

# 넥센타이어 (002350)

## 내년~내후년 점점 더 좋아질 실적

### 개선의 방향성에서 보면 매력적인 주가 수준

넥센타이어에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 목표주가는 1.1만원 (목표 P/B 0.7배)으로 상향한다. 신공장 증설 후 높아진 고정비용 구조 하에서 변동비 성격인 원재료 가격과 운반비가 급등하면서 단기 수익성이 낮아진 상태이다. 하지만, 비용 전가를 위한 판가 인상과 함께 수요 회복에 따른 물량 증가로 영업 레버리지 효과가 나오면서 수익성이 점차 회복될 것이고, 운반비와 같은 변동성 비용도 추가적으로 안정화된다면(당사 실적추정에는 이를 아직 가정하지 않은 상태) 과거의 높은 수익성으로 회복할 가능성이 높다. 신공장 증설에 따른 추가적인 성장기회도 감안해야 한다. 비용상승에 기인한 분기 실적부진보다는 개선의 방향성이라는 측면에서 보면 현재는 매력적인 주가 수준이라는 판단이다. P/B 0.5배 대의 Valuation으로 글로벌 타이어 회사들 중에서 가장 싸기 때문이다.

### 2021년 영업이익률 4.7% 전망

넥센타이어의 2021년 매출액/영업이익은 24%/152% 증가한 2.1조원/994억원, 영업이익률은 2.4%p 상승한 4.7%로 전망한다. 전년 COVID-19로 인한 낮은 기저와 함께 체코 공장의 가동률 상승에 따른 물량 증가 및 상반기/하반기 2번에 걸친 판가인상(3월 미국 기준 +7.5%, 하반기 추가 인상 계획, 글로벌 기준 연간 +3% (YoY) 예상)으로 외형이 성장하는 덕분이다. 반면, 여전히 2019년 영업이익률 10.3%에 비해서는 낮은데, 2019년 하반기 완공된 체코 공장으로부터의 감가상각비 증가와 함께 최근 높아진 선박 운반비가 연말까지 지속될 것이기 때문이다. 하지만, 최근 2년간 수익성에 부정적이었던 감가상각비와 운반비는 물량증가/판가인상에 따른 고정비 스프레드 효과로 부담이 점차 완화되면서 2022년/2023년 영업이익률은 6.3%/7.0%로 회복될 전망이다.

### 상각비/운반비 부담은 영업 레버리지 효과로 점차 완화될 것

넥센타이어의 글로벌 생산능력/생산수량은 2020년 말 기준으로 4,408만 개/3,298만개로 한국타이어의 42%/39% 수준이다. 반면, 넥센타이어의 시가총액은 한국타이어 시가총액의 13%에 불과하다. 2020년~2021년 1분기에 걸친 수익성 하락이 이러한 차이를 만들었는데, 넥센타이어의 고정비와 변동비 성격의 운반비가 크게 상승한 영향이다. 넥센타이어의 경우, 2019년 체코 공장을 완공한 후 고정비가 늘어났는데 비해 2020년 COVID-19로 매출액이 급감(-16%)하면서 부의 영업 레버리지 효과가 컸다. 2020년 각종 상각비용이 11% 증가했고, 매출액 대비 상각비용은 8.3%에서 11.0%로 2.7%p 상승했다. 매출액 감소에도 불구하고, 인건비/운반비는 -4%/+0% 변동하면서 매출액 대비 두 비용의 합산 비율이 26.6%에서 30.9%로 4.2%p 상승했다. 즉, 2020년 상각비/인건비/운반비 비용들만 6.9%p의 이익률이 훼손된 것이다. 또한, 2021년 1분기를 기준으로 보더라도 2019년 1분기 대비 상각비/운반비가 1.7%p/4.2%p 상승해 있다. 영업이익률 하락분 7.2%p 중 5.9%p를 두 비용의 상승에서 기인하고 있는 것이다. 이는 역으로 생각하면 매출액이 상승하거나 단기 급증한 운반비가 정상화될 경우, 영업 레버리지 효과가 발생하면서 수익성이 회복될 수 있음을 의미한다. 최근 시장수요 회복과 체코 공장의 가동률 상승, 그리고 고객들에서 수용되는 판가인상 등이 이러한 요인들을 지지하고 있다. 운반비 부담에만 매몰되어 큰 그림 속에서 개선의 방향성을 놓치지 말아야 한다는 판단이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

TP(12M): 11,000원(상향) | CP(6월23일): 8,680원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,276.19
52주 최고/최저(원)	9,240/5,070
시가총액(십억원)	847.8
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	97,667.9
60일 평균 거래량(천주)	319.0
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
21년 배당금(예상, 원)	105
21년 배당수익률(예상, %)	1.23
외국인지분율(%)	5.98
주요주주 지분율(%)	
넥센 외 2인	66.95
국민연금공단	7.12
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.9 42.1 58.4
상대	5.9 19.7 3.0

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,048.2	2,143.7
영업이익(십억원)	111.7	138.0
순이익(십억원)	74.5	93.6
EPS(원)	714	897
BPS(원)	15,682	16,544

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,022.3	1,698.1	2,084.4	2,222.0	2,333.1
영업이익	십억원	207.4	39.4	98.2	153.9	172.3
세전이익	십억원	184.3	(12.7)	65.7	123.6	146.1
순이익	십억원	118.2	(16.8)	50.3	94.6	111.8
EPS	원	1,135	(161)	483	908	1,073
증감율	%	14.19	적전	폭전	87.99	18.17
PER	배	8.04	(38.45)	17.72	9.43	7.98
PBR	배	0.61	0.42	0.56	0.53	0.50
EV/EBITDA	배	4.98	7.03	5.89	4.72	4.23
ROE	%	7.94	(1.09)	3.22	5.82	6.51
BPS	원	14,949	14,842	15,221	16,025	16,995
DPS	원	105	105	105	105	105



Analyst **송선재**  
02-3771-7512  
sunjae.song@hanafn.com

RA **안영준**  
02-3771-8144  
yj.ahn@hanafn.com

표 1. 넥센타이어 vs. 한국타이어 생산수량과 시가총액 비교

	단위	넥센타이어	한국타이어	넥센/한국
시가총액	십억원	848	6,689	13%
생산능력	만개	4,408	10,400	42%
생산수량	만개	3,298	8,489	39%
2020년 영업이익	십억원	39.4	628.3	6%
시가총액/생산능력	백만원	192.3	643.2	30%
시가총액/생산수량	백만원	257.0	788.0	33%
시가총액/20년영업이익	배	21.5	10.6	202%

자료: 넥센타이어, 한국타이어애펀테크놀로지, 하나금융투자

표 2. 넥센타이어의 매출액과 고정비 비율 비교

(단위: 십억원)

	2019년	2020년	증가율	1Q19	1Q20	1Q21	1Q19 대비	1Q20 대비
매출액	2,022.3	1,698.1	-16.0%	489.4	459.1	493.8	0.9%	7.6%
총 비용	1,815.0	1,658.7	-9.0%	440.9	433.7	480.6	9.0%	10.8%
중업원 급여	407.6	393.0	-4.0%	95.8	98.0	97.1	1.4%	-0.9%
상각비	168.6	186.7	11.0%	36.2	44.5	44.9	24.1%	0.8%
운반비	130.5	131.0	0.0%	31.0	28.1	52.1	68.2%	85.5%
(비율)								
중업원 급여	20.2%	23.1%	+2.9%p	19.6%	21.3%	19.7%	+0.1%p	-1.7%p
상각비	8.3%	11.0%	+2.7%p	7.4%	9.7%	9.1%	+1.7%p	-0.6%p
운반비	6.5%	7.7%	+1.2%p	6.3%	6.1%	10.5%	+4.2%p	+4.4%p
합산	34.9%	41.9%	+6.9%p	33.3%	37.2%	39.3%	+6.0%p	+2.1%p
영업이익	207.4	39.4	-81.0%	48.5	25.4	13.2	-72.8%	-48.0%
영업이익률	10.3%	2.3%	-7.9%p	9.9%	5.5%	2.7%	-7.2%p	-2.9%p

자료: 넥센타이어, 하나금융투자

표 3. 넥센타이어의 공장가동률 추이

(단위: %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
글로벌	93.8	101.1	92.3	89.4	84.2	51.6	88.5	116.1	93.4
한국	94.0	99.5	89.9	90.8	83.7	57.1	87.9	116.2	91.3
양산	92.8	98.9	89.9	88.4	81.0	57.1	88.0	121.8	88.5
창녕	95.2	100.0	89.9	93.1	86.4	57.1	87.7	111.3	94.1
중국	93.3	104.7	97.3	85.7	75.8	59.3	93.5	111.3	92.2
체코	n/a	n/a	n/a	90.5	93.4	33.0	84.8	121.7	98.9

주: 분기 실제가동시간/가동가능시간 기준

자료: 넥센타이어, 하나금융투자

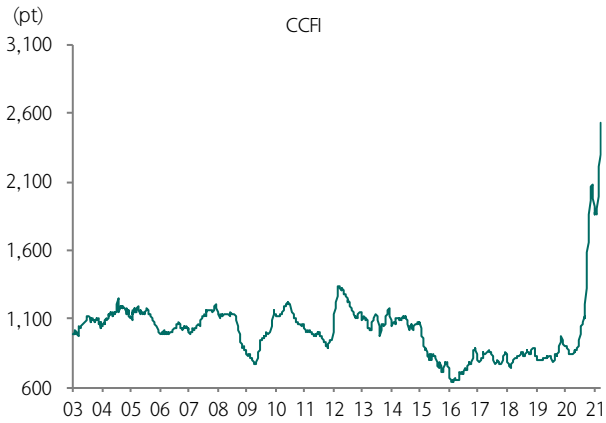
표 4. 넥센타이어의 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	459	315	467	457	494	518	547	541	2,022	1,698	2,101	2,218
한국	86	88	94	90	86	114	113	108	432	358	421	433
북미	146	92	125	153	138	151	144	169	596	516	602	632
유럽	120	80	150	128	159	124	158	135	542	478	575	604
중국	18	30	31	29	27	35	37	33	136	108	132	137
기타	90	25	67	57	83	95	96	98	342	239	371	411
매출원가	332	249	358	321	373	389	408	396	1,406	1,260	1,565	1,625
매출원가율	72.3%	79.1%	76.7%	70.2%	75.4%	75.0%	74.5%	73.1%	69.5%	74.2%	74.5%	73.3%
판관비	102	88	103	106	108	108	110	111	409	399	437	454
판관비율	22.2%	28.0%	22.1%	23.1%	21.9%	20.8%	20.1%	20.5%	20.2%	23.5%	20.8%	20.4%
급여	29	25	26	27	27	32	32	43	124	92	99	99
연구개발비	23	21	23	24	24	26	28	35	93	93	95	95
상각비	6	7	6	7	7	6	6	4	20	46	48	48
기타	34	25	35	32	37	29	27	14	128	121	134	149
전체 판관관리비	93	79	90	91	95	93	93	95	364	352	376	391
물류원가	9	9	14	15	13	15	17	16	45	47	61	63
영업이익	25	(22)	6	31	13	22	30	35	207	39	99	139
영업이익률	5.5%	-7.1%	1.2%	6.7%	2.7%	4.2%	5.4%	6.4%	10.3%	2.3%	4.7%	6.3%
세전이익	21	(24)	(7)	(2)	24	15	24	4	184	(13)	67	109
세전이익률	4.5%	-7.7%	-1.5%	-0.5%	4.9%	3.0%	4.3%	0.7%	9.1%	-0.7%	3.2%	4.9%
순이익	15	(14)	(12)	(6)	19	12	18	2	118	(17)	51	83
순이익률	3.2%	-4.4%	-2.6%	-1.2%	3.9%	2.3%	3.3%	0.4%	5.8%	-1.0%	2.4%	3.8%

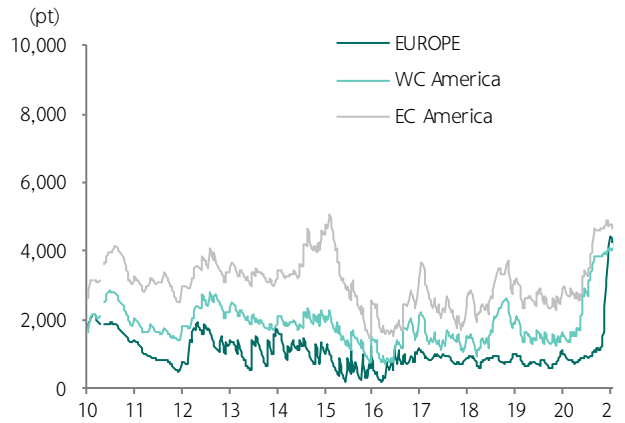
자료: 넥센타이어, 하나금융투자

그림 1. 중국컨테이너운임지수(CCFI) 추이



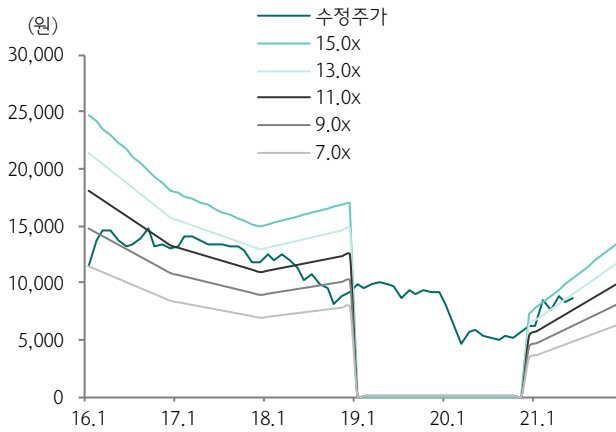
자료: 상해항운교역소, 하나금융투자

그림 2. 상해컨테이너운임지수(SCFI) 추이



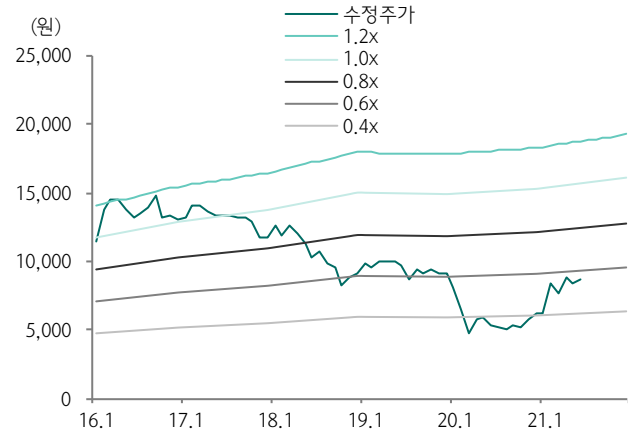
자료: 상해해운거래소, 하나금융투자

그림 3. 넥센타이어의 P/E Band



자료: 넥센타이어, 하나금융투자

그림 4. 넥센타이어의 P/B Band



자료: 넥센타이어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,022.3	1,698.1	2,084.4	2,222.0	2,333.1
매출원가	1,405.7	1,259.8	1,549.8	1,614.0	1,693.0
매출총이익	616.6	438.3	534.6	608.0	640.1
판매비	409.3	398.9	436.4	454.1	467.8
영업이익	207.4	39.4	98.2	153.9	172.3
금융손익	(12.7)	(51.0)	(29.3)	(28.3)	(24.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.4)	(1.1)	(3.2)	(2.1)	(2.2)
세전이익	184.3	(12.7)	65.7	123.6	146.1
법인세	65.9	3.9	16.0	30.1	35.6
계속사업이익	118.5	(16.6)	49.7	93.4	110.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	118.5	(16.6)	49.7	93.4	110.4
비배주주지분 손익	0.2	0.2	(0.6)	(1.2)	(1.4)
지배주주순이익	118.2	(16.8)	50.3	94.6	111.8
지배주주지분포괄이익	139.8	(1.2)	60.2	113.2	133.9
NOPAT	133.3	51.6	74.2	116.3	130.3
EBITDA	372.5	226.6	286.6	343.4	362.8
성장성(%)					
매출액증가율	1.93	(16.03)	22.75	6.60	5.00
NOPAT증가율	4.88	(61.29)	43.80	56.74	12.04
EBITDA증가율	12.30	(39.17)	26.48	19.82	5.65
영업이익증가율	13.71	(81.00)	149.24	56.72	11.96
(지배주주)순이익증가율	14.09	적전	흑전	88.07	18.18
EPS증가율	14.19	적전	흑전	87.99	18.17
수익성(%)					
매출총이익률	30.49	25.81	25.65	27.36	27.44
EBITDA이익률	18.42	13.34	13.75	15.45	15.55
영업이익률	10.26	2.32	4.71	6.93	7.39
계속사업이익률	5.86	(0.98)	2.38	4.20	4.73

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,088.6	1,200.3	1,342.0	1,495.2	1,648.7
금융자산	303.1	450.4	566.7	668.6	780.8
현금성자산	147.3	260.1	333.0	419.6	519.3
매출채권	341.5	345.6	363.0	386.9	406.3
재고자산	385.4	346.5	355.1	378.5	397.4
기타유동자산	58.6	57.8	57.2	61.2	64.2
비유동자산	2,347.5	2,340.8	2,356.1	2,368.0	2,378.6
투자자산	55.4	133.3	137.0	138.3	139.4
금융자산	55.4	133.3	137.0	138.3	139.4
유형자산	2,189.8	2,096.7	2,108.3	2,118.8	2,128.3
무형자산	22.6	28.5	28.5	28.5	28.5
기타비유동자산	79.7	82.3	82.3	82.4	82.4
자산총계	3,436.1	3,541.1	3,698.2	3,863.2	4,027.3
유동부채	618.4	766.8	783.2	815.3	840.7
금융부채	262.8	482.5	419.9	429.8	437.3
매입채무	123.9	88.4	133.4	142.2	149.3
기타유동부채	231.7	195.9	229.9	243.3	254.1
비유동부채	1,259.7	1,227.4	1,329.2	1,379.5	1,418.6
금융부채	977.3	936.4	972.0	998.7	1,018.8
기타비유동부채	282.4	291.0	357.2	380.8	399.8
부채총계	1,878.1	1,994.1	2,112.4	2,194.8	2,259.2
지배주주지분	1,554.3	1,543.2	1,582.6	1,666.3	1,767.3
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	25.5	23.9	23.9	23.9	23.9
이익잉여금	1,410.3	1,400.7	1,440.2	1,523.9	1,624.9
비배주주지분	3.6	3.8	3.2	2.1	0.7
자본총계	1,557.9	1,547.0	1,585.8	1,668.4	1,768.0
순금융부채	937.0	968.4	825.2	759.9	675.3

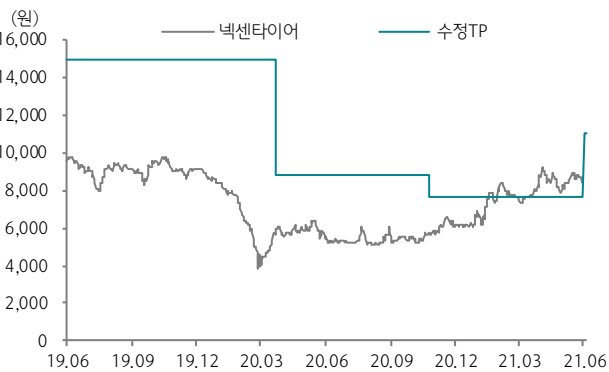
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,135	(161)	483	908	1,073
BPS	14,949	14,842	15,221	16,025	16,995
CFPS	4,117	2,651	2,649	3,205	3,491
EBITDAPS	3,576	2,176	2,751	3,296	3,483
SPS	19,414	16,302	20,010	21,331	22,397
DPS	105	105	105	105	105
주가지표(배)					
PER	8.04	(38.45)	17.72	9.43	7.98
PBR	0.61	0.42	0.56	0.53	0.50
PCR	2.22	2.33	3.23	2.67	2.45
EV/EBITDA	4.98	7.03	5.89	4.72	4.23
PSR	0.47	0.38	0.43	0.40	0.38
재무비율(%)					
ROE	7.94	(1.09)	3.22	5.82	6.51
ROA	3.54	(0.48)	1.39	2.50	2.83
ROIC	5.48	2.10	3.10	4.85	5.38
부채비율	120.56	128.91	133.20	131.55	127.78
순부채비율	60.15	62.60	52.04	45.55	38.19
이자보상배율(배)	9.97	2.16	5.09	7.95	8.71

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	291.5	179.1	340.7	303.8	327.6
당기순이익	118.5	(16.6)	49.7	93.4	110.4
조정	24	23	20	20	21
감가상각비	165.2	187.2	188.4	189.5	190.5
외환거래손익	(4.1)	19.2	8.8	9.6	16.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(137.1)	(183.4)	(177.2)	(179.1)	(185.9)
영업활동 자산부채 변동	(65.9)	(38.4)	92.0	9.7	7.8
투자활동 현금흐름	(251.2)	(226.7)	(255.8)	(226.3)	(230.0)
투자자산감소(증가)	(11.0)	(77.8)	(3.7)	(1.3)	(1.1)
자본증가(감소)	(215.5)	(106.2)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
기타	(24.7)	(42.7)	(52.1)	(25.0)	(28.9)
재무활동 현금흐름	(28.4)	130.7	(37.7)	25.8	16.7
금융부채증가(감소)	33.7	178.7	(26.9)	36.7	27.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(51.8)	(37.2)	(0.0)	(0.1)	0.0
배당지급	(10.3)	(10.8)	(10.8)	(10.8)	(10.8)
현금의 증감	9.5	83.1	102.7	86.6	99.7
Unlevered CFO	428.9	276.2	275.9	333.8	363.7
Free Cash Flow	69.3	61.7	140.7	103.8	127.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넥센타이어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.6.24	BUY	11,000		
20.11.17	BUY	7,700	-3.46%	20.00%
20.4.14	BUY	8,800	-37.07%	-27.27%
19.7.19	1년 경과		-	-
18.7.19	Neutral	15,000	-35.79%	-26.33%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.36%	6.64%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 06월 21일

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 2021년 6월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2021년 6월 24일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.