

# 넥센타이어 (002350)

## 4Q23 NDR 후기: 물 들어올 때 노 젓는다

### 투자 의견 Buy, 목표주가 11,000원 유지

2/15~2/16 당사는 넥센타이어의 4분기 실적 NDR을 진행하였다. 2019년 이후 4년 만에 2개 분기 연속으로 더블 디지트의 수익성을 회복했다. 홍해 이슈로 인한 운임비 상승 가능성, 23년 11월부터 높아지기 시작한 원재료 spot 가격에 대한 우려가 있었지만, 전반적으로 좋은 업황과 증설 사이클 도래에 대해서는 투자자들도 여전히 긍정적 시각을 유지하고 있었다. 큰 폭으로 개선된 수익성이 주주환원정책 확대로 이어지길 바라는 투자자들이 많음에도 체코 공장 증설 이후 미국 공장 증설 투자가 예정되어 있기에 주주환원 확대의 여력이 부족하다는 점은 다소 아쉬웠다. 그러나 안정적 수요, 확대된 P-C 스프레드, 전기차 RE 시장 개화 모두 타이어 업종 전반적으로 공유하고 있는 긍정적 요소임에도 불구하고 상대적으로 상승 폭이 낮았다. 올해부터 더해질 체코 공장 증설 물량 감안했을 때(25년 5,500만본 체제 목표), 디레이팅 요소는 없다는 판단이다.

### 안정적 업황, 확대된 P-C 스프레드

2023년은 하반기부터의 턴어라운드에 힘입어 영업이익률 6.9%를 기록했으며, 2024년 영업이익률 가이드는 10%이다. 1) 안정적인 RE 수요와 2) 확대된 P-C 스프레드가 온기에 반영될 예정이기에 높아진 수익성이 당분간은 유지될 전망이다.

1) RE 수요는 2021년 YoY +11% → 2022년 YoY -1% → 2023년 YoY +0%를 기록했다. 엔데믹을 앞두고 홀세일러들이 축적했던 재고들이 2023년 상반기가 되어서야 소진되었으며, 하반기부터의 De-stocking 흐름은 올해에도 이어질 전망이다.

2) P-C 스프레드도 작년 하반기에 비해서는 다소 축소되었지만, 과거에 비하면 여전히 확대된 수준이다. ① 2021~2023년동안 인상해 온 판가가 스프레드를 뒷받침하고 있다. 원재료비와 운임비 상승 가능성에 대한 이슈가 잔존하기에 판가 인하 압력이 들어올 만한 상황은 아닌 것으로 보인다. ② 원재료 spot 가격은 작년 11월부터 소폭 상승하기 시작했으나, 2개 분기 후행하기에 상반기까지는 낮은 contract 가격을 유지할 전망이다. 다만 하반기부터는 원산지 다변화를 통한 원재료 가격 인상 대응이 관건이다. ③ 홍해 이슈 관련해서는 1분기에 서차지 비용이 발생할 예정이지만, 아직까지는 일시적인 이슈로 보이며 유럽 공장 램프업 속도를 높여 대응할 계획이다.

### 간만에 돌아온 증설 사이클: 유럽 다음은 미국

안정적 수요, 확대된 P-C 스프레드에 증설 사이클이 더해진다는 점이 수익성 개선의 주요 요인이다. 체코 공장은 올해 1분기 램프업이 시작되어 하반기부터 물량이 본격적으로 더해질 예정이며, 2028~2029년 가동을 목표로 미국 공장 설립을 위한 부지 선정이 이루어질 예정이다.

1) 체코 공장 증설에 대해서는 공급 과잉을 우려하는 투자자들이 많았지만, 유럽 권역은 수요가 공급보다 많은 상황이다. 게다가 유럽 내 RE 타이어 점유율은 2023년 6.5%로 2년 연속 상승세를 보이고 있기에 공급 과잉을 우려할 만한 시점은 아니라는 판단이다. 유럽 내 판매량은 1,400만 본으로 체코 공장에서 생산하고 있는 550만 본 외에는 한국 공장에서 수출로 대응하고 있다. 그렇기 때문에 올해 250~300만 본 → 내년 150~200만 본(총 1,100만 본 규모로의 증설)이 더해질수록 외형 성장뿐만 아니라 운송비 절감의 여력도 커진다. 또한 1,000만 본 이상 규모부터는 규모의 경제 효과가 발생 가능하기 때문에 고정비 절감 효과도 기대 가능하다.

iM하이

하이투자증권 DGB

### Company Brief

## Buy (Maintain)

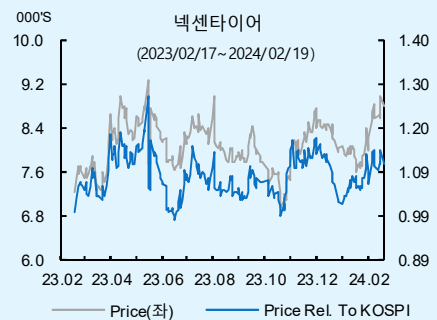
목표주가(12M)	11,000원(유지)
증가(2024.02.19)	8,810원
상승여력	24.9%

### Stock Indicator

자본금	54십억원
발행주식수	9,767만주
시가총액	860십억원
외국인지분율	6.5%
52주 주가	6,950~9,290원
60일평균거래량	113,040주
60일평균거래대금	0.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.8	5.6	12.9	21.7
상대수익률	5.4	-2.9	5.9	12.3

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	2,597	2,702	2,897	3,064
영업이익(십억원)	-54	187	283	291
순이익(십억원)	-28	115	206	200
EPS(원)	-267	1,104	1,975	1,916
BPS(원)	15,251	16,558	18,737	20,857
PER(배)		8.0	4.5	4.6
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	-1.7	6.9	11.2	9.7
배당수익률(%)	3.3	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	14.6	5.7	4.1	4.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[자동차/자동차부품]

최희승 2122-9195 hs.jo@hi-ib.com

체코 공장 증설 투자는 작년에 대부분 마무리되었으며, 창고 확장 비용 1,000억원만을 남겨두고 있다. 경상 Capex 투자 800억, 중국 EV 타이어 흡음재 라인 추가 비용 600억원까지 포함해서 올해 Capex는 3000억원 이내로 관리될 예정이다. 대신 체코 공장 증설로 인해 감가상각비는 250~300억원 정도 높아질 예정이다.

2) 2025년까지 5,500만 본 체제를 구축한 이후 미국 공장 증설을 통해 2030년 6,000만 본 이상의 체제를 계획하고 있다. 최근 월마트향 RE 판매 개시를 위한 재고 축적(2023년 3분기), 재고 관리 시스템 오류로 인한 판매 차질(4분기)의 영향이 있었지만, 올해부터는 월마트향으로 물량이 확대되기 시작한다. 대량 판매이기에 수익성은 일반 판매에 비해서는 낮지만, 고인치 타이어 중심의 지역임을 감안했을 때 타 지역에 비해서는 여전히 수익성이 높다. 미국에서도 홀세일러 다변화와 인지도 상승을 이뤄나가고 있기 때문에 장기적으로 현지 생산의 이점이 더 높을 것으로 기대된다. 다만 2차 증설이 아니라 1차 증설에 대한 투자 예정이다보니 자금 조달에 대한 우려가 높았다. 미국 공장 증설 관련 총 투자액은 2조원으로 예상된다. 당분간 이어질 호실적과 체코 공장 투자 마무리를 기반으로 유동성을 최대한 확보하겠지만, 2026년부터는 외부 조달이 필요해질 가능성이 높다. 그러나 높은 수요를 기반으로 생산 능력을 확대하고 있음은 긍정적이며, 물 들어올 때 노를 젓고 있는 상황이다.

표1. 넥센타이어의 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	6,396	6,915	6,926	6,781	7,058	7,593	7,034	7,282	25,974	27,017	28,968
국내	1,106	1,118	1,131	1,181	1,161	1,174	1,142	1,193	4,093	4,536	4,670
유럽	2,210	2,758	2,443	2,635	2,431	2,896	2,467	2,661	9,484	10,046	10,456
북미	1,625	1,706	1,977	1,909	1,788	1,877	1,997	1,928	6,788	7,217	7,589
기타	1,455	1,333	1,375	1,056	1,678	1,647	1,428	1,500	5,609	5,218	6,253
매출총이익	1,420	1,755	2,037	2,204	2,329	2,430	2,181	2,185	4,315	7,416	9,124
YoY	111.0	79.8	57.9	60.1	64.0	38.4	7.0	-0.9	98.2	171.9	123.0
GPM	22.2	25.4	29.4	32.5	33.0	32.0	31.0	30.0	16.6	27.5	31.5
영업이익	162	371	697	637	706	797	668	655	-543	1,866	2,827
YoY	흑전	흑전	6212.2	485.6	337.0	115.0	-4.1	2.8	적전	흑전	151.5
OPM	2.5	5.4	10.1	9.4	10.0	10.5	9.5	9.0	-8.0	25.9	37.2
세전이익	187	292	664	388	660	748	623	608	-403	1,532	2,639
지배주주순이익	120	294	549	188	515	583	486	474	-278	1,150	2,058
YoY	흑전	흑전	247.0	흑전	330.3	98.6	-11.5	152.8	적전	흑전	179.0
NPM	1.9	4.2	7.9	2.8	7.3	7.7	6.9	6.5	-1.1	4.3	7.1

자료: 넥센타이어, 하이투자증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,442	1,501	1,580	1,563	매출액	2,597	2,702	2,897	3,064
현금 및 현금성자산	258	272	269	181	증가율(%)	24.9	4.0	7.2	5.8
단기금융자산	67	68	70	71	매출원가	2,166	1,960	1,984	2,093
매출채권	552	569	601	628	매출총이익	432	742	912	971
재고자산	649	675	724	766	판매비와관리비	486	555	630	680
비유동자산	2,502	2,479	2,543	2,704	연구개발비	90	94	101	107
유형자산	2,135	2,112	2,176	2,336	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	29	29	29	29	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,944	3,980	4,124	4,267	영업이익	-54	187	283	291
유동부채	1,432	1,374	1,329	1,288	증가율(%)	적전	흑전	51.5	3.0
매입채무	166	173	186	196	영업이익률(%)	-2.1	6.9	9.8	9.5
단기차입금	663	597	537	484	이자수익	7	7	7	5
유동성장기부채	342	342	342	342	이자비용	28	26	25	23
비유동부채	916	878	848	819	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	100	95	90	86	기타영업외손익	0	2	2	2
장기차입금	535	508	483	458	세전계속사업이익	-40	153	264	256
부채총계	2,348	2,252	2,176	2,107	법인세비용	-13	43	66	64
지배주주지분	1,589	1,725	1,952	2,173	세전계속이익률(%)	-1.6	5.7	9.1	8.4
자본금	54	54	54	54	당기순이익	-28	111	198	192
자본잉여금	67	67	67	67	순이익률(%)	-1.1	4.1	6.8	6.3
이익잉여금	1,424	1,529	1,724	1,914	지배주주귀속 순이익	-28	115	206	200
기타자본항목	43	75	106	138	기타포괄이익	32	32	32	32
비지배주주지분	8	3	-5	-12	총포괄이익	4	142	229	223
자본총계	1,596	1,728	1,947	2,160	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-99	267	350	360	주당지표(원)				
당기순이익	-28	111	198	192	EPS	-267	1,104	1,975	1,916
유형자산감가상각비	186	174	201	208	BPS	15,251	16,558	18,737	20,857
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	1,522	2,774	3,901	3,908
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	205	205	205	205
투자활동 현금흐름	-235	-230	-344	-447	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-266	-151	-265	-368	PER		8.0	4.5	4.6
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.4	0.5	0.5	0.4
금융상품의 증감	7	-	-	-	PCR	4.0	3.2	2.3	2.3
재무활동 현금흐름	265	-116	-108	-100	EV/EBITDA	14.6	5.7	4.1	4.0
단기금융부채의증감	-	-66	-60	-54	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	283	-32	-30	-29	ROE	-1.7	6.9	11.2	9.7
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA이익률	5.1	13.3	16.7	16.3
배당금지급	-11	-10	-10	-10	부채비율	147.1	130.3	111.8	97.5
현금및현금성자산의증감	-64	13	-3	-88	순부채비율	82.3	69.5	57.2	51.7
기초현금및현금성자산	322	258	272	269	매출채권회전율(x)	4.9	4.8	5.0	5.0
기말현금및현금성자산	258	272	269	181	재고자산회전율(x)	4.5	4.1	4.1	4.1

자료 : 넥센타이어, 하이투자증권 리서치본부

넥센타이어 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자의건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-10(담당자변경)	Buy	11,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의건은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-