.3	1,528.8	1,663.6
비지배주주지분	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
자본총계	1,338.9	1,428.2	1,541.1	1,665.6	1,800.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	20,267	20,313	21,243	22,958	24,415
EPS(지배주주)	1,289	1,060	1,264	1,378	1,484
CFPS	3,822	3,973	3,935	3,495	3,642
EBITDAPS	3,458	3,396	3,836	3,972	4,158
BPS	12,821	13,678	14,762	15,957	17,251
DPS	100	100	100	100	105
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	7.4	9.1	7.6	7.0	6.5
PCR	2.5	2.4	2.4	2.7	2.6
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	335.2	331.7	374.6	387.9	406.1
EV/EBITDA	4.6	5.6	5.0	4.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	7.5	8.3	8.4	8.4
EBITDA 이익률	17.1	16.7	18.1	17.3	17.0
부채비율	64.5	83.7	81.5	76.6	72.0
금융비용부담률	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	948.2	949.2	1,135.6	1,154.8	1,235.2
매출채권회전율(x)	6.0	5.6	5.6	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	7.5	6.9	6.9	7.2	7.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넥센타이어 (002350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

