넥센타이어 (002350.KS)

외형성장 본격화 기대

NH투자증권

Company Note | 2017. 3. 9

2017년 영업이익 감소는 수익성이 정상화되는 과정. 수익성보다는 외형성장 본격화에 따른 장기 성장성 및 Valuation 확장 가능성에 주목. 또한 2018년 체코공장 가동에 따른 성장성 기대. 투자의견 Buy 상향

2018년 체코공장 가동에 따른 성장성

동사에 대한 목표주가를 19,000원(기존 16,000원)으로 높이고 투자의견을 Buy로 상향. 목표주가 산정 시 2017E 목표 PER 12배를 적용. 2017년 영업이익 감소 예상되지만 가격인상 및 2018년 생산능력 증가에 따른 외형성장 본격화가 지난 3년과는 다른 Multiple expansion을 가능케 할 요인

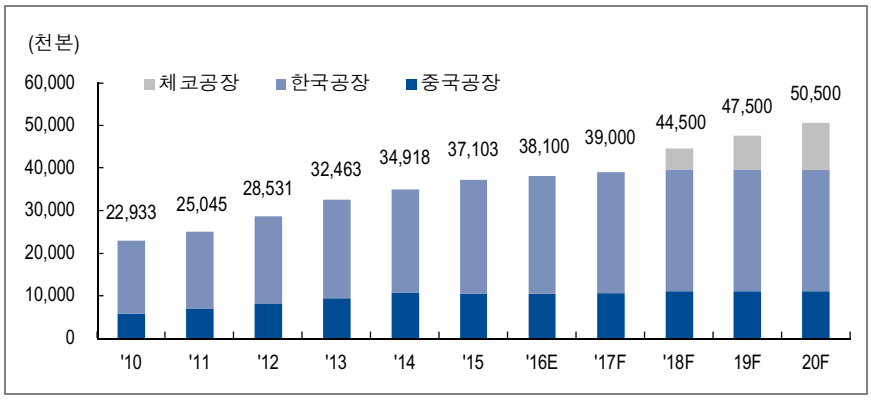
2018년 체코공장 가동 예정. 체코공장 생산능력은 2018년 상반기 약 500만본(현재 글로벌 생산능력 4천만본 대비 약 12.5%) 규모에서 장기적으로 1천만본까지 확대될 전망. 이는 생산능력 증가 외에도 생산지역 다변화를 통한 수익성 확보, 유럽시장 공략 강화라는 관점에서 긍정적인 요인

2017년 수익성은 정상화되는 과정

2017년 영업이익은 2,281억원(-8.0% y-y, 영업이익률 11.3%)으로 감소할 전망이며 분기별로는 3분기까지 영업이익 감소세(y-y) 지속 예상. 다만, 이는 수익성 악화라기보다는 지난 3년간 재료비 하락에 따른 초과마진 상황에서 정상적인 수익성으로 회귀하는 과정. 원자재 가격 상승과정에서 가격인상/제품믹스 개선 등이 수익성 완충요인으로 작용할 전망

중장기 외형성장 및 2018년 성장성 재강화에 따른 Multiple expansion 가능성에 주목할 필요. 전년대비 수익성이 하락하겠지만 가격인상 등으로 인해 2017년 매출액은 최초로 2조원을 넘어설 것으로 예상됨. 또한 2018년 생산능력 증가에 따른 매출액 성장 본격화로 장기 실적 성장세 지속될 것으로 판단함

2018년 체코공장 가동으로 외형성장 가속화



자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (상향)

목표주가	19,000원(상향)
현재가 ('17/03/08)	13,900원
업종	타이어
KOSPI / KOSDAQ	2,095.41 / 605.75
시가총액(보통주)	1,340.2십억원
발행주식수(보통주)	96.4백만주
52주 최고가 ('16/04/14)	15,400원
최저가 ('16/11/25)	12,650원
평균거래대금(60일)	2,212백만원
배당수익률(2017E)	0.72%
외국인지분율	15.9%
주요주주	
넥센 외 2 인	66.2%
국민연금	8.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-1.1	-4.5	0.7
상대수익률 (%p)	-4.1	-5.9	-6.5

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	1,895	2,021	2,358	2,542
증감률	*3.1*	*6.7*	*16.7*	*7.8*
영업이익	248	228	270	290
영업이익률	*13.1*	*11.3*	*11.4*	*11.4*
(지배지분)순이익	174	155	186	201
EPS	1,795	1,603	1,925	2,080
증감률	*38.9*	*-10.7*	*20.1*	*8.0*
PER	7.2	8.7	7.2	6.7
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.8	5.4	4.6	4.2
ROE	15.7	12.3	13.1	12.5
부채비율	117.7	109.0	100.1	90.1
순차입금	588	633	629	552

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Analyst 조수홍
02)768-7604, soohong.cho@nhqv.com

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

수익성 정상화 과정에서 Valuation 확장 가능성 기대

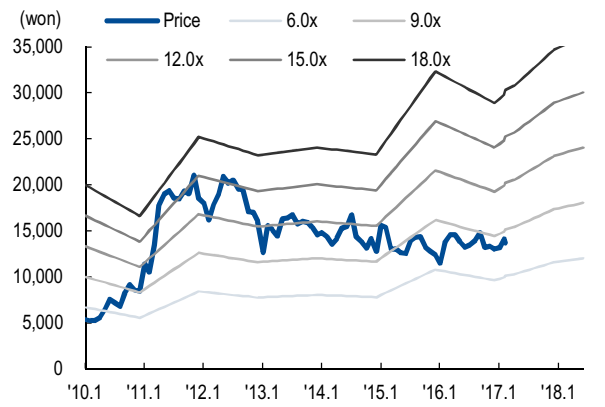
투자의견 Buy 상향: 2018년까지 외형성장 본격화 기대

동사에 대한 목표주가를 19,000원(2017E 목표 PER 12배)으로 올리고 투자의견을 Buy로 상향 조정한다. 2017년 원자재 가격 상승에 따라 영업이익 감소가 예상되지만 그보다는 2018년까지의 외형성장 본격화에 주목할 필요가 있다. 2017년에는 수익성 정상화(하향안정) 과정에서 Valuation도 정상화(상승)될 가능성에 주목할 필요가 있다. 상향된 목표주가는 2018F PER 10배 수준이다.

지난 3년간 영업이익 성장에도 불구하고 동사의 Valuation은 하락했다. 이는 원자재가격 하락에 따라 영업이익률이 2013년 10.2%에서 2016년 13.1%(2016년 2분기 14.1%)로 개선되었지만 타이어 가격 하락 등으로 인해 2013년부터 매출액 성장이 정체되었기 때문이다. 결국, 양호한 영업실적에도 불구하고 초과마진에 대한 우려, 즉 높은 수익성이 얼마나 지속될 수 있겠는가라는 의문이 Valuation 하락의 주요 요인으로 작용했다고 판단된다.

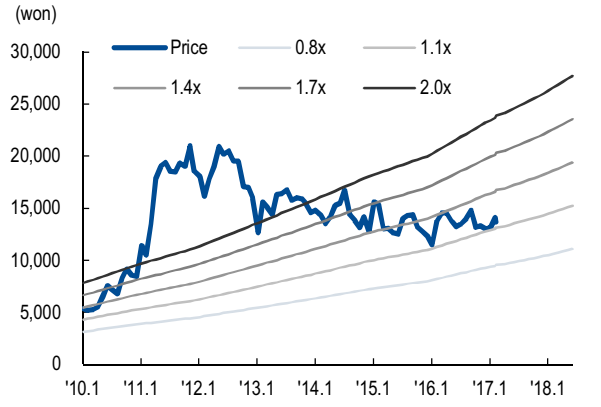
최근 원자재 가격이 상승하면서 과거의 초과마진 상황은 소멸될 것이며 이에 따라 2017년 영업이익 감소는 불가피하다. 다만, 가격인상과 제품믹스 개선 및 2018년 체코공장 가동에 따른 장기 외형성장 본격화가 Valuation multiple 정상화(확장)로 이어질 것으로 기대한다.

그림1. 넥센타이어 PER 밴드



자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부

그림2. 넥센타이어 PBR 밴드



자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부

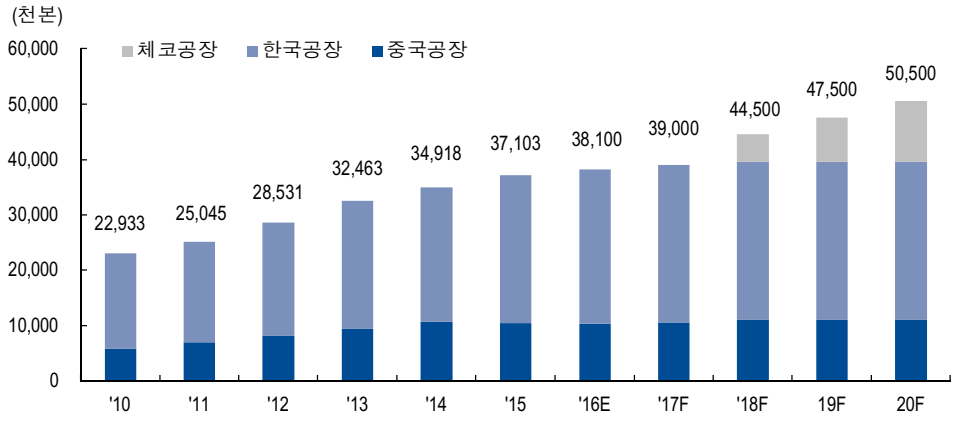
2018년 체코공장 가동에 따른 성장성 재강화

생산능력 증가 및 생산지역 다변화에 따른 외형 및 수익성장 기대

2018년 2분기 체코공장 가동이 예정되어 있다. 체코공장 생산능력은 2018년 약 500만본(현재 글로벌 생산능력 4천만본 대비 약 12.5%) 규모에서 장기적으로 1천만본까지 확대될 것으로 예상된다. 이는 생산능력 증가 외에도 생산지역 다변화를 통한 수익성 확보, 유럽시장 공략 강화라는 관점에서 중장기 성장성에 긍정적인 요인일 것으로 판단된다.

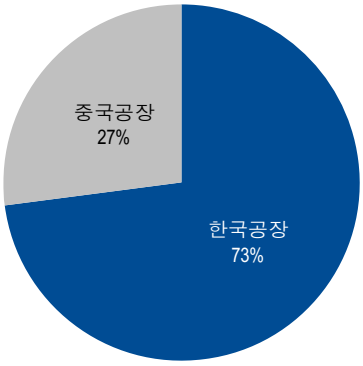
국내 1위 타이어 회사인 한국타이어의 경우 동사대비 높은 수익성을 보유하고 있다. 글로벌 시장에서의 브랜드 포지셔닝, 규모의 경제 측면에서 한국타이어가 우위에 있기 때문에 양사간 단순 비교는 무의미하다. 다만, 제조원가 측면에서 본다면 한국타이어는 한국, 중국, 인도네시아, 헝가리에 생산설비를 보유하고 있으며 원산지 다변화에 따른 지역별/제품별 제조원가 관리가 가능하다는 점에서 동사대비 우위에 있는 것으로 판단된다. 체코공장이 가동되면 동사 역시 중장기적으로 원산지 다변화 효과를 누릴 수 있을 것으로 기대한다.

그림3. 2018년 체코공장 가동



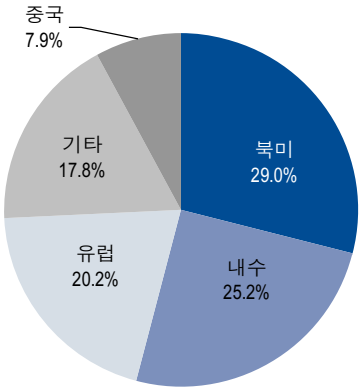
자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 넥센타이어 공장별 생산비중(2016년)



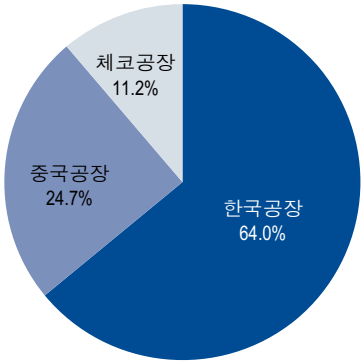
자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부

그림5. 넥센타이어 지역별 매출액 비중(2016년)



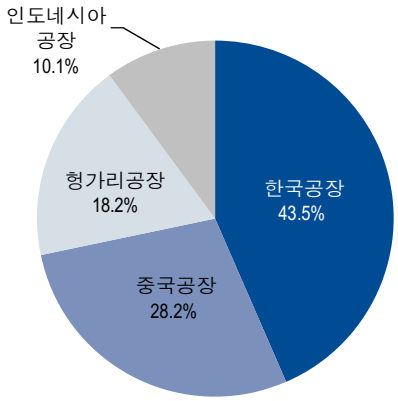
자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부

그림6. 넥센타이어 공장별 생산비중(2018F): 생산지 다변화 전략



자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 한국타이어 공장별 생산비중(2016년): 원산지 다변화를 통해 높은 수익성 유지



자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부

표1. 한국타이어 해외공장 요약손익: 헝가리, 인도네시아 공장 수익성 높아 (단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
매출액											
중국	451	424	400	393	355	375	336	370	381	376	356
헝가리	203	195	190	179	219	219	228	215	245	248	222
인도네시아	64	68	57	69	68	85	108	125	138	139	124
순이익											
중국	34	40	17	43	3	12	-28	12	38	25	15
헝가리	39	41	40	37	66	53	52	45	61	66	53
인도네시아	7	5	1	2	8	10	10	37	17	29	43
순이익률(%)											
중국	7.6	9.4	4.3	11.0	0.8	3.3	-8.4	3.4	10.0	6.7	4.2
헝가리	19.2	21.1	21.0	20.8	30.2	24.2	23.0	20.8	24.9	26.7	23.8
인도네시아	11.0	7.1	1.8	3.5	11.8	12.4	9.3	29.7	12.6	21.1	34.9

자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부

2017년은 수익성 정상화 과정

2017년 4분기부터 y-y 영업이익 성장세 시작

원자재 가격 상승, 그리고 인상된 제품가격이 실적에 반영되는 시차 등을 고려할 때 2017년 영업이익 감소는 불가피하다. 지난해 역기저효과로 인해 3분기까지 영업이익 감소세(y-y)가 지속되겠지만 4분기부터는 영업이익 성장세 전환되기 시작할 것으로 예상한다.

다만, 두 자릿수의 영업이익률은 유지될 것으로 예상한다. 글로벌 SUV 판매 호조세 등에 따른 고성능타이어(UHP) 비중 증가 등 제품믹스가 개선되고 2분기부터 본격적으로 가격인상 효과가 실적에 반영될 것으로 예상하기 때문이다. 또한 동사는 원재료 가격 하락기간 동안 광고비 투자를 매출액 대비 3.0%(Vs 2013년 매출액 비중 1.2%)까지 높이면서 브랜드 투자를 공격적으로 진행해 왔기 때문에 2017년에는 광고비 부담 축소에 따른 수익성 완충요인도 기대해 볼 수 있을 것으로 판단된다.

q-q 영업이익은 1분기 저점으로 4분기까지 성장세 전망

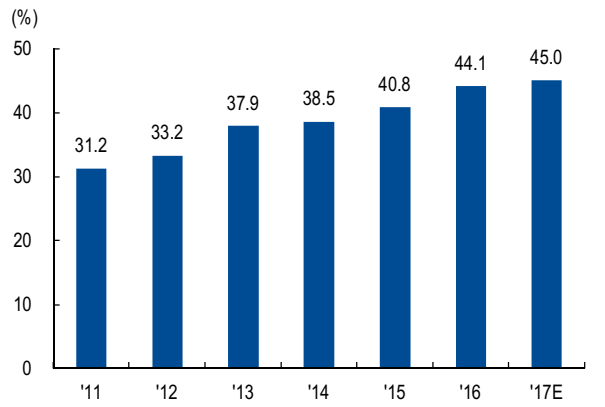
분기별 영업이익은 전년동기대비(y-y)로는 3분기까지 감소할 것으로 예상된다. 그러나 전분기대비(q-q)로는 1분기 500억원(-13.7% y-y, 영업이익률 10.5%)을 저점으로 성장세를 이어갈 것으로 예상한다. 2분기 매출액은 분기 최초로 5,000억원을 넘어설 것으로 전망한다.

표2. 넥센타이어 실적추이 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	**458.0**	**493.2**	**470.2**	**473.4**	**475.2**	**519.2**	**496.1**	**530.4**	**1,894.7**	**2,020.9**	**2,358.4**
글로벌공장	432.3	474.7	436.7	431.8	449.6	485.2	469.7	502.0	1,775.5	1,906.5	2,218.7
한국공장	351.3	390.0	352.3	350.6	370.4	403.0	382.8	417.3	1,444.1	1,573.5	1,611.1
중국공장	81.1	84.8	84.3	81.2	79.2	82.3	86.9	84.6	331.4	333.0	357.6
체코공장	-	-	-	-	-	-	-	-			250.0
매출총이익	**160.1**	**179.0**	**176.9**	**170.8**	**156.0**	**171.7**	**172.4**	**180.8**	**686.8**	**680.9**	**772.6**
매출총이익률(%)	*35.0*	*36.3*	*37.6*	*36.1*	*32.8*	*33.1*	*34.8*	*34.1*	*36.2*	*33.7*	*32.8*
톤당재료비 ($)	1,476	1,456	1,496	1,553	1,632	1,729	1,781	1,835	1,495	1,746	1,930
천연고무	1,284	1,220	1,348	1,380	1,624	2,000	2,200	2,400	1,308	2,056	2,262
합성고무	1,791	1,902	1,922	2,044	2,248	2,316	2,350	2,400	1,915	2,329	2,561
영업이익	**57.9**	**69.5**	**65.4**	**55.1**	**50.0**	**57.8**	**58.7**	**61.7**	**248.0**	**228.2**	**270.0**
영업이익률(%)	*12.6*	*14.1*	*13.9*	*11.6*	*10.5*	*11.1*	*11.8*	*11.6*	*13.1*	*11.3*	*11.4*
EBITDA	93.8	106.2	101.8	92.6	86.9	95.1	95.9	99.0	394.4	377.0	434.7
EBITDA 마진율(%)	*20.5*	*21.5*	*21.7*	*19.6*	*18.3*	*18.3*	*19.3*	*18.7*	*20.8*	*18.7*	*18.4*
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.7	44.1	51.9	52.9	52.6	216.5	201.5	241.9
지배지분순이익	**41.5**	**43.3**	**46.3**	**42.7**	**34.1**	**38.8**	**39.5**	**42.8**	**173.8**	**155.2**	**186.3**

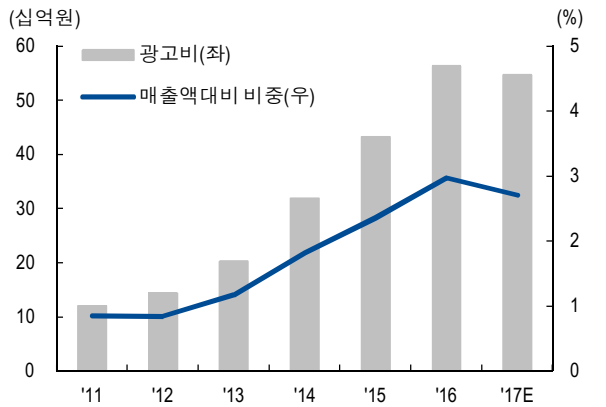
자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 넥센타이어 UHP 비중추이: 제품믹스 개선



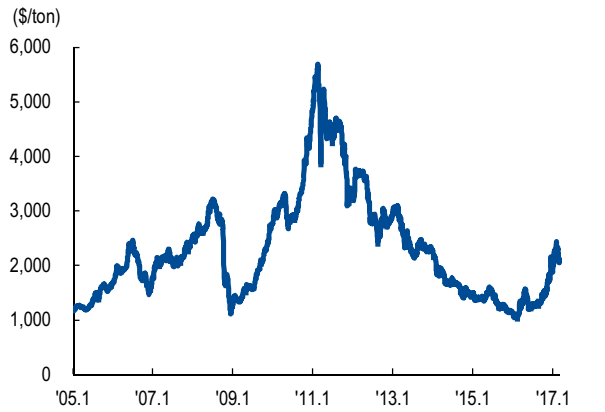
자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 넥센타이어 광고비 투자비중: 2017년 수익성 하락 완충요인



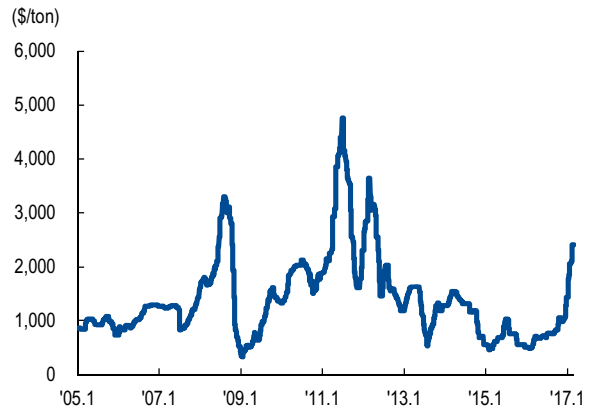
자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림10. 천연고무 가격추이: 지난해 8월이후 상승세



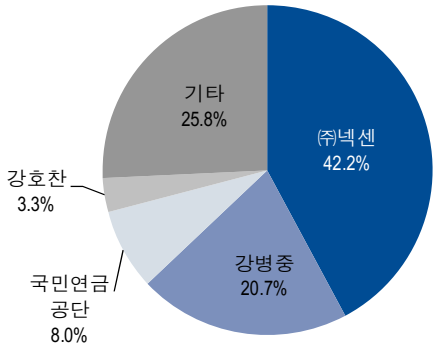
자료: Datastream, NH투자증권 리서치본부

그림11. 부타디엔 가격추이: 합성고무 가격 상승 요인



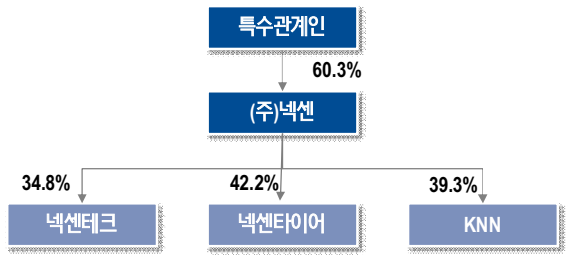
자료: Datastream, NH투자증권 리서치본부

그림12. 넥센타이어 주주구성



자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부

그림13. 넥센타이어 지배구조



자료: 넥센타이어, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	**1,895**	**2,021**	**2,358**	**2,542**
증감률 (%)	3.1	6.7	16.7	7.8
매출원가	**1,208**	**1,340**	**1,586**	**1,719**
매출총이익	**687**	**681**	**773**	**823**
Gross 마진 (%)	36.2	33.7	32.8	32.4
판매비와 일반관리비	439	453	503	533
영업이익	**248**	**228**	**270**	**290**
증감률 (%)	10.3	-8.0	18.3	7.3
OP 마진 (%)	13.1	11.3	11.4	11.4
EBITDA	**393**	**377**	**435**	**463**
영업외손익	**-31**	**-27**	**-28**	**-29**
금융수익(비용)	-30	-25	-27	-27
기타영업외손익	-2	-2	-1	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**217**	**201**	**242**	**261**
법인세비용	**41**	**44**	**53**	**57**
계속사업이익	176	157	189	204
당기순이익	**176**	**157**	**189**	**204**
증감률 (%)	38.4	-10.7	20.1	8.0
Net 마진 (%)	9.3	7.8	8.0	8.0
지배주주지분 순이익	174	155	186	201
비지배주주지분 순이익	2	2	2	3
기타포괄이익	1	-1	-1	-1
총포괄이익	177	156	187	202

Valuation / Profitability / Stability

	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	7.2	8.7	7.2	6.7
PBR(배)	1.1	1.1	0.9	0.8
PCR(배)	2.9	3.7	3.2	3.0
PSR(배)	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.8	5.4	4.6	4.2
EV/EBIT(배)	7.6	8.8	7.5	6.7
EPS(원)	1,795	1,603	1,925	2,080
BPS(원)	11,594	12,991	14,689	16,531
SPS(원)	19,651	20,961	24,461	26,365
자기자본이익률(ROE, %)	15.7	12.3	13.1	12.5
총자산이익률(ROA, %)	6.8	5.8	6.4	6.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	9.9	9.2	10.0	10.0
배당수익률(%)	0.8	0.7	0.72	0.7
배당성향(%)	5.5	6.1	5.1	4.7
총현금배당금(십억원)	10	10	10	10
보통주 주당배당금(원)	100	100	100	100
순부채(현금)/자기자본(%)	48.9	46.9	41.2	32.1
총부채/자기자본(%)	117.7	109.0	100.1	90.1
이자발생부채	841	877	902	898
유동비율(%)	151.4	152.2	165.9	181.4
총발행주식수(백만)	103	103	103	103
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	13,000	13,900	13,900	13,900
시가총액(십억원)	1,288	1,375	1,375	1,375

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

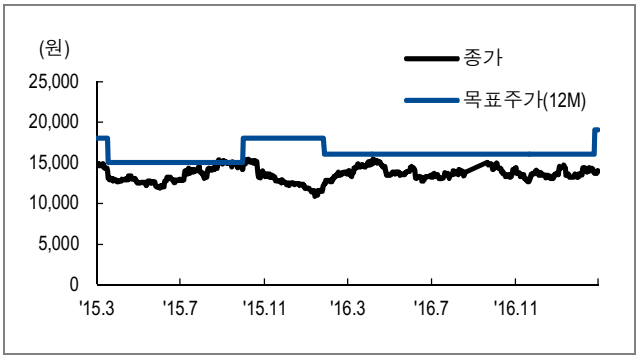
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	126	111	132	200
매출채권	317	336	392	423
유동자산	**848**	**886**	**1,022**	**1,155**
유형자산	1,647	1,810	1,907	1,985
투자자산	36	36	37	38
비유동자산	**1,770**	**1,933**	**2,031**	**2,110**
자산총계	**2,618**	**2,819**	**3,054**	**3,266**
단기성부채	228	238	247	252
매입채무	115	122	143	154
유동부채	**560**	**582**	**616**	**637**
장기성부채	614	639	655	646
장기충당부채	**239**	**246**	**253**	**261**
비유동부채	**855**	**888**	**911**	**911**
부채총계	1,415	1,470	1,528	1,548
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	51	51	51	51
이익잉여금	1,068	1,214	1,390	1,581
비지배주주지분	10	12	14	16
자본총계	**1,203**	**1,349**	**1,526**	**1,718**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	**383**	**276**	**278**	**344**
당기순이익	176	157	189	204
+ 유/무형자산상각비	145	149	165	174
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-1	0	2
Gross Cash Flow	436	364	422	452
- 운전자본의증가(감소)	22	-29	-75	-35
투자활동 현금흐름	**-126**	**-317**	**-271**	**-263**
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-105	-310	-260	-250
+ 투자자산의매각(취득)	-9	1	-1	-1
Free Cash Flow	279	-34	18	94
Net Cash Flow	257	-41	7	81
재무활동현금흐름	**-237**	**26**	**14**	**-14**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-237	26	14	-14
현금의증가	21	-16	22	67
기말현금 및 현금성자산	126	111	132	199
기말 순부채(순현금)	588	633	629	552

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
넥센타이어	002350.KS	2017.03.09	Buy	19,000원(12개월)
		2016.04.28	Hold	16,000원(12개월)
		2016.02.03	Buy	16,000원(12개월)
		2015.10.08	Buy	18,000원(12개월)
		2015.03.25	Hold	15,000원(12개월)
		2015.01.29	Buy	18,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : -15% ~ 15%
   - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 3일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.6%	24.4%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '넥센타이어'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.