

넥센타이어 (002350)

바닥은 보여줬다

목표주가 소폭 하향

넥센타이어에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 실적추정 하향으로 인해 목표주가는 기존 8,800원에서 신규 7,700원(2021년 추정 EPS를 기준으로 목표 P/E 9배 적용)으로 하향한다. 3분기 실적은 늘어난 고정비에 비해 축소된 외형의 여파로 수익성이 하락하면서 2분기에 이어 시장 기대치를 회회했다. 하지만, 이는 영속적인 펀더멘털 훼손이 아니라 투자를 확대(=고정비 상승)하고 있는 중간에 맞이한 일시적(=외생 변수에 의한 수요충격) 이익 훼손이다. 주요 시장에서 수요가 개선되고 있어 향후 외형 회복과 영업 레버리지를 기대할 수 있다는 점에서 실적의 바닥을 확인했다고 평가할 수 있다. 현재 주가는 2021년 추정 실적을 기준 P/B 0.37배, P/E 6.8배로 연속된 실적 부진을 반영해 왔다. 낮은 Valuation 하에서 실적 턴어라운드를 기다릴 수 있는 수준이라는 판단이다. 단기 리스크는 미국의 수입산 타이어에 대한 관세부과 여부인데, 이는 12월 말에 결정될 것이다.

3Q20 Review: 영업이익률 1.2% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 크게 회회했다. 매출액/영업이익이 각각 13%/90% (YoY) 감소한 4,673억원/58억원, 영업이익률은 1.2%(-9.2%p)를 기록했다. 유럽 매출액이 3% (YoY) 증가했지만, 한국/북미/중국/기타 매출액은 각각 12%/15%/18%/36% (YoY) 감소했다. 한국/중국/유럽의 RE는 코로나19 완화로 전년 동기수준을 회복되고 있으나, 고객사들의 OE 납품은 유럽을 제외하고 대부분 지역에서 전년 동기 대비 부진했다. 전년 동기대비 생산물량이 감소했고, ASP도 소폭 하락한 것으로 파악된다. 수익성은 전년 동기대비 크게 하락했는데, 투입단가 하락에도 불구하고, 외형 축소에 따른 고정비 부담의 여파가 컸다. 인건비/감가상각비는 -7%/+22% (YoY) 변동한 가운데, 두 비용 모두 매출액 대비 비율은 1.3%p/3.0%p (YoY) 상승하면서 영업이익률을 합산으로 4.3%p (YoY) 끌어내렸다. 물류원가도 20% (YoY) 증가하면서 영업이익률을 0.8%p 하락시켰고, 판관비 중 연구개발비/광고선전비도 각각 0.4%p/0.6%p 하락에 기여했다. 외형 축소와 함께 언급한 5가지 비용의 부담만으로도 영업이익률이 6.1%p (YoY) 하락한 것이다.

수요 환경 개선으로 외형 회복과 영업 레버리지 효과를 기대

2분기에 이어 부진한 3분기 실적을 기록한 배경에는 늘어난 고정비 부담을 극복하지 못한 외형 축소에 있다. 체코 공장을 가동하면서 감가상각비가 크게 증가(2018년 1,492억원→2020년F 1,880억원 예상)했고, 인건비/연구개발비 등은 기대보다 축소폭이 작았기 때문에 수요 충격 발 매출액 감소의 여파가 수익성 하락으로 크게 다가온 것이다. 하지만, 주요 시장에서 최악의 수요 환경을 벗어나고 있고(10월 미국/중국/유럽 자동차 시장수요는 +1%/+8%/-5% (YoY) 변동), 주요 OE 고객사들도 신차 출시를 통한 생산회복을 꾀하고 있어 넥센타이어의 매출액도 점진적으로 회복될 것으로 예상된다. 높아진 고정비 부담을 만회할 수 있는 외형 회복으로 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 7,700원(하향) | CP(11월16일): 5,790원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,543.03
52주 최고/최저(원)	9,220/3,890
시가총액(십억원)	565.5
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	97,667.9
60일 평균 거래량(천주)	343.0 07.1
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
20년 배당금(예상, 원)	105
20년 배당수익률(예상, %)	1.81
외국인지분율(%)	7.23
주요주주 지분율(%)	넥센 외 2인 65.97
국민연금공단	6.95
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.4 (0.9) (37.2)
상대	(0.2) (24.9) (46.6)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,706.8	1,987.7
영업이익(십억원)	52.7	156.6
순이익(십억원)	34.6	104.6
EPS(원)	320	936
BPS(원)	15,439	16,374

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,984.0	2,022.3	1,679.5	1,898.4	1,993.3
영업이익	십억원	182.4	207.4	39.9	148.2	166.5
세전이익	십억원	148.6	184.3	10.0	118.1	140.4
순이익	십억원	103.6	118.2	5.0	89.1	105.9
EPS	원	994	1,135	48	855	1,017
증감율	%	(17.72)	14.19	(95.77)	1,681.25	18.95
PER	배	9.23	8.04	120.63	6.77	5.69
PBR	배	0.67	0.61	0.39	0.37	0.35
EV/EBITDA	배	5.62	4.98	6.64	4.36	3.90
ROE	%	7.50	7.94	0.32	5.61	6.33
BPS	원	13,706	14,949	14,893	15,645	16,558
DPS	원	100	105	105	105	105



Analyst **송선재**

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA **구성중**

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

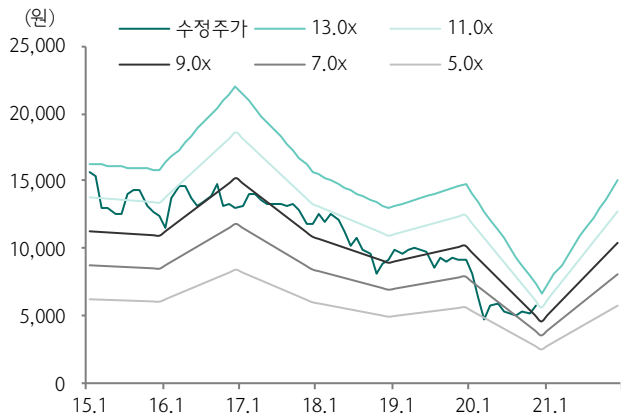
표 1. 넥센타이어의 실적 추이

(단위: 십억원, \$)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	489	541	535	457	459	315	467	438	1,984	2,022	1,679	1,898
한국	100	110	106	116	86	87	93	110	447	432	377	414
북미	147	158	149	142	151	92	127	128	571	596	497	572
유럽	122	148	150	122	115	80	154	128	550	542	477	525
중국	31	34	38	34	20	31	31	31	150	136	113	124
기타	82	95	98	67	87	25	62	42	317	342	216	263
연결조정	8	(4)	(5)	(24)	0	(0)	0	(0)	(49)	(25)	0	0
매출원가	346	377	374	309	332	249	358	303	1,422	1,406	1,242	1,343
매출원가율	70.6%	69.6%	70.0%	67.6%	72.3%	79.1%	76.7%	69.1%	71.7%	69.5%	74.0%	70.7%
판매비	95	101	105	108	102	88	103	104	379	409	397	408
판매비율	19.5%	18.7%	19.6%	23.6%	22.2%	28.0%	22.1%	23.8%	19.1%	20.2%	23.7%	21.5%
급여	26	27	26	23	25	22	23	22	101	102	92	99
연구개발비	20	21	24	27	23	21	23	25	70	93	93	95
광고선전비	10	14	12	11	13	8	14	11	49	47	46	48
기타	30	27	31	34	32	27	30	32	122	123	121	119
전체 판매관리비	86	90	94	95	93	79	90	91	341	364	352	361
물류원가	9	12	11	13	9	9	14	13	38	45	45	47
영업이익	48	63	56	40	25	(22)	6	31	182	207	40	148
영업이익률	9.9%	11.6%	10.4%	8.8%	5.5%	-7.1%	1.2%	7.1%	9.2%	10.3%	2.4%	7.8%
세전이익	46	57	42	39	21	(24)	(7)	20	149	184	10	118
세전이익률	9.4%	10.5%	7.9%	8.5%	4.5%	-7.7%	-1.5%	4.7%	7.5%	9.1%	0.6%	6.2%
순이익	26	39	26	27	15	(14)	(12)	16	104	118	5	89
순이익률	5.3%	7.3%	4.9%	5.9%	3.2%	-4.4%	-2.6%	3.7%	5.2%	5.8%	0.3%	4.7%

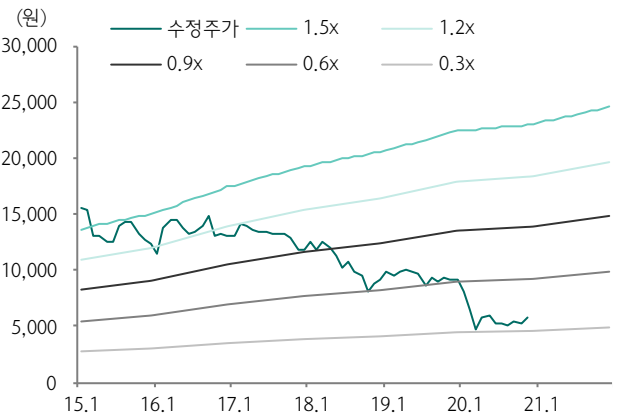
자료: 넥센타이어, 하나금융투자

그림 1. 넥센타이어의 P/E Band



자료: 넥센타이어, 하나금융투자

그림 2. 넥센타이어의 P/B Band



자료: 넥센타이어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,984.0	2,022.3	1,679.5	1,898.4	1,993.3
매출원가	1,422.2	1,405.7	1,242.2	1,342.6	1,406.9
매출총이익	561.8	616.6	437.3	555.8	586.4
판매비	379.3	409.3	397.4	407.6	419.9
영업이익	182.4	207.4	39.9	148.2	166.5
금융손익	(30.1)	(12.7)	(24.6)	(24.3)	(20.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.7)	(10.4)	(5.3)	(5.8)	(6.1)
세전이익	148.6	184.3	10.0	118.1	140.4
법인세	45.1	65.9	5.0	28.8	34.3
계속사업이익	103.5	118.5	5.0	89.3	106.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	103.5	118.5	5.0	89.3	106.1
비자배주주지분 손이익	(0.0)	0.2	0.0	0.2	0.2
지배주주순이익	103.6	118.2	5.0	89.1	105.9
지배주주지분포괄이익	99.6	139.8	5.0	89.1	106.0
NOPAT	127.1	133.3	19.9	112.0	125.9
EBITDA	331.7	372.5	227.9	337.3	356.8
성장성(%)					
매출액증가율	0.98	1.93	(16.95)	13.03	5.00
NOPAT증가율	(8.89)	4.88	(85.07)	462.81	12.41
EBITDA증가율	(1.04)	12.30	(38.82)	48.00	5.78
영업이익증가율	(1.62)	13.71	(80.76)	271.43	12.35
(지배주주)순이익증가율	(17.12)	14.09	(95.77)	1,682.00	18.86
EPS증가율	(17.72)	14.19	(95.77)	1,681.25	18.95
수익성(%)					
매출총이익률	28.32	30.49	26.04	29.28	29.42
EBITDA이익률	16.72	18.42	13.57	17.77	17.90
영업이익률	9.19	10.26	2.38	7.81	8.35
계속사업이익률	5.22	5.86	0.30	4.70	5.32

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	994	1,135	48	855	1,017
BPS	13,706	14,949	14,893	15,645	16,558
CFPS	3,725	4,117	2,089	3,114	3,303
EBITDAPS	3,184	3,576	2,188	3,238	3,425
SPS	19,046	19,414	16,123	18,225	19,136
DPS	100	105	105	105	105
주가지표(배)					
PER	9.23	8.04	120.63	6.77	5.69
PBR	0.67	0.61	0.39	0.37	0.35
PCFR	2.46	2.22	2.77	1.86	1.75
EV/EBITDA	5.62	4.98	6.64	4.36	3.90
PSR	0.48	0.47	0.36	0.32	0.30
재무비율(%)					
ROE	7.50	7.94	0.32	5.61	6.33
ROA	3.43	3.54	0.15	2.68	3.11
ROIC	5.37	5.02	0.74	4.15	4.58
부채비율	127.02	120.56	109.88	108.60	97.68
순부채비율	65.95	60.15	59.82	54.32	46.66
이자보상배율(배)	9.49	9.97	1.74	6.67	7.87

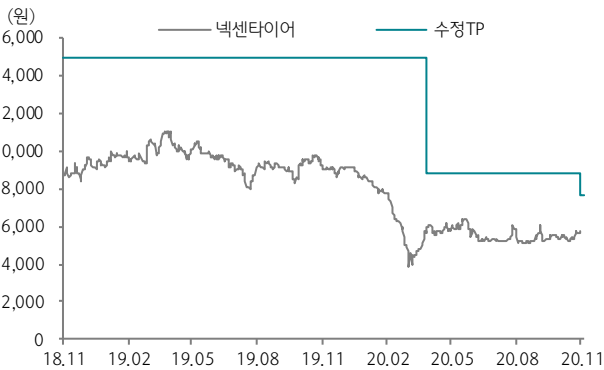
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	983.5	1,088.6	971.9	1,102.4	1,102.0
금융자산	264.5	303.1	239.5	283.7	251.6
현금성자산	137.7	147.3	110.2	137.5	98.0
매출채권	362.9	341.5	335.9	379.7	398.7
재고자산	303.6	385.4	335.9	379.7	398.7
기타유동자산	52.5	58.6	60.6	59.3	53.0
비유동자산	2,258.7	2,347.5	2,285.6	2,298.9	2,309.7
투자자산	44.4	55.4	51.5	54.0	55.1
금융자산	44.4	55.4	51.5	54.0	55.1
유형자산	2,128.6	2,189.8	2,131.8	2,142.7	2,152.4
무형자산	17.7	22.6	22.6	22.6	22.6
기타비유동자산	68.0	79.7	79.7	79.6	79.6
자산총계	3,242.3	3,436.1	3,257.5	3,401.3	3,411.7
유동부채	635.0	618.4	493.6	641.5	628.3
금융부채	290.6	262.8	190.7	305.3	277.7
매입채무	135.0	123.9	107.5	121.5	127.6
기타유동부채	209.4	231.7	195.4	214.7	223.0
비유동부채	1,179.2	1,259.7	1,211.8	1,129.2	1,057.6
금융부채	915.8	977.3	977.3	864.1	779.2
기타비유동부채	263.4	282.4	234.5	265.1	278.4
부채총계	1,814.1	1,878.1	1,705.4	1,770.7	1,685.9
지배주주지분	1,424.8	1,554.3	1,548.4	1,626.7	1,721.8
자본금	54.1	54.1	54.1	54.1	54.1
자본잉여금	67.4	67.4	67.4	67.4	67.4
자본조정	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	14.9	25.5	25.5	25.5	25.5
이익잉여금	1,291.4	1,410.3	1,404.5	1,482.7	1,577.8
비지배주주지분	3.4	3.6	3.7	3.8	4.0
자본총계	1,428.2	1,557.9	1,552.1	1,630.5	1,725.8
순금융부채	941.9	937.0	928.4	885.7	805.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	157.0	291.5	148.2	256.7	290.5
당기순이익	103.5	118.5	5.0	89.3	106.1
조정	23	24	19	19	19
감가상각비	149.2	165.2	188.0	189.2	190.2
외환거래손익	4.3	(4.1)	1.0	(1.2)	(3.8)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(130.5)	(137.1)	(170.0)	(169.0)	(167.4)
영업활동 자산부채 변동	(175.0)	(65.9)	(47.5)	(22.4)	(4.0)
투자활동 현금흐름	(451.6)	(251.2)	(100.7)	(218.2)	(204.6)
투자자산감소(증가)	(8.9)	(11.0)	3.9	(2.5)	(1.1)
자본증가(감소)	(478.6)	(215.5)	(130.0)	(200.0)	(200.0)
기타	35.9	(24.7)	25.4	(15.7)	(3.5)
재무활동 현금흐름	314.8	(28.4)	(82.9)	(9.3)	(123.4)
금융부채증가(감소)	340.8	33.7	(72.1)	1.5	(112.6)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.7)	(51.8)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(10.3)	(10.3)	(10.8)	(10.8)	(10.8)
현금의 증감	21.7	9.5	(37.1)	27.3	(39.4)
Unlevered CFO	388.1	428.9	217.6	324.4	344.1
Free Cash Flow	(327.4)	69.3	18.2	56.7	90.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넥센타이어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.17	BUY	7,700	-	-
20.4.14	BUY	8,800	-37.07%	-27.27%
18.12.15	1년 경과	-	-	-
17.12.15	Neutral	15,000	-27.93%	-14.33%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.09%	7.91%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.