

Main Idea - 가치투자의 계륵, 지주회사

SOTP Valuation을 통해 도출한 6,080원을 목표주가로 제시한다. 한국의 지주회사들은 중복상장, 불명확한 투자아이디어, 상속 이슈 등 다양한 이유로 주가를 할인 받고 있다. 이를 상쇄하기 위해서는 그룹 전체가 유사한 사업을 영위하며 시너지를 높여야 하며, 배당을 늘려 ROE를 제고해야 할 것이다. 이를 가능하게 하는 것은 결국 유망한 자회사의 성장과 자본을 효율적으로 배치할 수 있는 역량이다. 이러한 모든 조건을 갖춘 사업지주 회사 Nexen을 소개한다.

투자포인트 1. Tire Makes Growth

동사의 심장, 넥센타이어가 빠르게 뛰기 시작한다. 멀게만 보였던 타이어 산업의 터널, 그 터널의 끝자락은 지금껏 보지 못했던 황금기와 맞닿아 있었다. 기술의 발전으로 인한 고마진 타이어 시장 확대와 팬데믹 기간동안의 타이어 판가 상승은 기업들의 수익성을 개선시켰다. 이제, 넥센타이어는 가장 넓은 시장 유럽과 미국을 향하는 선박의 닻을 올린다. 증설하는 CAPA, 높은 고객 만족도, 체계적인 유통망 확보까지 드러나는 삼박자 속에서 각 시장에 맞는 OE와 RE의 전략적인 고객 확보 전략을 펼친다. 머지 않은 훗날, 변화의 노력이 만들어낸 바람이 나비효과가 되어 돌아온다.

투자포인트 2. Holdings Makes Value

동사의 PBR은 가치투자자의 구미를 당긴다. 동사의 가격은 국내 지주회사 중에서도 뒤에서 손에 꼽힌다. 동사를 억압하고 있는 PBR의 중력은 낮은 ROE에 기인한다. 상속 작업이 마무리 단계에 접어들었고, 지배주주와 소액주주의 이해관계가 일치되고 있다. 동사는 이미 주주 가치 제고 방안으로 지배구조 개선, 자사주 소각, 배당을 확대하고 있다. 만년 저평가 지주사 Nexen의 변화는 시작되었다.

추정 손익계산서 - 연결 넥센									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E
매출액	2,403,881	3,003,950	3,036,062	763,658	839,687	905,669	977,412	3,491,807	3,844,849
YoY(%)	0.0%	25.0%	1.1%		10.0%	7.9%	7.9%	15.0%	10.1%
매출원가	1,895,178	2,498,971	2,216,876	563,721	617,517	644,043	670,833	2,496,114	2,704,050
매출총이익	508,704	504,979	819,186	199,937	222,169	261,626	306,578	995,692	1,140,799
GPM(%)	21.2%	16.8%	27.0%	26.2%	26.5%	28.9%	31.4%	28.5%	29.7%
판매비와관리비	475,125	527,522	598,148	147,263	155,339	155,339	155,339	602,643	638,777
영업이익	33,579	(22,543)	221,038	52,674	66,831	106,288	151,240	393,049	502,022
OPM(%)	1.4%	-0.8%	7.3%	6.9%	8.0%	11.7%	15.5%	11.3%	13.1%
기타손익	(951)	23,246	3,186	9,325	143	143	143	9,098	812
금융손익	13,875	(5,316)	(44,414)	155	1,516	1,516	1,516	(12,896)	(27,731)
지분법손익	1,141	1,499	1,105	55	398	398	398	1,248	1,248
법인세비용차감전순이익	47,644	(3,114)	180,914	62,209	68,888	108,345	153,297	390,499	476,351
법인세비용	18,222	(4,891)	80,465	12,836	15,633	24,787	35,216	90,247	110,165
당기순이익	29,422	1,777	100,449	49,373	53,255	83,558	118,081	300,252	366,187
NPM(%)	1.2%	0.1%	3.3%	6.5%	6.3%	9.2%	12.1%	8.6%	9.5%
귀속 - 지배지분	28,841	17,469	41,636	25,762	27,787	43,598	61,612	156,664	191,068
귀속 - 비지배지분	581	(15,692)	58,813	23,611	25,468	39,959	56,469	143,588	175,119

Rating

Buy

목표주가: 6,080 원
현재주가: 4,435 원
상승여력: 33.0%

12M 주가추이



B/S data (TTM)

자산 총계 51,741 억원
부채 총계 28,880 억원
자본 총계 22,861 억원

Earning data (TTM)

PBR (12MF) 0.10x
PBR (24MF) 0.09x

주요 주주

강호찬 48.49%
강병중 8.61%
넥센월석문화재단 2.26%

SMIC 3 팀

팀장 48 기 심창현
팀원 48 기 김규민
48 기 백상원
49 기 김태인
49 기 이재영

CONTENTS

1. Main Idea - 가치투자의 계륵, 지주회사	03
2. 기업 분석 - NEXEN Never Gets 'Tire'd	05
3. 산업 분석 - 타이어 A to Z	08
4. 투자포인트 1. Tire Makes Growth	11
5. 투자포인트 2. Holdings Makes Value	18
6. 매출 추정	24
7. Valuation - SOTP Method	28
Appendix	33

1. Main Idea - 가치투자의 계륵, 지주회사

가치투자자들에게 있어 한국의 지주회사는 계륵같은 존재다. 기본적으로 저평가되어 있는 주식을 매수해야 하지만 그 저평가가 너무 장기화된다면 투자의 의미는 퇴색되기 때문이다. 그렇다면 지주회사는 어떤 것이고, 왜 저평가되어 있는 것일까? 좋은 지주사는 결국 없는 것일까? 본 보고서에서는 이러한 질문들에 대하여 답을 찾는 과정으로 포문을 열고자 한다.

1.1. 한국 지주회사들의 디스카운팅

사업과 업종에 따라 다양하게 존재하는 지주회사들

‘지주회사’는 주식을 소유함으로써 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 삼는 회사를 일컫는다. 지주회사는 크게 별도 사업분야 여부에 따라 별도 사업이 존재하면 사업, 없으면 순수으로 나뉜다. 업종에 따라서는 자회사 중 금융사가 있으면 금융지주회사, 없으면 일반으로 나뉘고 흔히 PE라고 통칭하는, 오로지 투자를 목적으로 하는 투자지주회사도 존재한다.

경영자로서 지주사는 한정된 자본으로 효율적 성과가 필요

그럼에도 공통적인 것은, 지주사는 자회사들에게 있어서 경영자의 역할을 한다는 것이다. 즉, 지주사가 사업을 영위하는 데 있어 필요한 자본 배치를 결정한다. ROE가 높은 회사가 벌어들이는 현금으로 ROE가 낮은 회사에 투자하거나, 자회사에 대한 채무 보증을 한다거나, 자회사 주식 매입 등이 그 예일 것이다. 지주회사가 의미를 가질 수 있는 지점은, 그룹의 자본은 한정되어 있고, 가장 효과적으로 성과를 낼 수 있는 자본배치가 필요하기 때문이다.

지주사 할인 이유 ①
자회사 중복상장으로
더블카운팅 우려

한국 기업들의 고질적인 특징인 낮은 ROE와 더불어 한국 지주사들이 할인 받는 이유에는 크게 3가지가 있다. 먼저 자회사 중복 상장에서 기인하는 **더블카운팅 우려**이다. 시장에서 형성된 시가 총액에 두 기업의 가치가 중복 계산되는 것으로 인식되거나, 지주사의 별도 영업가치와 보유한 자회사의 자산가치를 합산할 때 중복 계산되었다는 우려를 받는 것이다.

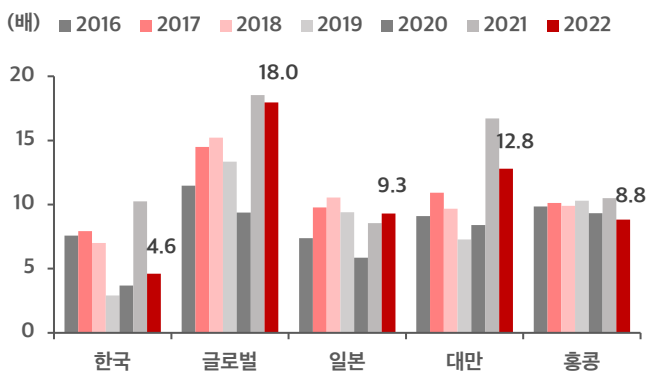
지주사 할인 이유 ②
다양한 사업 영역

다음으로 지주회사는 **투자의 선명도가 불투명**하다는 것이다. 투자 아이디어를 검증받기 위해서는 영위하는 사업이 명확해야 하지만, 다수의 자회사를 보유한 지주회사의 경우 다양한 사업의 상호간섭으로 인해 명확히 단일의 투자 아이디어를 검증받을 수 없다.

지주사 할인 이유 ③
상속으로 인한
주가의 하방 압력

마지막으로는 상속 이슈로 인하여 **주가의 하방 압력이 상존**한다는 것이다. 지주사는 그 본질 상 그룹 전체에 대한 지배력을 갖는다. 따라서, 상속 과정에서 필연적으로 지주사에 대한 대주주의 지분 취득이 수반된다. 이를 용이하게 하기 위해서는 지주사의 주가가 낮아야 한다. 또한 지주사는 상속 과정에서 상속세 납부를 막기 위한 수단으로 등장하기도 한다.

그림 1-1. 국가 별 비금융 ROE 비교



출처: Bloomberg, SMIC 3팀

그림 1-2. 지주사 할인 유형별 사례



출처: SMIC 3팀

1.2. 지주회사들에 투자할 수 있는 이유

지주회사는 결국 대주주의 이해관계와 일치하게 된다

낮은 ROE와 더불어 3가지 할인 요인들은 한국 지주사들에 대한 투자를 망설이게 한다. 그럼에도 지주사들에 투자해야 하는 이유는 무엇일까? 먼저 지주사는 그룹의 대주주와 이해관계를 같이 한다. 제도 변화와 사회의 인식 개선으로 인하여 대주주들의 사익 편취는 제한되었고, 합법적으로 회사로부터 부를 전가 받을 수 있는 수단은 **배당 혹은 지분 가치 상승으로 한정**되었다.

소유와 경영의 일치, 높은 배당은 지주사 투자 요인

지주회사에서의 꾸준한 현금 수취는 지주회사가 대주주와 밀접한 이해관계를 맺고 있다는 증거이고, 이는 **소유와 경영의 일치로 대리인 비용의 감소**시킨다. 이러한 맥락에서, 지주사에는 **높은 배당을 지급할 만한 유인**이 존재한다. 상대적으로 낮은 ROE를 보이는 한국 주식 시장에서 소유와 경영의 일치, 높은 배당은 변동성이 적은 지주사에 투자할 만한 메리트를 던져준다.

좋은 지주사 ① 자회사에 대한 자본배치가 중요

그렇다면 **좋은 지주사를 선별하는 기준**은 무엇일까? 먼저 **자회사에 투자를 잘 하는지**이다. 결국 지주사의 장점은 소유와 경영의 일치, 그리고 이를 가능하게 하는 배당에서 나온다. 자회사의 배당금은 비용 없는 이득이기에 매우 중요하다. 결국, 지주사는 투자를 통해 자회사를 성장시키고, 이를 통해 배당을 늘리는 과정을 반복하여 **투자의 선순환을 만드는 자본배치가 중요하다**.

좋은 지주사 ②, ③ 선명한 투자아이디어, 자산 대비 할인율

두번째는 **선명한 투자 아이디어**를 갖고 있는지 확인하는 것이다. 단일 산업군이나 단순한 아이디어로 설명 가능한 업종에 비해 복합 산업을 영위하는 지주회사는 분석하기도 어렵고, 실제로 아이디어가 현실화되어도 온전히 주가 상승의 수혜를 받기가 어렵기 때문이다. 세번째는 보유한 **자회사, 현금 및 부동산 가치에 대비한 할인율**을 확인하는 것이다. 지주회사가 오르면 물론 지주회사도 오를겠지만, 할인율 해소에 따라 보너스 상승을 향유할 수 있는 장점이 있기 때문이다.

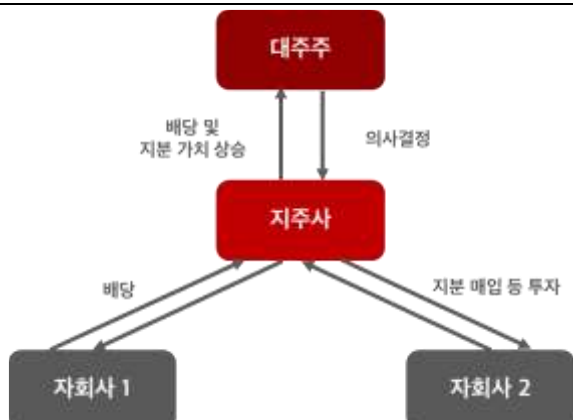
좋은 지주사 ④, ⑤ 우량한 별도 BS, 주주환원 의지

네번째는 **별도 재무제표가 우량한지** 확인하는 것이다. 배당, 로열티 수익 등을 받아 자체적으로 쓸 수 있는 돈이 많아야 자회사 투자, 배당 및 자사주 매입이 가능하다. 마지막은 **주주정책 의지가 있는가**이다. 실적 가이드를 온전히 믿을 수 없듯, 주주환원에도 말이 아닌 꾸준한 행동이 중요하다. 더불어 저평가된 상황에서는 자사주매입소각으로 주주들에게 큰 부를 가져다줄 수 있다.

결국 핵심은 유망한 자회사와 자본배치 능력

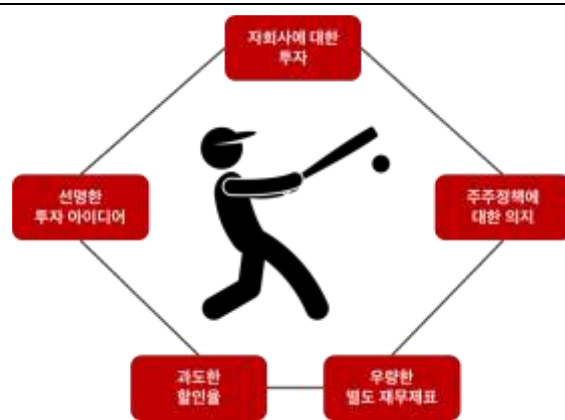
결국 정리하자면, 우리가 투자해야 하는 지주사는 그룹 차원의 유사한 산업군 속에서 **유망한 자회사**를 가지고 있으며, 자회사의 성장을 지속할 수 있는 **자본배치 역량**을 함께 갖추고 있어야 한다. 그렇다면 구체적으로 어떤 회사에 투자해야 할까? 본서는 이에 대한 답으로 특정 산업에 집중하고, 유망한 자회사를 가지고 있으며 배당을 중요시하는 지주회사, 넥센을 소개한다.

그림 1-3. 지주사의 역할



출처: SMIC 3팀

그림 1-4. 좋은 지주사의 기준



출처: VIP TV, SMIC 3팀

2. 기업 분석 - NEXEN Never Gets 'Tire'd

2.1. 넥센, 누구냐 넌

다섯 차례나
주인이 바뀌었던
흥아타이어

올해로 82주년을 맞은 넥센타이어는 42년 **흥아고무공업사** 설립 후 총 다섯 차례 주인이 바뀌는 등 순탄치 않은 길을 걸어왔다. 흥아고무공업사는 **흥아타이어**로 이름을 바꾼 뒤 56년 국내에서 처음으로 자동차용 타이어를 생산했다. 경영 악화로 73년 **원풍산업**에 인수된 흥아타이어는 6년 만에 원풍산업이 **국제그룹**으로 넘어가면서 세 번째 주인을 맞았다. 국제그룹은 85년 전두환 정권 때 해체됐고, **우성산업**이 타이어 사업을 인수했다. 이 회사가 세계 1위 타이어 회사인 프랑스 미쉐린과 함께 설립한 공장이 지금의 넥센타이어 본사가 있는 양산 공장이다.

Next Century,
NEXEN의 시작

하지만 우성그룹은 96년에 부도를 맞게 되었고, 99년 **흥아타이어공업**에 인수되어 00년 8월, 사명을 넥센타이어로 변경하였다. 02년에는 흥아타이어공업의 사명을 '**넥센**'으로 변경하며 '**넥센그룹**'이라는 그룹명을 사용하기 시작했다. 2004년 부가가치가 높은 프리미엄 타이어를 생산하는 첨단 설비를 갖춘 양산 제2공장을 완공한 데 이어 창녕에 공장을 건설하며 도약의 발판을 마련했다. 08년에는 중국 칭다오에 16만평 규모의 생산공장과 R&D 센터도 건립했다

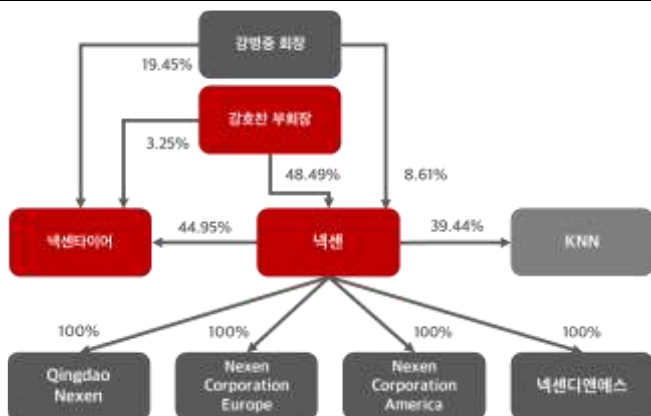
고무, 물류, 임대 등
별도 사업을
영위하는 넥센

사업지주회사라는 동사의 특성상, **동사만의 사업을 영위함**과 동시에 **종속회사들의 사업을 통한 이익을 인식**한다. 동사의 별도 사업부문은 크게 **고무, 운송물류, 지주**로 나뉜다. 별도 매출의 97%를 차지하는 고무사업은 타이어용 튜브와, 일반 타이어와 달리 내부가 고무 재료로 가득 채워진 솔리드 타이어를 생산한다. 운송물류사업의 경우 자회사였던 넥센 L&C를 17년 편입하며 국내 물류를 담당하고 있고, 해외 완전자회사들을 통해 해외에서의 타이어 물류와 운송을 담당한다. 지주부문은 지주회사로서의 역할과 경영 컨설팅 서비스 등으로 구성된다.

타이어 밸류체인에
특화된 동사의
종속회사들

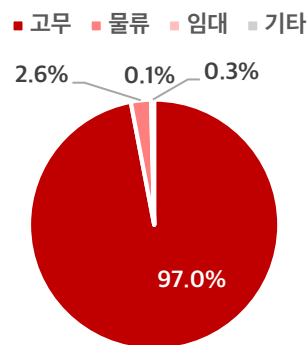
동사의 **종속회사**에는 크게 5개가 존재한다. 먼저 23년 기준 동사의 매출액 89%를 차지하는 **넥센타이어**는 자동차용 타이어를 제조 및 판매한다. 선술한 해외 자회사인 **Qingdao Nexen**은 중국 청도에 위치한 자회사로 타이어용 튜브를 제조 및 판매한다. **Nexen Europe**과 **America**는 타이어 수출입 운송을 위한 물류를 담당한다. **넥센디앤에스**는 09년 넥센의 부동산 임대사업 부문을 분리하여 설립된 법인이다. 마지막으로 연결대상에는 포함되지 않지만 자회사로 존재하는 **KNN**이 있다. KNN은 부산 및 경남 지역을 대상으로 하는 지상파 민영 방송사로 02년 합병되었다.

그림 2-1. 넥센그룹 지배구조



출처: Dart, SMIC 3팀

그림 2-2. 넥센 별도 매출액 비중



출처: Dart, SMIC 3팀

2.2. 넥센, 살살이 살펴보기

강병중 회장,
지역에 대한 애착과
사업에 대한 자부심

강병중 회장: 기업에 대해 탐구하기 위해 그룹의 역사와 함께 필수적으로 선행되어야 하는 것은 **경영자에 대한 이해**이다. 강 회장은 대학교를 졸업하던 해 중고화물차 수입업을 시작했고 운수 회사를 만들어 키워나갔다. 5년 뒤 운수회사를 그만두고 흥아타이어 재생공장을 사들여 **흥아타이어 공업을 설립**했다. 최연소로 부산상공회의소 부회장/회장을 맡았다. 부회장 재직 당시, 92년 대선 국면에서 발생한 **'초원복집 사건'에 연루**되었다. 해외시장에서 '타이어 강'으로 불린다. 해외 전시회에 참여해 많은 질문을 하는 것에 외국인들이 강한 인상을 받았기 때문으로 알려졌다.

강호찬 부회장,
스포츠 마케팅으로
경영 능력을 입증

강호찬 부회장: 부산중학교와 부산고등학교를 졸업했다. 연대 경영 학부 시절 스노우보드 아마추어 선수로 활동하기도 했다. 미국 프로야구, 독일 분데스리가, 잉글랜드 프리미어리그 등 대중 스포츠에서 다양한 팀을 후원하는 등 **스포츠 마케팅 범위를 미국과 유럽 등으로 확장**했다.

강호찬 부회장,
풍부한 현장 경험과
친근한 성정

현장 경험이 있어야 회사를 알 수 있다는 강 회장의 뜻을 따라 유학을 가라는 주변의 권유를 마다하고 **넥센타이어 생산공장에서 일을 배우기** 시작했다. 오너 2세인 것을 알게 된 노조의 반발이 심했지만 직원들과 거리낌 없는 관계를 만들어갔다. 먼저 웃으며 인사를 건네 '스마일맨'이라는 별명도 얻었다. **사람들과 어울리는 것을 좋아해** 술자리를 자주 가진다고 한다. **송년회나 직원 생일잔치에 가급적 참여**하는 것을 원칙으로 삼는 것으로 전해진다.

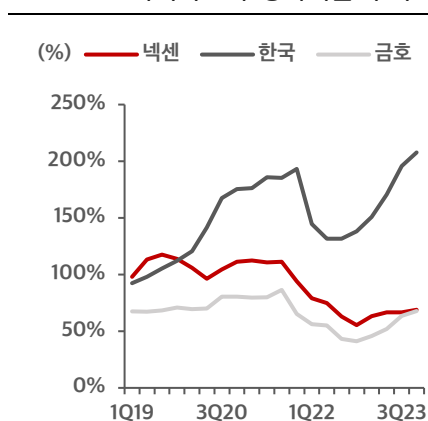
주식 교환을 통해
지주사 전환과
승계를 한번에 해결

지주사 전환 과정: 동사의 **지주사 전환은 승계작업과 동시에** 이루어졌다. 이는 **넥센타이어의 주식을 현물출자하여 유상증자된 동사의 신주를 취득**함으로써 이루어졌다. 이를 위해 당시 넥센타이어 주식 공개매수가 이루어졌지만, 그 보상은 현금이 아닌 동사의 주식이었고 이에 개인들의 참여가 매우 저조했다. 강 사장의 동사 지분은 12.62%에서 50.51%로 증가하며 그룹 지배력을 확대할 수 있었다. 이러한 과정을 통해 동사는 지주사로 전환됨과 동시에 **증여세를 납부하지 않고 강 사장**으로의 승계를 마무리할 수 있었다.

타이어 3사 중
넥센타이어는
추격자의 지위

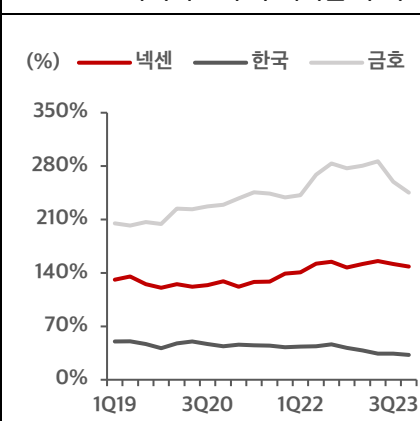
재무 구조: 코로나 시기 OPM이 급감했지만, 작년 타이어 산업 활황에 힘입어 코로나 이전 수준으로 복구되고 있다. 동사의 연결 매출에서 **넥센타이어가 차지하는 비중이 90%에 육박**하는 바, **동사의 실적은 넥센타이어와 연동**된다. 이에, 동사의 재무구조를 개선하기 위해서는 넥센타이어의 재무구조 개선이 필수적이다. 넥센타이어의 주요 재무구조는 다음과 같다. 기업의 단기적인 지급능력을 파악할 수 있는 당좌비율은 73.7%, 부채비율은 126.8%, 차입금의존도는 37.2%로 확인된다. 한국타이어, 금호타이어와의 비교에서 **동사의 수치는 모두 중간에 해당**한다.

도표 2-3. 타이어 3사 당좌비율 추이



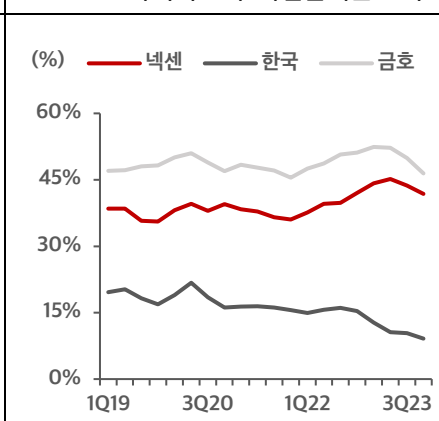
출처: KRX, SMIC 3팀

도표 2-4. 타이어 3사 부채비율 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

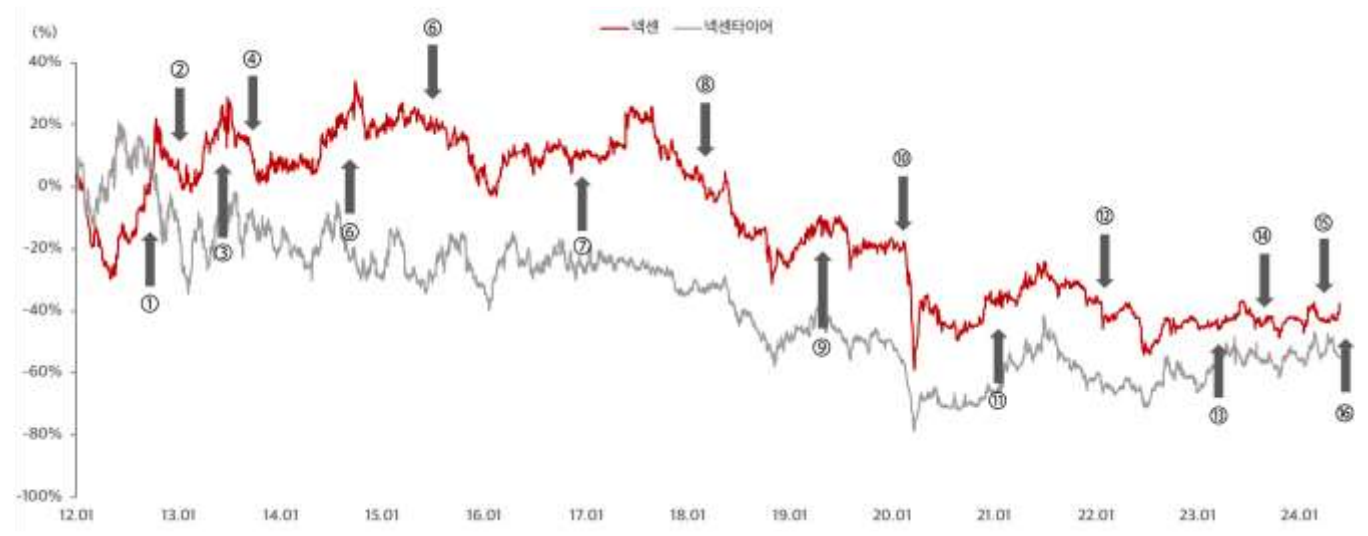
도표 2-5. 타이어 3사 차입금의존도 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

2.2. 넥센, 어떻게 지냈니 - 주가분석

그림 2-6. 동사 및 넥센타이어 주가 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

- ① 12/05~ 지주사 전환 주주총회 의결, 넥센타이어 12년 2, 3Q 매출액 사상 최대치 전망
- ② 12/10~ 4Q 어닝쇼크, 타이어 수요 부진 및 원자재 가격 하락에 대한 전망
- ③ 13/02~ 주주총회 지주회사 전환 의결 및 강호찬 사장 대표이사 선임. 창녕공장 지속적 증설
- ④ 13/06~ 넥센타이어 2분기 영업이익 QoQ -14%.
- ⑤ 14/05~ 넥센산기를 넥센타이어가 흡수합병. 유럽 신공장 신설 공시
- ⑥ 14/10~ 수요 부진 및 원자재 가격 하락과 asp 하락으로 인한 글로벌 경쟁 심화 국면
- ⑦ 16/02~ 넥센 1:10 주식분할 결정, 원자재 가격 상승 장기화로 인한 평가 전이로 마진 개선
- ⑧ 17/09~ 체코 공장 가동 시작, 넥센테크 자회사 탈퇴 및 넥센L&C 흡수합병, 원자재 가격 하락 및 중국 타이어 산업 구조조정 마무리로 인한 중저가 타이어 경쟁력 약화
- ⑨ 18/12~ 넥센타이어 컨센서스를 상회하는 영업이익, 19/3 강호찬 대표이사 넥센 부회장 승진
- ⑩ 20/02~ 코로나19 및 체코 공장 감가비 반영으로 인한 비용 악화, 미국 반덤핑 관세 부과
- ⑪ 20/03~ 신차보다 중고차 수요 증가, 교체용 타이어 수요 증가. 수요 회복에 따른 가격 인상 국면에서 국내 타이어 업종의 활증 진행
- ⑫ 21/04~ 원자재 가격 상승 및 해상운임료 폭등에 따른 넥센타이어 부진
- ⑬ 22/07~ 자사주 취득 결정 (22/8, 23/5 총 100억)
- ⑭ 23/06~ 고금리 기조에 따른 자동차 피크아웃 우려로 저평가 지속. 3Q 매출액 가이드런스 미달
- ⑮ 24/02~ 비수기 및 체코 2공장 증설에 따른 고정비와 초기 비용 부담
- ⑯ 24/05~ 넥센 50억원 규모(7.1%) 자사주 취득 결정

3. 산업 분석 - 타이어 A to Z

이제부터는 넥센이 주요 사업을 영위하고 있는 타이어 산업에 대하여 살펴보고자 한다. 인류에게 신발은 지면에 존재하는 다양한 위협 요소를 막아내고, 효율적으로 나아가기 위해 없어서는 안 될 필수요소다. 자동차에서 타이어는 신발과 같은 역할을 한다. 엔진의 힘을 지면에 전달하고, 성능과 안전에도 중요한 영향을 미치기 때문이다. 자동차의 근본적인 목적인 '이동'을 가능하게 해주는 타이어, 그 산업의 세계로 굴러가 보자.

3.1. 타이어, 자체부터 산업까지

중요한만큼
단순하지 않은
타이어의 구조

타이어의 구조는 크게 외부 골격재와 내부 보강재로 나눌 수 있다. 골격재는 우리가 타이어 하면 생각나는 외부의 검은 고무 구조를 통칭하며, 보강재는 골격재 아래에 숨어 타이어의 내구성을 담당하는 핵심 소재이다. 골격재는 트레드, 사이드 월로 이루어지며 보강재는 벨트, 비드코어, 카커스 등으로 이루어진다. 이를 구성하는 원재료는 3.2.에서 후술하고자 한다.

타이어 시장
신차에 들어가는 OE,
교체용 수요인 RE

타이어 시장은 크게 OE(출고용) 타이어, RE(교체용) 타이어로 나뉜다. OE는 완성차 업체에서 타이어 제조사와 계약을 맺어 납품받아 신차 생산 시 장착하는 타이어로, 주로 B2B의 성격을 띤다. 반대로 RE는 약 4~5년 주기로 교체해야 하는 소모품인 타이어를 교체하려는 개인 대상이므로 B2C 시장의 성격을 띄게 된다. 따라서 OE 시장은 신차 판매량, 정확히는 신차 생산량에 큰 영향을 받고 RE는 가동 차량 수와 총 주행거리에 영향을 받게 된다.

RE 브랜드는
소비자 향후 구매에
큰 영향을 미친다

글로벌 타이어 시장 내 RE의 비중은 75%, OE의 비중은 25% 수준이다. 그러나 일반적으로 소비자는 OE에서 납품된 브랜드를 반복적으로 구매해 교환하는 경향이 있어 OE 시장의 중요성은 비중 그 이상이다. 심지어 완성차 업체로의 OE 납품은 새로운 차량에 공급되는 것이기에 완성차 업체들의 까다로운 요구 기술 수준을 충족해야만 공급이 가능하다. 때문에 프리미엄 브랜드로의 OE 타이어 납품은 그 자체로 기술력을 증명하는 수단이 되며, 이는 곧 RE타이어 시장에서의 경쟁력으로 이어지기에 타이어 시장은 브랜드력이 강하게 작용한다.

높은 진입장벽,
브랜드력
선점효과가 중요하다

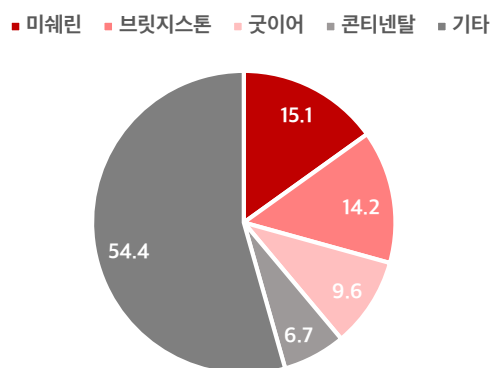
타이어 산업은 자본집약적, 노동집약적, 기술집약적이라는 특성을 갖는다. 이는 직전에 언급한 브랜드력과 연결되어 진입장벽과 과점화 현상을 불러일으킨다. 22년 생산량 기준으로 글로벌 타이어 상위 4개사의 점유율은 45.6%에 다다르며 해당 상위 4개사는 00년부터 그 지위를 유지해왔다. 타이어 시장의 진입장벽과 브랜드력, 선점효과의 중요성을 확인할 수 있는 대목이다.

그림 3-1. 타이어의 구조



출처: 한국타이어, SMIC 3팀

그림 3-2. 글로벌 타이어 시장 점유율



출처: Bridgestone, SMIC 3팀

3.2. 타이어, 어떻게 세상에 나올까

타이어의 비용에서 큰 비중을 차지하는 원재료들

[그림 1-6.]에서도 확인할 수 있듯이 타이어는 주재료인 고무를 바탕으로 다양한 재료들이 배합돼 만들어진다. 원재료 중 천연고무, 합성고무, 타이어 코드는 가격 변동폭이 크며 큰 비중을 차지하고 있다. 따라서 **이들의 가격 변동에 따라 타이어사들의 마진이 결정된다**. 천연고무는 고무 나무에서 추출되며 주요 생산국은 태국, 인도네시아 등 동남아시아이다. 합성고무는 원유에서 얻을 수 있는 부타디엔으로 합성되기 때문에 원유 가격과 큰 연동성을 가진다.

합성고무와 카본블랙, 원유 가격과 큰 연동성을 갖는다

카본블랙은 타이어의 탄성을 강화하는 강화재와 착색제로 주로 원유 정제 후 남은 기름으로부터 생산되므로 이 또한 **원유 가격**과 큰 연동성을 가진다는 특징이 있다. 한국 타이어사의 경우 천연고무는 전량 동남아시아에서 수입하며, 합성고무 카본블랙은 국내에서 생산하지만 이들의 원재료는 해외에서 수입하기 때문에 원유 가격에 직접적인 영향을 받는다.

OE, RE에 따라 유통 과정이 달라지는 타이어

타이어는 **정련-압출-압연-비드-성형-가류-검사**의 공정을 거쳐 생산된다. 해당 과정을 통해 생산된 타이어는 OE 타이어인지 RE 타이어인지에 따라 유통 과정을 달리한다. 완성차에 들어가는 **OE 타이어**의 경우 복잡한 유통과정을 거치지 않고 바로 **완성차 제조업체로 운반**된다. 그리고 일반 소비자 향 타이어인 **RE 타이어**의 경우 유통 방식이 해외와 내수로 구분된다.

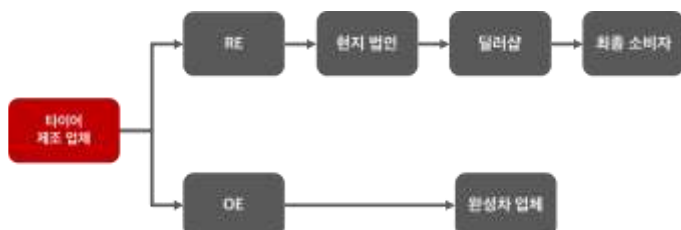
해외는 스스로 교체, 국내는 저인건비로 타이어 전문점에서

생산된 타이어를 **해외로 수출**하는 경우 예는 생산된 타이어는 각 기업의 현지법인으로 해상으로 운송되어 보관된 후 각 현지 법인은 차량정비소, 종합 차량용품점 등의 소매상인 **타이어 딜러**를 거쳐 소비자들에게 판매된다. 반면 **내수로 사용**되는 경우 **타이어 전문점**이라는 한국만의 독특한 타이어 유통구조를 거치게 된다. 해외의 경우, 차량정비사의 인건비가 높아 스스로 교체하는 것이 일반적이지만, 한국은 차량정비사의 낮은 인건비 책정으로 타이어의 구매와 교체를 동시에 진행하는 타이어 전문점이라는 특이한 유통구조를 가지게 되었다.

유통과정 축소는 비용 절감을 위한 타이어사의 숙명

타이어는 부피가 크고 무거우며 온도와 습도에 민감하여 품질관리에도 신경써야 하는 까다로운 제품이다. 제품 생산 후 일반적으로 5년이 지나면 고무의 경화로 인해 판매가 어려운 상태가 되고, 이에 전체 비용 중 **공간 및 설비에 들어가는 비용 및 운반비가 상당히 큰 비중을 차지**한다. 따라서 타이어사들은 **세계 각국에 생산 공장을 구축하여 유통과정을 축소**하면서 필수 비용을 절약하기 위해 노력 중이다. 국내 타이어 3사 역시 해외 공장을 통해 비용 감소를 달성하기 위해 지속적으로 노력하고 있다. [그림 3-5.]는 타이어 3사의 공장 현황을 담고 있다.

그림 3-3. 타이어 유통 구조



출처: 한국타이어, SMIC 3팀

그림 3-4. 타이어 3사 공장 현황

		넥센타이어	한국타이어	금호타이어
아시아	한국	2	2	3
	중국	1	3	3
			인도네시아 1	베트남 1
유럽	체코	1	헝가리 1	-
북미	-	-	미국 1	미국 1

출처: Dart, 언론종합, SMIC 3팀

3.3. 타이어, PQC 파헤치기

판가결정력에 따라
판매 마진이 다르다

OE 타이어 시장은 자동차 제조사의 요구에 맞추어 생산해야 하므로 타이어 **제조사의 판가결정력이 낮다**. 반대로, RE 시장에서는 타이어 **제조사들의 판가결정력이 높다**. 따라서 RE가 OE보다 판매마진이 높을 수밖에 없다. 타이어 제조사들은 RE 시장에서 더 높은 ASP에 타이어를 판매할 수 있기에, 교체 수요가 증가할 경우 타이어 제조사들의 판매마진이 상승하는 양상을 보인다.

일반 타이어보다
가격과 마진이 높은
전기차용과 고인치

전기차는 내연기관 차량에 비해 공차 중량이 무거운 데다 가속이 빨라 타이어 마모에 큰 부담을 준다. 이에 일반 타이어에 비해 고성능 합성고무와 실리카 등의 고분자 소재 등이 많이 사용되고, 일반 타이어에 비해 약 20~30%가량 높은 가격에 판매되며 판매마진 또한 9%p 이상 높다. 또한, **고인치 타이어**는 저인치 타이어 대비 20%~30% 가량 높다. 따라서 **전기차나 고인치 타이어** 중심의 제품 믹스 개선이 이루어지면 타이어 업체의 **ASP 및 판매 마진** 또한 함께 개선된다.

신차 생산량은 OE,
주행거리로 인한
교체 수요는 RE

타이어의 전방은 자동차인만큼, 신차 수요와 생산량 모두에 민감하다. 신차 생산량은 OE 타이어의 수요를 낳고, 신차 판매 대수는 미래 발생할 RE 타이어 수요를 이끌기 때문이다. 신차 생산의 경우 지난해 엔데믹을 맞아 부품 공급 및 생산이 정상화되면서 코로나19 이전 수준을 회복했다. 올해는 고금리 기조가 유지됨에 따라 소비 심리는 크게 반등하고 있지 못하지만, SUV 수출은 증가하는 등 **중대형차 중심 소비는 견조하다**. 또한 교체 타이어 수요는 주행거리에 영향을 받는데, 최근 미국의 자동차 이동거리 추이를 고려했을 때, **교체 수요는 유지될 것으로 전망된다**.

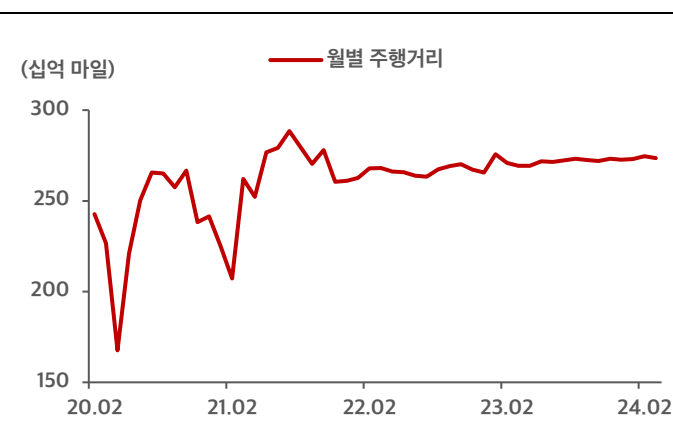
천연고무는 나무
합성고무, 카본블랙은
원유에서 나온다

타이어 산업의 C는 크게 원재료인 **천연고무, 합성고무 및 카본블랙, 타이어 코드, 그리고 운반비**로 나뉜다. **천연고무는 나무**에서 자연적으로 추출되며, 경작을 통해 생산되는 만큼 공급이 수요에 즉각적으로 반응할 수 없다는 특징을 가지고 있다. **합성고무와 카본블랙**은 모두 원유를 정제해서 얻을 수 있는 석유 화학 물질을 원재료로 생산되며, 이에 따라 **원유의 가격**에 민감하게 반응한다. 타이어 코드는 타이어 고무 내부에 투입되는 섬유 보강재이다. 최근 중량이 무거운 전기차 SUV의 판매가 가파르게 증가하면서 타이어당 필요한 타이어 코드 수요가 증가했다.

바다로 운송되기에
해상운임비에
큰 영향을 받는다

타이어는 **해상운임비에 많은 영향**을 받는다. 1Q24 기준 넥센, 한국, 금호의 비용 중 평균 9.2%를 운임비가 차지한다. 이에 해외 공장을 얼마나 많이 보유하고 있는지가 운임비 절감에 결정적인 역할을 한다. 최근 예멘 후티 반군이 홍해를 지나는 선박을 공격하며 사실상 수에즈 운하 항로가 막혔고, 전 세계적인 기후변화에 따른 악천후까지 닥쳐 **해상운임료가 급증**하고 있다.

그림 3-5. 미국 월별 주행거리



출처: Federal Highway Administration, SMIC 3팀

그림 3-6. 천연고무 및 두바이유 가격 추이



출처: FRED, SMIC 3팀

투자포인트 1. Tire Makes Growth

동사가 저평가되었음을 논증하기 위해서는 동사가 가지는 가치에 관한 설명이 선행되어야 한다. 동사의 성장세는 자회사인 넥센타이어와 직결된다. 동사 성장의 레버리지가 되어줄 넥센타이어. 성장할 수밖에 없는 이유와 동사에게 선사할 가치를 알아보자.

4.1. 황금 동아줄, 고마진 타이어

고마진 타이어 시장, 모든 면에서 매력적

완성차 기술의 발전으로 고인치 및 전기차(EV)로 대표되는 **고마진 타이어 시장이 개화**한다. 1st-tier 타이어 기업들은 판가 상승보다는 고마진 타이어의 **믹스 개선**으로 수익성을 개선하고자 한다. 미쉐린 대표는 앞으로 시장 점유율보다는 **마진 유지에 집중**할 것이라 공개적으로 밝히기도 했다. 고마진 타이어는 (1) **수익성**과 (2) **시장의 성장 가능성** 모두 우수하다. 양극화되는 타이어 시장 속 기술력이 뒷받침되는 회사들이 고마진 타이어 시장에 집중하지 않을 이유가 없다.

앞 타이어, 18인치보다 크다!

고마진 타이어 확대는 타이어 생태계의 필연적 흐름이다. 기존에 프리미엄 차량들과 SUV 등 중 대형 차량에만 탑재된 18인치 이상의 **고인치 타이어는 하위 차급으로 확대**되어 설치되는 추세이다. 전반적인 차량 부품 수의 증가로 **무거워진 차체**를 부담해야 하기 때문이다. 신차들 중 고인치 타이어를 단 **차종 비중이 증가**하며, 동일 차급에서 고인치 타이어 **적용 주기가 단축**된다. 고인치 타이어 탑재 차량의 수요가 많아지며 **타이어 다품종 소량 생산**이 트렌드로 자리잡았다. 1st-tier 기업들 뿐만 아니라 넥센타이어를 비롯한 2nd-tier 기업들이 **M/S를 높일 수 있는 기회**이다.

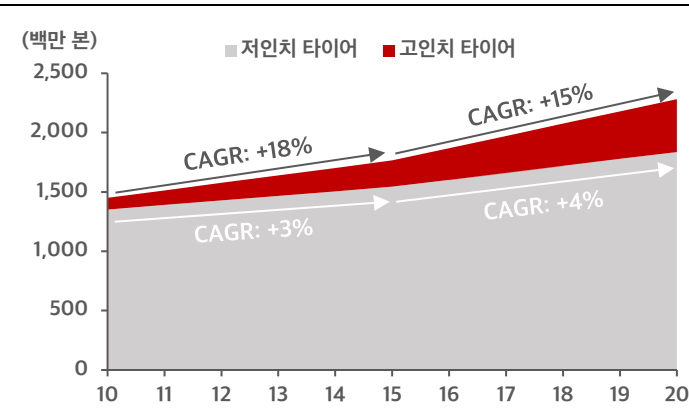
도태되지 않으려면 고마진 타이어로

타이어 시장이 양극화된다. 기술적 해자를 가진 기업들은 고마진 타이어로 향해 떠나고 남은 성장성이 낮은 저마진 시장은 기술력을 가지지 못한 수많은 기업들 사이의 **출혈 경쟁**이 펼쳐진다. 넥센타이어는 양극화된 시장 속 침몰하는 저마진 타이어 시장을 벗어나, **고마진 타이어라는 노아의 방주에 탑승**한다. **매출에서 고인치 비중이 계속 증가**하는 넥센타이어는 OE 중 EV 타이어 비율을 **현재 8%에서 27년 30%까지 확대**할 것이라 밝혀 고마진 타이어 성장 의지를 내비쳤다.

작은 거인의 비결 선택과 집중

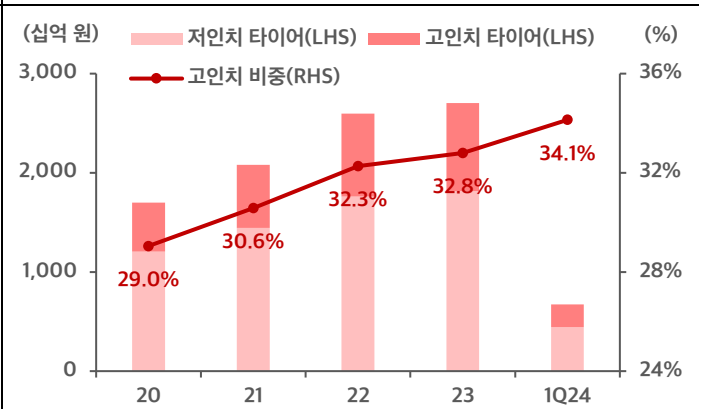
노아의 방주에 탑승하기 위해서는 **기술력**을 갖추어야 한다. 넥센타이어는 어떻게 유수의 대기업들 사이에서 타이어의 기술력을 갖출 수 있었을까. 작은 거인 넥센타이어의 비결은 **선택과 집중**이다. 회사는 상위 30개 타이어 기업 중 **유일하게 경트럭(LTR) 및 버스용 타이어(TBR)를 생산하지 않는다**. 저마진 타이어는 내치고 마진이 높은 사업에만 집중하는 전략인 것이다. 오직 승용차 타이어(PCR)만을 생산, 이 중에서도 고마진 **초고성능 타이어(UHPT)에 All-in**했던 회사이다.

그림 4-1. 타이어 인치별 시장 동향



출처: MTD, SMIC 3팀

그림 4-2. 넥센타이어 타이어별 매출 및 고인치 비중



출처: 넥센타이어, SMIC 3팀

타이어의 후발주자 UHPT의 선두주자

넥센타이어는 국내 타이어 시장의 후발주자이다. 00년대 후반 한국과 금호타이어가 양분하던 시장에 합류했다. 하지만, 10년대 타이어 시장의 키 플레이어, 고인치 타이어의 전신인 UHPT에 있어서는 신기술들을 내놓으며 선두를 달렸다. 금융 위기 당시 UHPT 개발을 위한 투자를 망설인 경쟁사들과는 달리 1,000억 원이 넘는 설비 투자를 단행한 결과이다. 회사는 상승하는 UHPT 수요 증가를 등에 업어 한국-양강 구도를 깨고, 당당히 국내 타이어 시장에 자리잡았다.

기본기인 R&D에 충실하라

지속적인 기술 투자를 이어가는 넥센타이어다. UHPT는 넥센타이어가 오늘날 고마진 타이어 사업을 영위하게 하는 기술적 밑바탕이 되었다. 하지만 10년 전 넥센 타이어가 UHPT의 선두그룹이었다 해도, 현실에 안주했다면 빠르게 발전하는 타이어 기술 속에서 경쟁력을 잃었을 것이다. 어떻게 이 흐름에서 뒤쳐지지 않고 1st-tier 기업들과 동행할 수 있었을까? 답은 R&D이다. 넥센타이어는 지난 5년 간 국내 타이어 3사 중 가장 높은 R&D 비중을 기록하며 꾸준히 기술적 해자를 마련하려 한다. R&D는 사업의 기본기이다. 기본기는 조용히 그리고 강하게 회사를 키운다.

반등하는 타이어 업황

길고 긴 터널 끝, 타이어 시장이 빛을 보기 시작한다. 타이어 업황 반등의 시작은 신차 판매 대수가 증가로부터 비롯된다. 선제적으로 OE 수요가 증가한 후 장기적인 관점에서 타이어 교체 수요 회복으로 마진이 높은 RE 시장까지 수혜받을 수 있는 것이다. 20~22년 동안 신차 판매량은 10년대의 평균을 하회하며 얼어붙었다. 앤데믹이 도래한 23년부터 팬데믹 이전 판매량을 회복하면서 반등의 조짐을 보였으며, 신차 판매 수요 증가의 흐름은 올해도 지속될 전망이다.

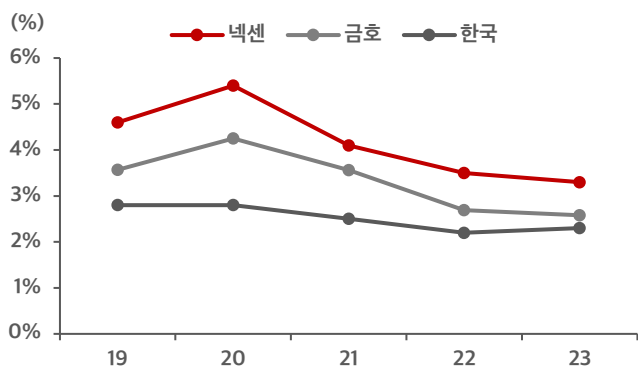
팬데믹, 폭발적으로 P를 상승시키다

기업들은 터널 속에서 꾸준히 황금기를 맞이할 준비를 했다. 타이어 시장은 미쉐린 등 1st-tier 기업들이 판가를 상승시키면, 2nd-tier 기업들의 판가 상승이 후행되는 특성을 가진다. 20~23년 동안 미쉐린은 수차례 가격 인상을 통해 결국 20~30%의 인상률을 기록했으며, 이를 따라 많은 기업들이 판가를 인상했다. 동기간 승용차 타이어 가격 지수는 약 25% 상승했다. 올라간 타이어 가격은 다시 내려오지 않는다. 암흑기 동안 마진과 ASP가 모두 개선되어 “P의 전성기”가 왔다.

특히 고마진에 우호적인 유럽&북미

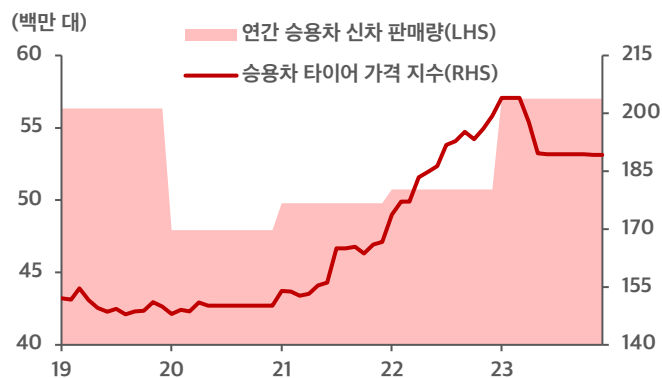
이 상황 속에서 Top 2 고객 유럽과 북미의 시장 상황은 특히 우호적이다. 우선 중국 기업의 영향이 적다. 미국과 유럽의 높은 반덤핑 과세 및 품질 기준으로 인해 중국 기업들의 진입이 제한되고 있다. 특히 중국은 미국의 타이어 수입국 10위에도 들지 못하고, 중국 제품에 대한 미국의 관세 부과 의지는 여전히 강하다. 그리고 다수의 선진국들이 분포한 두 시장은 전기차 및 신차에 대한 수요가 높은 지역이며, 타이어 매출 1, 2위인 지역이기까지 하다. 고마진 타이어에 우호적인 시장 분위기까지, 타이어 시장의 평균 성장치보다 높은 업사이드가 넥센타이어에 열렸다.

그림 4-3. 국내 타이어 3사 매출 대비 R&D 추이



출처: 각 사, SMIC 3팀

그림 4-4. 타이어 가격 및 신차 판매량 추이



출처: Scotiabank, OICA, SMIC 3팀

빅리그 유럽과 북미에서 넥센타이어에 우호적인 분위기가 펼쳐졌다. 점유율을 높인 동사는 이제 리그의 주전 자리를 넘어 간판타자 자리를 넘본다. 라이벌들보다 가팔랐던 상승세에 CAPA 확대를 통해서 벌크업하며 지금까지 볼 수 없었던 Q의 업사이드가 창출된다. 해외파 신성 넥센타이어, 지금이 포텐을 터뜨릴 시간이다.

4.2. 유럽에서 꿈을 펼쳐라

유럽은 넥센타이어
않이 중

넥센타이어에게 유럽 시장은 과잉 수요의 시장이다. 동사의 전체 매출이 14년 1.8조 원에서 23년 2.7조 원으로 50% 성장하는 동안, 유럽 매출은 3천억 원에서 1조 원까지 233%나 성장하며 이제는 전체 매출의 40%를 책임진다. 프리미엄 브랜드를 주축으로 지속적인 (1) 유럽향 OE 신규 공급이 이루어지고, 유럽 내 (2) RE 타이어 점유율이 꾸준한 상승세를 보이고 있기 때문이다. 결국 23년 4분기, 유럽 시장의 수요는 타이어 생산능력 대비 고객사의 수주가 초과되었다.

유럽향 OE
신규 계약 증가

유럽 시장에서 OE 시장 고객은 점차 확대되는 중이다. 타이어 산업에서는 해외 공장 신설 후 2-3년 후부터 해당 지역의 완성차 업체들을 향해 OE 제품이 공급된다. 작년 13개 브랜드 24개 차종에 대해 OE 신규 계약을 체결한 넥센타이어는 이 중 7개 브랜드 9개 차종을 유럽에서 계약하며, 높은 계약 비중을 기록하였다. 올해 1분기에만 신규 OE 계약의 50%인 3개 차종을 유럽에서 수주하면서 지속적으로 증가하는 유럽 완성차 업체들의 수요를 보여준 넥센타이어다.

페라리, 벤츠, BMW
무슨 말이 더 필요해

넥센타이어는 프리미엄 브랜드 계약에 힘을 쏟는다. 페라리, 메르세데스-벤츠, BMW. 작년 신규로 OE 공급을 계약한 완성차 업체들이다. 일반차에만 집중하지 않고 프리미엄 브랜드를 함께 공략하는 것은 (1) 브랜드 인지도 개선, (2) 구조적인 수익 성장이라는 효과를 기대할 수 있게 한다.

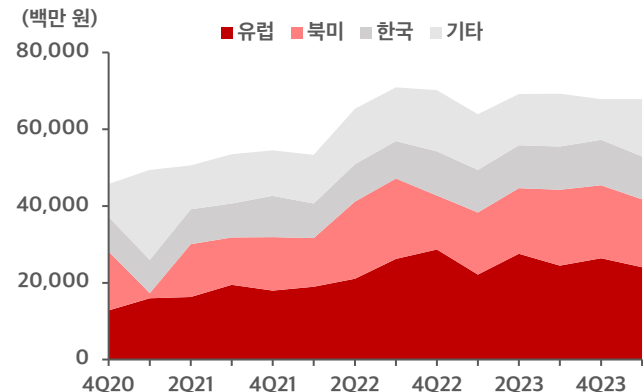
프리미엄 브랜드 OE
(1) 브랜드 인지도 ↑

넥센타이어를 OE로 장착하는 프리미엄 브랜드 증가는 전반적인 기업의 인지도를 향상시켜 준다. 더불어, 품질적 측면에서 좋은 이미지를 심어줄 수 있다. 넥센타이어는 시장 점유율 확보가 중요한 유럽 타이어 시장의 후발주자이다. 브랜드 이미지를 구축하는 것이 완성차 업체들과의 OE 신규 계약 뿐만 아니라 RE로 넥센타이어를 소비할 잠재 고객 확보에도 긍정적인 영향을 미친다.

프리미엄 브랜드 OE
(2) 구조적 수익 성장

프리미엄 브랜드로 구조적인 ASP 상승 효과 또한 누릴 수 있다. 고급 차량에 사용되는 타이어는 주로 고인치 타이어이기 때문에 일반차 대비 마진이 높다. 또한, OE에서 RE로의 전환에서 50% 정도의 lock-in 효과를 가지기에 잠재적 고객들을 확보했다고 볼 수 있다. 상술한 브랜드들의 카이안, E클래스 등은 인기 차종들이기에 잠재적 RE 고객 규모가 큰 점도 긍정적이다. 이 상황 속 상술한 브랜드 인지도 개선으로 인한 추가 고객 유입은 넥센타이어의 RE 수요에 시너지를 낸다.

그림 4-5. 넥센타이어 지역별 매출



출처: 넥센타이어, SMIC 3팀

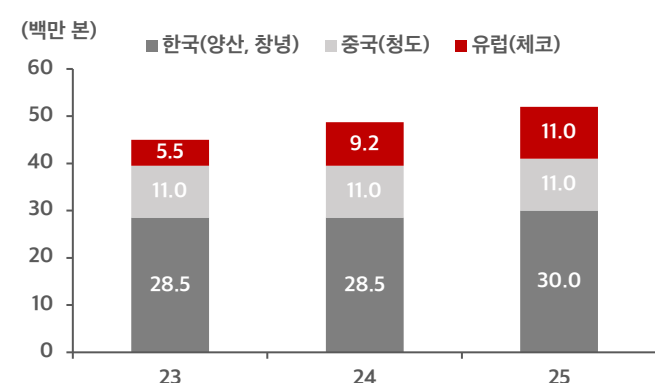
그림 4-6. 넥센타이어 신규 OE 공급 계약 현황

분기	차종
1Q23	포르쉐: CAYENNE, BMW: X1, 5 시리즈, 현대: IONIQ6, KONA 후속, SKODA: SCALA, KIA: NIRO EV, COWIN: FX12, 아우디: A3
2Q23	BMW: X1, VW: Atlas, 현대: KONA, Jeep: WRANGLER GLADIATOR
3Q23	메르세데스-벤츠: E-Class, FIAT: DUCATO, 현대: TUCSON, KIA: EV9, RAY, EV5, KGM: REXTON, REXTON SPORTS, VGV: FP70
4Q23	현대: SANTAFE, KIA: SONET, KGM: TORRES EV
1Q24	메르세데스-벤츠: E-Class, HMC: STARIA HEV, Peugeot: Partner, Citroen: Berlinao, C3, BMW Mini: Mini 5 door / Hatch

출처: 넥센타이어, SMIC 3팀

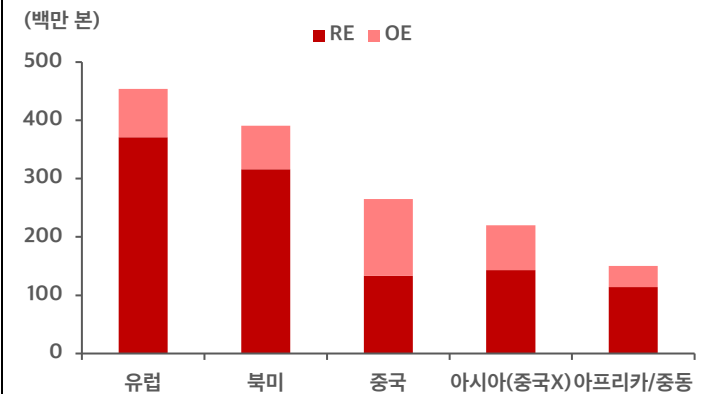
과잉 수요의 대응책 체코 공장	수백 개의 타이어 기업 중 프리미엄 브랜드에 타이어를 납품하는 기업은 10개 미만이다. 몇 되지 않는 프리미엄 브랜드의 수혜 를 받는 넥센타이어는 유럽 시장에서 빠른 속도로 점유율을 높일 것이다. 사측에서도 전체 매출 대비 유럽의 비중을 높여나갈 것 이라고 공개적으로 밝혔다. 이미 과잉 수요인 유럽에서 앞으로를 대비하기 위한 해결책, ramp-up한 넥센타이어 체코 공장 이다.
체코 명예 시민, 넥센타이어	19년 증설이 완료된 체코 공장은 기존 생산 가능량 550만 본에서 ramp-up을 통해 올해 920만 본, 25년에는 1,100만 본을 생산할 수 있는 CAPA를 확보하고자 한다. 설립과 증설에 1조 2,000억 원을 투입한 체코 공장은 체코에서 단일 공장 중 최대 투자액 기록을 수립했을 정도로 넥센타이어의 "회심의 한 수" 였다. 1,000만 본 이상의 타이어가 생산될 때부터는 규모의 경제 효과가 가속화되어 고정비 절감의 효과 까지 기대하게 만드는 체코 공장, 내년부터 가동률 100%이다.
지정학적 리스크 근본적 대책 필요	물류 안정성 문제 를 해결해야 한다. 홍해 사태로 약 900만 본의 유럽향 타이어가 공급 지연과 높아진 선임비에 대한 우려 가 발생했다. 다행히 증설된 체코 공장 및 유럽 재고로 선적 지연을 방어했고, 한국→유럽 물류에 대한 운임 부담만 반영돼 타사 대비 큰 악재로 다가오지 않았다 . 하지만, 지정학적 리스크의 재발 우려로 물류 공급의 근본적인 대책 의 필요성이 대두되었다.
물류 안정성을 더해준 체코 공장	체코 공장 이 넥센타이어의 물류 안정성 을 더해줄 전망이다. 유럽에서 생산되는 제품의 주문 대응 속도 가 빨라지며, 안정적인 재고 운용도 가능해진다. 고객만족도 를 높인 체코 공장은 기업의 성장 모멘텀을 가속화시킬 수 있다. 또한 공장 부지 400km 이내에 30여 개의 완성차 공장이 존재해 물류비 절감 에 대한 효과도 크다. 체코라는 국가 특성상 서유럽과 동유럽 모두 접근하기 좋은 위치 에 있어 주요 고객인 독일, 프랑스, 영국과 신규 시장인 동유럽의 진출 모두 용이하다.
체코 공장 CAPA 장기적으로 OE 호황 ~ RE 호황까지	증설되는 체코 공장의 CAPA가 감당할 물량은 단기적, 장기적으로 모두 넘쳐난다 . 현재 체코 공장은 신규 계약에 의한 OE 중심으로 확대된 출하량 을 충족시키기 위해 가동된다. 시장에서는 유럽의 신차 판매대수가 전반적으로 증가함에 따라 회복되는 OE 시장 이 타이어 교체 주기가 지난 후, RE 교체 의 수요 증가까지 연결될 것으로 기대된다. 장기적으로 OE에서부터 시작해 RE까지 이어지는 유럽 시장의 긍정적인 기류는 넥센타이어의 큰 업사이드로 작용할 전망이다.
단기적인 view: 내연차 포트폴리오 구축 수혜	단기적인 관점에서 체코 공장의 CAPA는 6월에 있을 유럽 의회 선거 의 영향을 받을 예정이다. 넷제로 및 에너지 전환 정책에 대한 부정적인 공약들이 인기를 끌며 완성차 업체들이 단기적으로 내연차 포트폴리오를 구축 하려고 할 것으로 전망된다. 이로 인한 단기적 OE 수혜 가 점쳐진다.

그림 4-7. 체코 공장 증설 후 CAPA 변화



출처: 넥센타이어, SMIC 3팀

그림 4-8. 지역별 타이어 판매량



출처: Michelin, SMIC 3팀

유통망 확보에
힘쓰는 넥센타이어

이제 넥센타이어가 퍼져나갈 차례이다. 늘어난 생산량과 함께 다가오는 유럽에서의 RE 호황을 만끽하기 위해서는 **유통망 확보가 중요하다**. 완성차 업체를 **단일 고객**으로 삼는 OE와는 다르게 RE는 **다수의 유통 채널을 확보하는 것**이 매출 증가에 **절대적으로 유리**하기 때문이다. 23년, 넥센타이어는 유럽 최대 물류회사 **피게 로지스틱**과의 파트너십을 통해 전략적으로 물류를 유통할 수 있는 **창고를 마련**하였다. 24년 3월에는 720개 이상의 대리점을 보유한 스페인 차량 유지 업체 **블랙타이어**와 파트너십을 체결하며, 여러 **차량 부품 네트워크로 확장**하려는 움직임을 보인다.

유럽 성장의 촉매:
정책적 수혜

과잉 수요, 공장 증설, 유통망 구축까지 삼박자가 맞았다. 넥센타이어는 유럽 시장에서 활개를 펼칠 모든 준비를 마쳤다. 여기에 유럽의 타이어 관련 **정책적 수혜**가 성장의 **촉매**로 작용한다. **겨울용 타이어의 장착을 의무화**해 타 지역에는 없는 추가적인 수요로 인한 수혜를 받을 수 있다. 유럽에는 안전 정보 등 타이어에 관한 모든 정보를 의무적으로 공개하는 **타이어 라벨링 제도**도 존재한다. 이 제도 덕분에 소비자들에게 타이어 선택에 있어서 더 많은 고려사항이 생겼고, 후발 주자인 넥센타이어가 타 브랜드들과 오로지 **성능만으로 경쟁**할 수 있는 기회를 제공받는 것이다.

4.3. AMERICAN DREAM

미국 공장 신설○

29년, **미국 공장**이 신설된다. **1조 7,000억 원**을 들여 신설하는 공장에서는 **1,100만 본**의 타이어가 추가 생산될 예정이다. 체코 공장이 증설된 25년 회사 CAPA에서 **다시 20%를 증가**시키는 대규모 투자이다. 공장 신설은 **미국 기업 OE 공급 계약 증가**와 함께 **미국 현지 공급망 안정화** 효과를 기대하게 한다. 넥센타이어는 5년 후 미국 공장 Full-가동을 위한 판 깔기에 들어갔다.

미국 공장 신설에
앞서 판돈 키우기

공장 신설 전까지는 **RE 수요로 대응**을 해야 한다. 현지 공장에서 납품을 하려면 공장에서 품질 인증 과정을 거쳐야 한다. 현지 공장이 부재한 넥센타이어는 미국에서 OE 공급 계약을 대량 체결하기에 **현실적인 한계가 존재**한다. 따라서 회사는 공장 신설 후 큰 수혜를 누리기를 위한 **전초 작업**에 들어간다. 앞으로 5년, (1) **RE 공급의 유통망을 확대**하고, (2) **브랜드 이미지를 향상**시킨다.

RE 시장 공략:
독립 딜러샵 확보

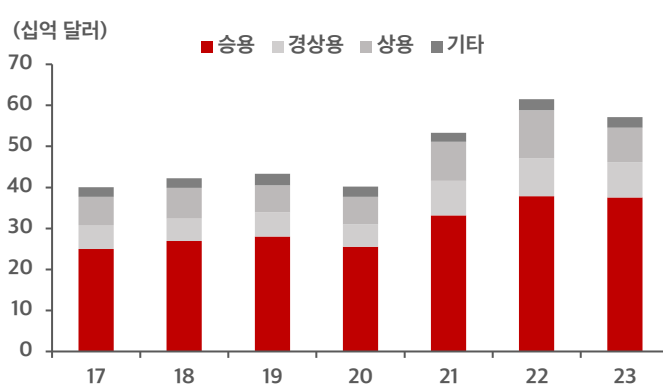
RE 공급을 할 수 있는 **유통망을 최대한 확보**하는 것이 첫번째 목표이다. 북미 시장은 도매와 소매 유통 채널 모두 **독립 딜러샵의 점유율**이 가장 높다. 독립 딜러샵은 대부분 **지역적으로 차량 부품 네트워크를 구축**한다. 따라서 최대한 많은 독립 딜러샵을 고객사로 확보하는 것이 중요하다. 다행히도, 현재 1st-tier 기업들은 이미 침투한 딜러샵이 대부분이라 불륨을 높이기 쉽지 않다. 2nd-tier들이 딜러샵 침투율만 높인다면 **시장 점유율을 확장의 기회**를 잡을 수 있는 북미 RE다.

그림 4-9. 29년 넥센타이어 공장 분포



출처: SMIC 3팀

그림 4-10. 미국 RE 시장 규모



출처: Tire Business, SMIC 3팀

경쟁사 대비
뛰어난 성장세

넥센타이어는 RE 성장세는 2nd-tier 사이에서 부각된다. 11년부터 23년까지 넥센타이어는 북미 승용 RE 점유율을 빠르게 높이며 20위에서 13위까지 7계단 상승했다. 상위 30개 기업 중 가장 큰 순위 상승을 이뤄낸 기업이다. 동기간 대부분 기업들의 순위가 1-2계단씩 변동했다는 점을 생각할 때 넥센타이어는 2nd-tier 기업들 사이에서 특히 성장 가능성이 높은 유망주이다.

딜러샵으로 알아보는
높은 RE 수요

성장의 질적인 면에서도 우수하다. 후발 주자인 넥센타이어는 국내 3사 대비 독립 타이어 딜러샵 확보수는 가장 적다. 하지만, 시장 점유율면에서 그 격차를 다 추격했다는 점을 통해 딜러샵 당 타사 대비 높은 RE 수요가 있었음을 짐작할 수 있다. 아직까지 확보할 수 있는 딜러샵은 많은 편이고, 딜러샵 당 RE 공급률도 높다. RE 업사이드는 아직까지도 매우 크게 열려있다.

OE의 만족도도 ↑

OE의 소비자 만족도도 높아진다. J.D Power에 따르면 1,000점 만점의 미국 OE 타이어 소비자 만족도 지수에서 넥센타이어는 미쉐린과의 격차를 18년 103점에서 23년 67점까지 좁히는 성과를 보였다. 본 소비자 지수가 완성차 업체의 타이어 발주 규모를 짐작할 수 있는 지표가 되곤 하는데, 1st-tier 타이어 업체와의 격차를 줄이며 미국 OE 시장의 파이를 조금씩 확보하고 있다.

세계 최대
휠세일러를 고객으로

안정적으로 휠세일러 고객사를 확보 중이다. 24년부터 넥센타이어는 미국 월마트의 약 50%에 해당하는 2,500여개 매장에 연간 80만 본의 타이어를 공급한다. 이는 23년 넥센타이어 북미 판매본의 10% 정도에 해당한다. 세계 최대의 휠세일러 월마트에 타이어를 공급하는 만큼, 브랜드 인지도 향상 효과를 기대하게 한다. 이는 월마트 내 판매 매장 수 확장으로 인한 Q 증가와 함께 코스트코 등 타 휠세일러를 고객사로 확보할 수 있는 기회까지 이어질 수 있을 것이다.

유통 채널은
다다익선(多多益善)

유통 채널 다각화를 통해 매출의 안정성을 높이려 한다. 북미에서 물량 공급을 제대로 시작할 넥센타이어에게 유통 채널은 다다익선이다. 월마트, 딜러샵 등 오프라인 판매가 가능한 유통 채널뿐만 아니라, 최근엔 온·오프라인 동시 판매가 가능한 채널과의 계약을 통해 판매의 범용성을 열심히 넓히는 중이다. 이런 노력들로 회사는 특정 유통 채널 의존도를 낮추고, 재고 관리를 효율적으로 수행할 수 있으며, 고객 입장에서는 접근성이 좋아지기에 윈-윈 효과를 누릴 수 있다.

덤핑 리스크 해소
수익성 개선으로

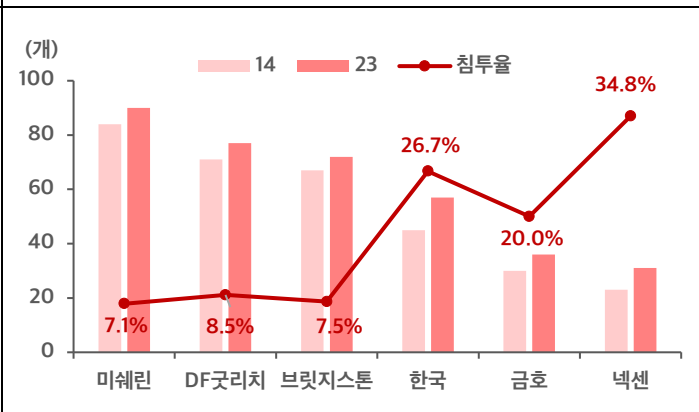
3년 만에 덤핑 리스크 우려가 종결되었다. 21년, 미 상무부는 한국의 타이어가 미국에서 시장 가격보다 낮게 덤핑 판매되어 있다고 판결하며 넥센타이어에 14.72%의 관세를 부과했다. 당시 미국 공장이 없었던 회사는 판결의 여파가 크게 다가왔다. 21년 2분기에는 200억 원이 관세의 영향을 받았을 정도이다. 드디어 올해, 덤핑 리스크가 해소되었다. 24년 2월, 미 상무부가 한국 승용차 및 경트럭의 타이어에 부과한 반덤핑 관세를 낮추며 회사는 4.2%로 줄어든 관세를 부담하게 되었다. 덤핑 리스크로 북미 수익성이 훼손되었던 넥센타이어의 걱정을 한 층 덜어주었다.

그림 4-11. 북미 승용 RE 점유 순위

순위	11	13	15	17	19	21	23
1	Goodyear	Goodyear	Goodyear	Goodyear	Goodyear	Goodyear	Goodyear
2	Michelin	Michelin	Michelin	Michelin	Michelin	Michelin	Michelin
3	Bridgestone	Bridgestone	Bridgestone	Bridgestone	Bridgestone	Bridgestone	Bridgestone
4	Firestone	Firestone	Firestone	Firestone	Firestone	Firestone	Firestone
5	BFGoodrich	Cooper	Cooper	Cooper	BFGoodrich	Falken	Falken
6	Cooper	BFGoodrich	BFGoodrich	BFGoodrich	Continental	Continental	Continental
7	Hankook	Hankook	Hankook	Hankook	Cooper	BFGoodrich	BFGoodrich
8	General	Yokohama	Continental	Continental	Falken	Cooper	Hankook
9	Yokohama	Falken	Yokohama	Yokohama	Hankook	Hankook	Yokohama
10	Falken	General	Falken	Falken	Yokohama	Yokohama	Cooper
11	Kumho	Continental	General	General	General	General	General
12	Pirelli	Kumho	Toyo	Kumho	Kumho	Kumho	Kumho
13	Uniroyal	Nexen	Kumho	Toyo	Multi-Mile	Multi-Mile	Nexen
14	Continental	Pirelli	Multi-Mile	Multi-Mile	Nexen	Nexen	Toyo
15	Dayton	Toyo	Nexen	Nexen	Pirelli	Toyo	GT Radial
16	Dunlop	Hercules	Primewell	Pirelli	Toyo	GT Radial	Hercules
17	Hercules	Multi-Mile	Sumitomo	Primewell	Sumitomo	Hercules	Pirelli
18	Kelly	Dunlop	Sumitomo	Sumitomo	Uniroyal	Pirelli	Sailun
19	Multi-Mile	GT Radial	GT Radial	Uniroyal	GT Radial	Mastercraft	Kenda
20	Nexen	Mastercraft	Hercules	Dunlop	Hercules	Nitto	Multi-Mile

출처: MTD, SMIC 3팀

그림 4-12. 주요 브랜드 북미 Top100 독립 딜러샵 침투 현황



출처: MTD, SMIC 3팀

투자포인트 2. Holdings Makes Value

앞선 투자포인트 1에서 '자회사의 성장 가능성'은 충분히 확인되었다. 지주회사의 투자 조건 중 한가지가 만족되었으니, 이제 나머지 조건들을 확인할 차례다. 동사의 별도 사업은 든든한 캐시 카우로 자리매김하여 재무적 안정성을 책임지고 있다. 한참 전에 **상속을 마친 대주주가 주주환원의 강도를 높이고** 있는 지금, 동사에 투자할 적기이다.

5.1. 지금의 주가, Very Impressive Price

뭐? PBR 0.22 ?

동사의 현재 주가는 흔히 말하는 Deep Value, 저평가 주식의 전형적인 예이다. 지주사 Valuation에 흔히 사용되는 PBR을 이용한 동사의 평가는 처참하다. **동사의 PBR은 0.22x로, 쉽게 말해 시장에서 현재 순자산(자본)의 0.22x의 가치로 평가받고** 있다. 이는 상장지주회사 중에서도 최하위 10위에 해당하며, 유사한 수준에 거래되고 있는 지주사의 주요 자회사는 철강, 유통, 석유화학 등 사양 산업에 있는 있다는 점을 고려하면 이러한 수치는 더욱 뼈아프다.

바보야 문제는 ROE야

동사의 낮은 PBR은 저조한 ROE에서 비롯된다. PBR 배수는 PER(주가수익비율)과 ROE(자기자본 이익률)의 곱으로 표현할 수 있다. 동사의 $PBR(0.22x) = PER(5.88x) * ROE(3.5\%)$ 로 분해할 수 있다. PER 5.88x는 고질적인 지주사 Discount와 자회사 넥센타이어의 TTM PER 7.66x와 근소한 차이가 난다는 점을 고려하면 낮다고 하기 어렵다. 주목해야할 숫자는 **3.5%의 ROE**이다. 동사의 연결 기준 ROE는 넥센타이어, KNN 등 자회사 및 별도사업의 ROE 등과 비교해도 가장 낮다. 이는 동사가 연결 기준으로 **자본을 적재적소에 활용하지 못해 비효율이 발생**한다는 것을 뜻한다.

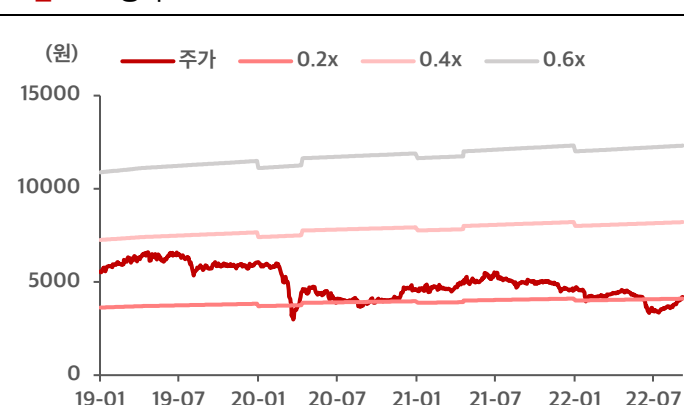
별도로 보니 선녀였다

다만 동사의 별도 재무제표가 내포하고 있는 메시지는 사뭇 다르다. 동사는 사업지주 회사로서 **순이익의 2/3를 별도 사업이 차지**할 정도로 그 비중이 크다. 이에 재무, 수익성 등을 제대로 분석하기 위해서는 **별도 재무제표의 분석이 반드시 수반**되어야 하는 것이다. 실제로 동사의 별도 기준 ROE는 5.1%, 부채비율은 13%로 연결 기준보다 월등히 나은 재무적 지표를 보이고 있다.

떼어놓고 봐도 충분히 좋다

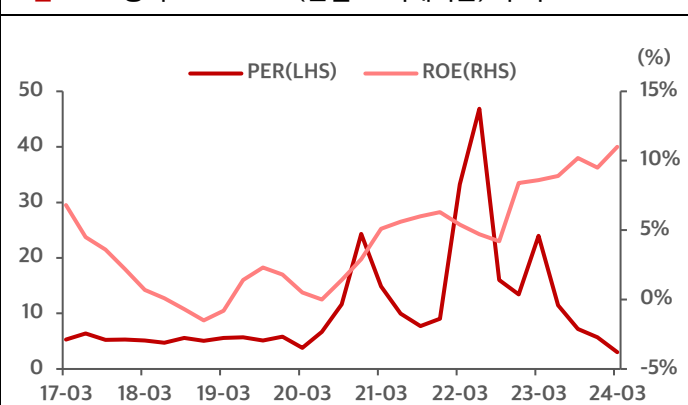
그렇다면 위와 같은 차이는 어디에서 비롯되는 것일까? 선결하자면, ① 별도 고무 사업부문의 안정적인 현금흐름 창출, ② 자회사로부터의 꾸준한 배당금 수취 등이 있다. 게다가 **대주주의 변화로 주주환원을 통한 주주가치 제고 정책**을 시작한 동사. 투자포인트 2에서 각각에 대해 살살이 파헤쳐 보며, 자회사와 떼놓고 본 동사도 충분히 매력 있는 투자대상임을 논하겠다.

그림 5-1. 동사 PBR BAND



출처: KRX, Dart, SMIC 3팀

그림 5-2. 동사 PER - ROE(연결 - 지배지분) 추이



출처: KRX, Dart, SMIC 3팀

5.2. 타이어에 흐르는 NEXEN의 피

넥센타이어가 잠재력 있고, 아웃퍼폼하는 모습을 보여주는 유망주와 닮았다면, 모회사인 동사는 매년 안정적인 성적을 보여주는 베테랑이다. 아들에 그늘에 가렸지만, 훌륭한 아버지 아래에서 훌륭한 아들이 자란다. 넥센 그룹의 든든한 가장 사업형 지주 회사 넥센이다.

든든한 아들내미
넥센타이어

지주사의 존재감은 눈에 띄는 수준은 아니다. 23년 동사 매출의 **88%**는 자회사인 넥센타이어로 부터 산출되었다. 넥센 그룹의 든든한 매출원인 넥센타이어의 성장세에 힘입어, 동사의 매출도 코로나 시기를 제외하면 **상승세를 그린다**. 동사, 그렇다고 타이어에만 의존하는 지주회사가 아니라 묵묵히 **자신의 본업**을 해나간다. 일반적인 지주회사와는 다르게 동사 매출 중 자회사로부터 인식되지 않는 부분이 있다. 남은 12%의 동사 매출은 어디서부터 비롯되는 것일까.

아빠도 밥값은
해야지

동사는 **사업형 지주회사**이다, 사업형 지주회사는 자회사의 주식을 보유함과 함께 직접 지주사만의 사업을 경영하는 회사를 일컫는다. 동사의 매출 중 넥센타이어를 제외한 부문은 모두 자체 사업으로부터 인식되는 것이다. 동사의 자체 사업으로는 **산업용 타이어를 비롯한 여러 고무 제품을 이용한 고무 산업**을 주축으로, **물류 산업**을 자체적으로 영위하는 중이다. 큰 변동성과 성장 여력이 없는 성숙한 시장 속에서 한 자리를 확보하여 꾸준한 성장을 이뤄내고 있다.

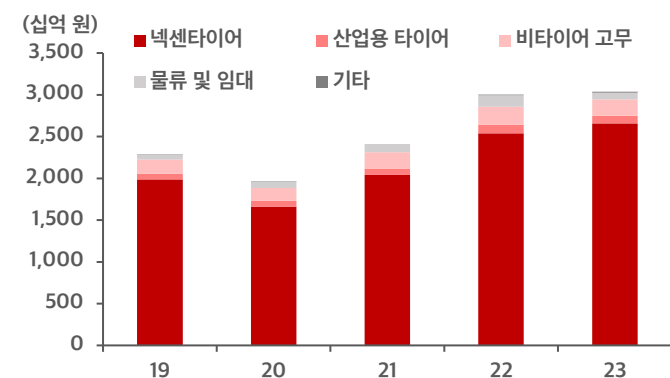
동사는
고무의 마술사

넥센 그룹, 고무를 빼고는 말할 수 없다. 23년 기준 고무부문은 동사 매출의 **97%**를 차지한다. 넥센타이어까지 포함한다면 고무 전문가 넥센 그룹은 차량에 사용되는 거의 **모든 고무 제품을 제조**한다고 볼 수 있다 넥센타이어가 승용차의 **고마진 타이어 시장**에 특화되었다면, 동사의 고무부문은 버스, 농기계 등을 타겟으로 하는 **특수 차량의 고무 제품**을 제작하며, 넥센타이어와 교집합이 없는 사업을 경영 중이다. 해당 차량들에 이용되는 **산업용 타이어 및 타이어 이너튜브**를 생산한다. 동사의 고무 사업은 (1) **꾸준한 수요**, (2) **높은 진입 장벽**으로 인한 **독과점 시장**이다.

고무제품 톨아보기

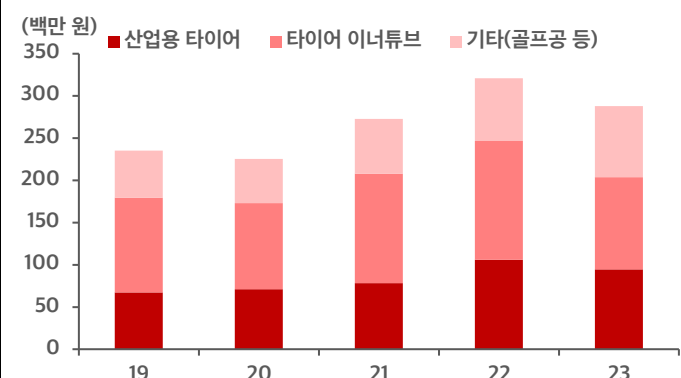
우선 동사의 고무, **산업용 타이어와 타이어 이너튜브**를 알아보자. **솔리드 타이어**라고 불리는 산업용 타이어는 타이어 내부에 공기가 들어간 승용차 타이어와는 다르게 타이어 **전체가 고무로 이루어져** 있다. 덕분에 **무거운 하중을 견딜 수 있어**, 승용차보다 무거운 특수차량에게 선호될 뿐만 아니라, 이동이 필요한 중장비에도 이용될 수 있다. 또 다른 고무 제품인 **타이어 이너튜브**는 **타이어와 림 사이에 공기를 담**아 차량이 안전하게 주행할 수 있도록 도와준다. 타이어가 손상일 났다 하더라도, **타이어 이너튜브만 교체**하면 되는 교체 용이성을 가진다.

그림 5-3. 동사 매출 비중



출처: 동사, 넥센타이어, SMIC 3팀

그림 5-4. 동사 고무부문 매출 비중



출처: 동사, SMIC 3팀

견고한 동사 고무 수요층

고무 제품의 수요는 꾸준하다. 동사는 국내 타이어 3사 중 유일한 산업용 타이어 제조 기업으로, 국내 시장 점유율 1위로 산업 현장에서의 지속적인 수요를 감당하는 중이다. 승용차에 비해 절대적인 수요가 발생하지는 않지만, 국내 독과점으로 인해 꾸준히 산업 현장에서의 수요가 발생한다. 또한, 동사는 동아타이어와 세계 이너튜브 시장을 양분한다. 상술했듯, 이너튜브는 내구성과 교체 용이성으로 인해 수요가 꾸준하다. 튜브리스 타이어의 보편화로 선진국에서의 수요는 감소했지만 낮은 가격과 튜브리스 타이어의 기술 장벽으로 개발도상국에서의 수요는 여전히 높다.

이미 성숙한 동사의 고무 시장

동사의 고무 시장은 이미 성숙한 시장이다. 상술했듯 수요가 꾸준한 산업으로 사양 산업이라 부르는 것은 어렵지만 성장 가능성이 넥센타이어의 승용 타이어 시장에 비해 크지 않은 것은 분명하다. 세계 고무 시장의 규모는 연평균 6%로 성장할 전망이지만, 세계 타이어 튜브 시장 규모는 연평균 1.65%로 증가, 심지어 국내 타이어 튜브 시장 규모는 연평균 1.7%씩 감소할 전망이다. 이제 동사의 역할은 젊을 적 확보한 높은 지위를 안정적으로 유지하는 것일 뿐이다.

성숙한 시장, 이제는 가진 자들의 것

동사가 타겟하는 고무 시장에는 신규 사업자가 진출하기에 매력적인 요소가 없다. 고무 사업은 초기 시설 투자에 대규모 자본을 필요로 한다. 설령 대규모 투자를 단행해 시장에 진입한다고 해도 동사의 고무에는 더 이상 큰 기술적 해자가 존재하지 않는다. 이런 상황에서 신규 기업이 기존 시장 지배력이 높은 기업 사이를 비집고 들어갈 방법이 마땅치 않다. 즉, 가진 자들만이 계속해서 수익을 창출하는 구조가 형성되어 동사는 독과점으로 꾸준히 파이를 확보할 수 있다.

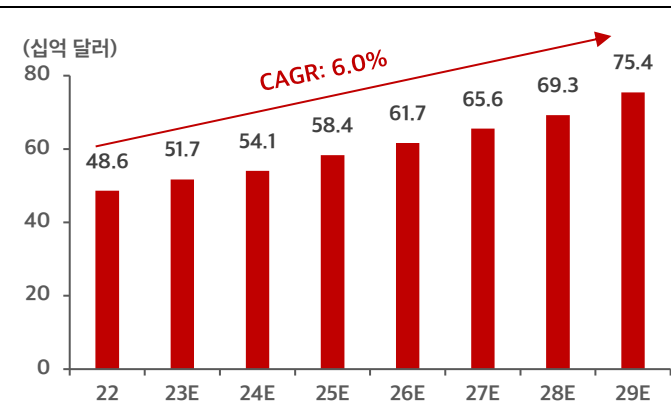
물류부문으로 네트워크 확보

동사는 물류 업체도 영위 중이다. 17년, 물류업체 넥센L&C가 동사에 흡수합병되며 사업부에 물류 부문이 추가되었다. 육해공을 통한 운송 사업에 화물 보관과 납품 등의 전반적인 물류 사업을 수행하며 동사 매출의 2.6%를 담당한다. 하지만, 단순히 매출로 보이는 것이 전부가 아니다. 보유한 물류 네트워크를 통해서 넥센 그룹의 고무 제품 운송 및 운임비에 도움을 간접적으로 줌과 동시에 넥센타이어의 재고를 일정 부분 보관하며 아들의 물류 부담을 덜어준다.

아빠의 화려했던 시절, 그 길을 밟는 아들 넥센타이어

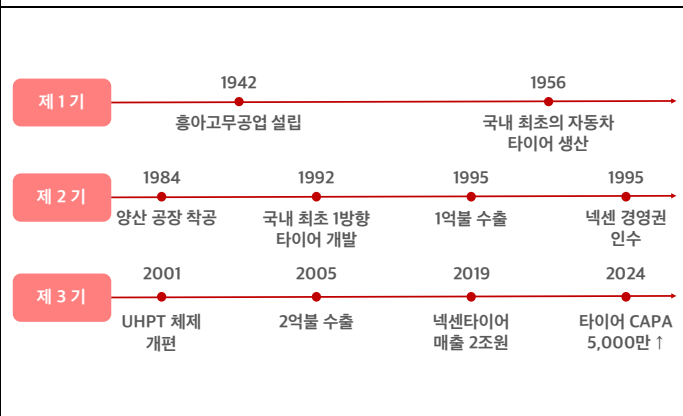
글에서 알 수 있듯이 아빠 넥센과 아들 넥센타이어가 해야 할 일은 각각 다르다. 동사의 전신인 흥아고무공업은 국내 최초로 자동차용 타이어를 생산하였고, 치열한 경쟁 끝에 확보한 자리는 지금의 동사로까지 이어졌다. 넥센타이어는 아버지의 길을 밟고, 그 너머를 바라보고 있지만 그렇다고 절대 동사의 자체 사업이 내리막길을 걷는 것은 아니다. 꾸준한 성과와 함께 묵묵히 자신의 사업을 영위하며 아들의 길라잡이가 되어주는 동사이다.

그림 5-5. 세계 고무 시장 규모



출처: Maximize Market Research, SMIC 3팀

그림 5-6. 넥센 그룹 연혁



출처: 동사, 넥센타이어, SMIC 3팀

5.3. '주주환원'이라는 마지막 퍼즐이 맞춰지다

해결책 찾기 전에
해결할 의사는?

동사는 모범적인 주주환원 기업으로 변모하였다. 지난 5월 23일엔 5번째 자사주 50억 취득 공시를 발표하며 기조를 계속 유지해나가고 있음을 보였다. 동사의 주주환원에 대한 의지가 변한 이유를 찾기 위해서는 **지배주주의 주가 부양 의지가 변한 이유를 확인해야 한다**. 지배주주의 **상속이 예정되어** 주가를 누를 유인이 생기거나, **내부거래 구조가 형성되어** 있다면, 이러한 주주환원의 지속가능성에 제동이 걸리기 때문이다.

지배주주 소액주주
이해관계 일치!

먼저, 동사는 내부거래 문제로부터 자유롭다. 기존 지배주주 일가가 주주로 있던 넥센L&C의 경우, 17년 언론으로부터 문제가 제기되자, **동사가 넥센L&C를 흡수합병**하여 이해관계 충돌 문제를 해결하였다. 그외에도 자회사 넥센타이어를 제외하고 현재까지 지배주주 일가가 개인적인 지분을 갖고 있는 계열사는 없다. 따라서, 동사 지배주주 일가의 자산 성장을 위한 방법은 **동사 및 넥센타이어의 주가 부양과 주주환원**으로만 이뤄질 수 있다. 이는 지배주주의 이해관계가 **소액주주, 기관투자자와 완전히 일치함**을 의미한다.

상속 끝,
주주환원 시작!

동사의 상속 문제 역시 사실상 마무리되었으며, 이와 맞물려 동사는 보다 적극적인 배당 정책을 실시하고 있다. 상속의 경우, 대주주인 강호찬 부회장이 **12년 지주사 전환과 함께 상속**을 마쳤으며 71년생의 젊은 나이인 강호찬 부회장의 자리를 이을 승계 후보는 아직까지 전무하다. 뿐만 아니라, 19년 이후 강호찬 회장이 부회장으로 승진하면서 **주주환원에 대한 동사의 태도는 한 단계 업그레이드**되었다. [도표 5-3]에서 볼 수 있듯, 19년부터 동사의 **시가배당률과 배당성향은 증가**하기 시작했으며, **22년부터 자사주 매입을 실시**하며 기존과는 달라진 분위기를 보이고 있다.

자회사 없이도
안정적 배당 가능

자회사의 지원 자금 외에도 동사가 **주주환원을 실행할 수 있는 여력은 충분**하다. 동사는 별도 사업을 영위하는 지주사로서 순이익만 300억 규모로 발생하며, **그중 200억이 별도 사업으로부터 발생**하여 자회사에 의존하지 않고도 배당 재원을 안정적으로 공급할 수 있다. 별도 사업 부문에 대한 단기적 전망이 밝아 마진 개선을 기대할 수 있는 지금, 동사는 안정적인 배당주 투자자에게 충분히 매력적이다.

지나친 유보율
돈 좀 쓰자!

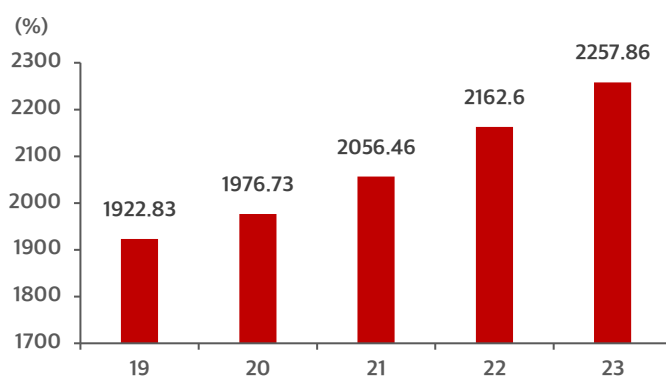
주주환원을 뒷받칠 동사의 곳간도 풍족하다. 동사의 별도 사업부문인 **타이어 튜브, 산업용 타이어** 등은 **산업 수명주기로 보면 성숙단계에 있어, ROE가 5% 수준으로 유지**되며 **확장 CAPEX가 무의미한 성숙한 산업**이다. 동사의 '유형자산 취득금액'은 매년 30억 - 80억에 머무르며, 대부분이 유지 CAPEX다. 1Q24 기준 유보율은 2,257% 수준으로 곳간은 차다 못해 넘칠 지경이다.

그림 5-7. 동사 배당성향 추이

넥센 배당 연혁	배당성향			
	보통	배당률	별도 EPS	배당성향
2024-02-23	125	3.0%	621	20.1%
2023-03-06	110	2.7%	567	19.4%
2022-02-25	100	2.2%	485	20.6%
2021-03-02	85	1.9%	346	24.6%
2020-02-19	80	1.3%	199	40.2%
2019-02-13	75	1.4%	552	13.6%
2018-02-12	75	1.0%	695	10.8%
2017-02-20	75	0.9%	449	16.7%
2016-02-23	550	0.7%	3,677	15.0%
2015-02-16	550	0.6%	4,851	11.3%
2014-02-26	500	0.6%	3,370	14.8%
2013-02-21	400	0.5%	3,237	12.4%
2012-02-29	350	0.4%	3,670	9.5%

출처: Dart, SMIC 3팀

그림 5-8. 동사 유보율 추이



출처: Dart, SMIC 3팀

넥센타이어의 배당은 지속될 것
 자회사 넥센타이어의 배당 역시 꾸준히 이뤄질 수 있을 것이다. 넥센타이어의 부채비율은 126.8%로 분명 낮지 않은 수준으로 앞으로의 투자 계획을 고려하면 배당 여력에 대한 의심이 생긴다. 그럼에도 본서가 넥센타이어의 배당이 지속될 것이라 판단하는 이유는 ① 투자포인트 1에서 논한 **업황 턴어라운드**와 ② **뛰어난 부채조달 능력**이다. 일례로, 넥센타이어는 지난 4월 1,000억원 규모의 공모채 발행을 계획했으나, 수요예측 흥행으로 **480억원 어치를 증액**한 바 있다. 이는 20년 이후 비교적 조건이 안좋은 사모채 조달이 위주였던 넥센타이어가, 회사채 시장에서 넥센타이어의 실적의 **성장성을 인정받았음**을 의미한다. 지주사에게 손 벌릴 걱정, 지금은 설부르다.

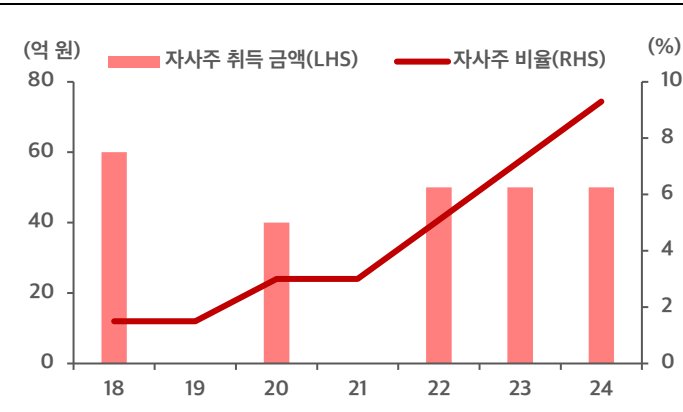
주주환원을 통한 지주사 지위 존속
 지주사 지위를 존속해야 하기 위해서라도 **동사의 주주환원을 확대**해야 할 유인이 존재한다. 현재 넥센의 **지주비율**(자회사 지분가치의 합/넥센 총자산)은 **53.16%**인데, 지주회사 유지를 위해서는 **50%** 이상의 비율을 유지해야 한다. 평균 지주비율은 **79.4%**이고, 지주비율이 60% 미만인 지주회사는 전체의 10%에 불과하다는 점을 고려했을 때, 넥센은 **'턱걸이'**라고 할 수 있다

지주사 지위 존속은 선택이 아닌 필수
 동사는 기업가치를 보존하기 위해서라도 **지주사 지위를 유지**해야 한다. 지주사에서 벗어날 경우 재무 부실, 순환출자 등이 발생해도 법적인 제재를 받지 않기 때문에 **재무현황이 불안정**해질 수 있다. 또한, 실질적으로 동사가 고려해야 할 사항은 부동산 등의 자산에 부과되는 **간주취득세**이다. 지주회사는 자회사 지분에 대한 **간주취득세를 부담하지 않는다**는 데 있다. 앞서 언급했듯 타이어 산업은 매우 **자본집약적**인 산업인 만큼 넥센타이어는 많은 유형자산을 보유하고 있고, 이 중 취득세가 부여되는 자산은 총 자산의 **51.3%**에 이른다. 장기적으로 배당금 수취를 확대하기 위해 자회사 지분 취득이 확대될 것이므로 **지주사 지위는 필수적**이다.

무의미한 자사주 소각이 시급!
 앞으로도 주주환원의 확대가 이뤄질 것이라 예상되는 동사의 다음 STEP은 무엇일까? 본서는 현재 **9.3%에 달하는 자사주 소각**이 이뤄질 수 있다고 예상한다. 자사주 취득은 18년부터 지난 5월 23일까지 **5차례**에 걸쳐 이뤄졌다. 총 250억원을 투입해 취득한 자사주의 비중은 9.3%에 달하며, 해당 지분이 모두 소각될 시, 대주주 및 특수관계인의 지분은 **59.78%에서 65.9%까지** 늘어날 수 있다. 동사가 이미 경영권 방어, 인적분할 등 자사주를 **보유할 유인이 없으며**, 지배주주가 직접 자금을 소진하지 않고도 **자산을 증식**할 수 있는 기회임을 고려하면 가능성은 충분하다.

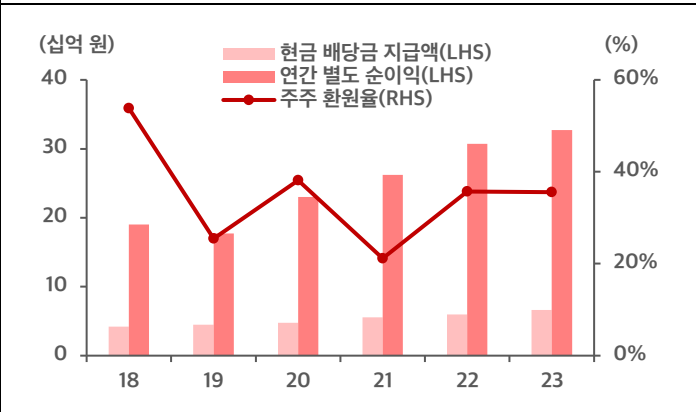
모든 정황이 주주환원 확대로
 동사는 **전례없는 주주환원** 수준을 보이고 있으며, 동사의 영업과, 지배주주의 **주주가치 제고에 대한 의지, 자회사의 재무적 안정성, 지주비율 유지** 등 모든 것이 동사의 주주환원이 확대될 수 있음을 나타내고 있다. 이제 매출추정 및 Valuation을 통해 그 업사이드를 정량적으로 보이겠다.

그림 5-9. 동사 자사주 취득 금액 추이



출처: Dart, SMIC 3팀

그림 5-10. 넥센타이어 주주환원율 추이



출처: Dart, SMIC 3팀

6. 매출 추정

동사의 사업부문은 크게 고무, 물류, 임대, 기계, 그리고 기타 사업부로 이루어져 있다. 본 매출 추정에서는 연결 매출액 중 97%에 해당하는 고무 사업부문, 그 중 90% 이상을 견인하는 종속 회사 넥센타이어 중심으로 매출 추정을 진행하였다.

6.1. 넥센타이어 매출

넥센타이어 매출 Table									
(단위:백만원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,079,407	2,597,424	2,701,720	678,084	751,524	820,689	893,140	3,149,064	3,494,087
YoY/QoQ(%)	-	25%	4%	-	11%	9%	9%	17%	11%
타이어 총 매출	2,075,256	2,590,675	2,694,093	676,127	749,980	819,145	891,596	3,142,475	3,487,498
YoY/QoQ(%)	-	25%	4%	-	11%	9%	9%	17%	11%
국내	373,418	404,734	451,741	110,976	122,824	135,940	150,460	520,201	531,922
북미	536,876	677,016	719,695	176,585	199,619	218,739	239,742	840,310	1,058,416
유럽	694,846	947,604	1,001,808	239,601	278,571	315,500	352,429	1,186,102	1,301,298
기타	470,116	561,321	520,849	148,965	148,965	148,965	148,965	595,861	595,861
비타이어 총 매출	4,151	6,749	7,627	1,957	1,544	1,544	1,544	6,589	6,589

넥센타이어의 경우 국내, 북미, 유럽, 기타 시장으로 세분화한 후 제품별 비중을 반영해 고인치 타이어와 저인치 타이어의 분기별 매출액을 추정하였다. 또한 각 시장의 저인치, 고인치 ASP를 추정한 뒤 Q를 역산하는 방식으로 매출추정을 진행하였으며, 매출 비중이 미미한 비타이어 매출은 지난 3개년 average한 값을 flat하다고 가정하였다. 지역별 시장의 매출추정은 다음과 같다.

(1) 국내 타이어 매출

국내 타이어 매출 Table									
(단위:백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	373,418	404,734	451,741	110,976	122,824	135,940	150,460	520,201	531,922
고인치 타이어	117,439	140,538	171,897	45,056	50,148	55,814	62,121	213,140	224,861
ASP(단위: 원)				74,302	78,018	81,918	86,014	80,063	78,487
Q(개)				606,391	642,775	681,341	722,222	2,652,729	2,864,947
저인치 타이어	255,979	264,196	279,844	65,920	72,677	80,126	88,339	307,061	307,061
ASP(단위: 원)				52,869	55,513	58,288	61,203	227,872	227,872
Q(개)				1,246,850	1,309,193	1,374,653	1,443,385	5,374,081	5,696,526

국내의 경우, 타이어의 권장소비자가격이 존재하지 않으며, [제조사 → 큰 도매(전국) → 지역 도매 → 소매 → 소비자]의 유통 구조를 가지고 있다. 타이어 전문점, 카센터 등 판매채널에 따라 가격이 달라지며, 구매규모에 따라 제조사의 판가와 판매채널 소매가의 괴리율이 5%에서 25%까지 달라진다. 따라서 넥센타이어를 최저가로 필터링한 후, 판매량으로 정렬해 소매 ASP를 추정, 국내 예상 할인율을 고려해 적용하였다.

전체 OE 판매 중 전기차 타이어 판매 비중을 23년 8%에서 27년 30%까지 확대한다는 목표에 따라 Sales Mix 개선을 고려한 ASP와 Q 상승분을 반영하였다.

(2) 북미 타이어 매출

북미 타이어 매출 Table									
(단위:백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	536,876	677,016	719,695	176,585	199,619	218,739	239,742	840,310	1,058,416
고인치 타이어	250,662	324,681	342,837	85,997	97,215	108,142	120,297	413,045	511,592
ASP(단위: \$)				97	100	103	106	102	106
환율 (단위: 원/\$)				1,328	1,350	1,350	1,350	1,350	1,300
환율 환산 ASP (원)				129,133	135,165	139,220	143,396	137,642	138,085
Q(개)				665,954	719,230	776,769	838,910	3,000,863	3,704,897
저인치 타이어	286,214	352,336	376,857	90,588	102,405	110,597	119,445	427,266	546,824
ASP(단위: \$)				66	68	71	73	70	73
환율 (단위: 원/\$)				1,328	1,350	1,350	1,350	1,350	1,300
환율 환산 ASP (원)				88,298	92,422	92,422	92,422	92,422	94,419
Q(개)				1,025,935	1,108,010	1,196,650	1,292,382	4,622,977	5,791,448

북미향 타이어의 ASP는 동사의 대형 거래선 중 가장 큰 출세일러인 월마트의 가격을 참고하였다. 베스트셀러 필터링 후 참고하였고, 넥센타이어의 판가와 소매가의 괴리를 고려해 유통과정에서 발생하는 할인율을 적용해 ASP를 추정하였다. 로드트럭용 타이어 등으로 고인치 타이어의 Sales Mix가 개선됨을 ASP에 반영하였고, 저인치 타이어의 ASP는 flat처리 하였다. 북미 독립 딜러십 침투율이 10년간 38% 상승했으며, 최근 가파른 상승세를 고려해 저인치/고인치 타이어 Q에 반영하였다.

환율의 경우, 1Q24 환율은 분기평균환율을 적용해 추정하였다. 현재 원/\$ 환율은 1300원대 중반을 형성하고 있고, 이스라엘과 이란의 무력 충돌로 인해 3분기 연준의 기준금리 조기 인하에 대한 전망이 힘을 잃어가고 있음을 고려해 24년 환율은 컨센 환율로 flat 처리하였다. 25년도의 경우 금리 인하에 따른 환율효과를 반영해 보수적으로 추정하였다.

(3) 유럽 타이어 매출

유럽 타이어 매출 Table									
(단위:백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	694,846	947,604	1,001,808	239,601	278,571	315,500	352,429	1,186,102	1,301,298
고인치 타이어	124,136	197,254	219,466	58,463	76,354	92,204	108,054	335,075	375,709
ASP(단위: €)				66	68	70	72	72	72
환율 (단위: 원/€)				1,443	1,450	1,450	1,450	1,450	1,400
환율 환산 ASP (원)				95,500	98,835	98,835	98,835	104,854	101,239
Q(개)				612,174	772,541	932,908	1,093,275	3,410,899	3,711,125
저인치 타이어	570,709	750,350	782,343	181,138	202,217	223,296	244,375	851,027	925,589
ASP(단위: €)				46	46	47	48	47	47
환율 (단위: 원/€)				1,443	1,450	1,450	1,450	1,450	1,400
환율 환산 ASP (원)				65,721	65,721	65,721	65,721	65,721	65,696
Q(개)				2,756,174	3,076,908	3,397,642	3,718,377	12,949,101	14,088,875

유럽향 ASP는 주요국 16개국에 타이어를 판매하고 있는 유럽의 최대 타이어 유통사 tyre24의 판매가격을 참고하였다. 북미 케이스와 같이 베스트셀러 기준으로 필터링한 후, 판매량과 할인율을 고려해 ASP를 추정하였다. 북미향 제품 환율효과와 같은 논리로 24년 flat, 25년은 연준 금리 인하를 고려해 보수적으로 추정하였다.

유럽시장 매출추정의 핵심은 **공장 CAPA 증설에 따른 Q증가**이다. 현재 동사 타이어의 유럽수요를 커버하는 체코공장은 550만 본의 생산능력을 갖추고 있으며, 매년 한국에서 900만 본의 타이어를 유럽으로 보내고 있음을 가이던스를 통해 확인할 수 있다. 넘쳐나는 유럽 수요를 커버하기 위해 동사는 체코 공장 생산량을 **ramp-up 하여 24년 920만 본, 25년 1,100만 본을 생산을 목표로** 하고 있으며, 기존 체코공장 가동률은 93%에 달한다. IR문의를 통해 기존 가동률과 한국에서 보내는 물량을 유지한다는 정보를 종합해 체코공장 가동률을 보수적으로 80%로 가정, Q를 추정하였다. 유럽 수요를 견인한 사계절용 타이어 주력 제품의 규격이 225/50 R17인 점을 고려해, 증분 Q를 타이어 종류별로 안분하였다.

(4) 기타 타이어 매출

(단위:백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기타 타이어 총 매출	470,116	561,321	520,849	148,965	148,965	148,965	148,965	595,861	595,861
ASP(단위: 원)				63,876	63,876	63,876	63,876	255,504	255,504
Q(개)				2,332,101	2,332,101	2,332,101	2,332,101	9,328,405	9,328,405

기타 지역의 타이어매출은 사업보고서의 전체 ASP를 참고했으며, 지난 3개년 average한 Q를 유지할 것이라 가정하였다.

6.2. 동사 별도매출 Table

(1) 동사 고무 제품 매출 Table

(단위:백만원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
SOLID TIRE	44,237	51,650	55,049	14,771	14,927	15,084	15,240	61,585	64,665
YoY/QoQ(%)	-	16.8%	6.6%	-	1.1%	1.0%	1.0%	11.9%	5.0%
ASP(단위: 원)	148,414	174,344	187,698	189,078	191,079	193,080	195,082	197,083	206,937
Q(개)	298,065	296,251	293,284	78,121	78,121	78,121	78,121	312,485	312,485
튜브	133,447	143,185	110,431	31,161	38,293	38,293	38,293	146,040	153,173
YoY/QoQ(%)	-	7.3%	-22.9%	-	22.9%	-	-	32.2%	4.9%
ASP(단위: 원)	9,670	12,050	12,512	13,316	13,316	13,316	13,316	13,316	13,316
Q(개)	13,800,103	11,882,573	8,826,007	2,340,117	2,875,724	2,875,724	2,875,724	10,967,288	11,502,894

동사의 고무사업 부문에 속하는 **SOLID TIRE와 튜브**를 중심으로 추정하였다. 사업보고서 상 SOLID TIRE와 튜브의 ASP를 통해 Q를 역산하는 방식을 사용했다. 솔리드 타이어의 경우, 국내 타이어 3사 중 유일하게 동사만이 제조하고 있고, **산업 현장에서 지속적인 수요가 발생함**을 고려해 보수적으로 지난 3년간 발생한 Q를 average flat하였다. ASP는 새롭게 출시한 SOLID PRO 700으로 인한 Sales Mix 개선 효과를 반영했다.

튜브의 경우, 한국을 포함한 대부분의 선진국이 튜브리스 타이어를 채택하고 있으나, **개발도상국에서의 승용차용 튜브 타이어 수요가 유지**되고 있다. 국내 타이어 튜브 연평균 성장률 -1.7%와 글로벌 타이어 튜브 연평균 성장률 1.65%를 상쇄해 Q를 지난 3개년 average한 값을 flat처리하였다. ASP의 경우, 합성고무 가격 상승으로 지난 3개년 연속 ASP가 20% 이상 상승한 모습을 보여주었으나, 더 이상의 가격 인상을 어렵다 판단, 1Q24의 가격으로 flat처리하였다.

(2) 동사 별도매출 Table

동사의 고무제품 판매에 따른 매출 증감을 반영한 개별매출 Table은 다음과 같다.

넥센 별도 매출 Table									
(단위:백만원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	507,421	737,877	475,925	126,319	146,606	146,762	146,919	566,606	590,302
재화 판매로 인한 수익	182,597	211,687	197,048	50,913	52,449	52,605	52,761	208,728	213,186
운송매출	310,624	507,328	262,924	61,550	90,073	90,073	90,073	331,769	360,292
배당수익	9,788	13,920	11,387	12,210	2,925	2,925	2,925	20,984	11,698
기타수익	4,412	4,943	4,566	1,646	1,160	1,160	1,160	5,126	5,126

6.3. 동사 연결매출 Table

동사의 사업부문을 크게 **고무와 비고무 사업부문**으로 나누고, 내부거래를 제거하는 형식으로 진행하였다. 고무 사업부문은 넥센타이어 매출과 별도로 동사에서 자체적으로 제조하는 SOLID TIRE와 튜브의 매출추정을 반영하였다. 내부거래 제거는 지난 5개년 고무사업부문 대비 내부거래 제거 비중을 average하여 반영하였다. 매출비중의 2%에 해당하는 비고무 사업부문은 내부거래가 제거된 매출을 5개년 average하고, flat하다고 가정하였다. 상기 논의를 종합한 동사의 최종 연결매출 Table은 다음과 같다.

동사 연결 매출 Table									
(단위:백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,403,881	3,003,950	3,036,062	763,658	839,687	905,669	977,412	3,491,807	3,844,849
<i>YoY/QoQ(%)</i>	-	25.0%	1.1%	-	10.0%	7.9%	7.9%	15.0%	10.1%
고무 사업부문	2,312,408	2,860,018	2,944,853	743,463	815,777	884,136	955,736	3,404,581	3,749,213
<i>% of revenue</i>	96.2%	95.2%	97.0%	97.4%	97.2%	97.6%	97.8%	97.5%	97.5%
<i>YoY/QoQ(%)</i>	-	23.7%	3.0%	-	9.7%	8.4%	8.1%	15.6%	10.1%
넥센 타이어	2,079,407	2,597,424	2,701,720	678,084	751,524	820,689	893,140	3,149,064	3,494,087
SOLID TIRE	44,237	51,650	55,049	14,771	14,927	15,084	15,240	61,585	64,665
튜브	133,447	143,185	110,431	31,161	38,293	38,293	38,293	146,040	153,173
기타	88,376	102,640	112,081	28,266	22,513	22,513	22,513	95,806	90,053
내부거래제거	(33,059)	(34,881)	(34,428)	(8,819)	(11,481)	(12,443)	(13,450)	(47,914)	(52,764)
비고무 사업부문	90,979	143,565	90,627	20,107	23,909	21,534	21,676	87,225	95,636
<i>% of revenue</i>	3.8%	4.8%	3.0%	2.6%	2.8%	2.4%	2.2%	2.5%	2.5%
<i>YoY/QoQ(%)</i>	-	57.8%	-36.9%	-	18.9%	-9.9%	0.7%	-3.8%	9.6%

Valuation - SOTP Method (With EV/EBITDA)

본 보고서는 성숙한 타이어 산업 내에서 스스로의 파이를 키워나가는 핵심 자회사 넥센타이어의 외연 성장과, 비용 정상화 및 업황 턴어라운드로 마진 개선이 기대되는 별도 사업부의 성장이 동반될 것이라 주장한다. 다만, 선진국 위주의 승용 타이어 시장과 개도국 위주의 산업용 타이어는 시장의 경쟁상황, 사이클 등이 모두 상반된다. 이러한 차이를 고려하여 전사 기준의 Multiple을 부여하는 Valuation이 아닌, 사업부 별 차이를 반영할 수 있는 SOTP Method를 채택하였다.

이에 넥센타이어 및 넥센 별도 사업부에 대한 매출, 비용을 각각 구분하여 추정하였으며, 그외 기타 사업부 및 내부거래를 반영하여 추정 연결손익계산서를 도출하였다.

7.1. 주요 영업가치 추정

7.1.1. 넥센타이어 비용 및 EBITDA 추정

동사 연결 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 넥센타이어의 영업비용 중 금액적 중요성을 보이는 ① 원재료비, ② 종업원급여, ③ 감가상각비, ④ 운반비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 이외의 비용은 고정비와 변동비로 구분하여 추이를 반영해주었다.

매출원가 및 판매비 - 넥센 타이어											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,022,338	1,698,127	2,079,407	2,597,424	2,701,721	678,085	751,524	820,689	893,140	3,149,064	3,494,087
YoY(%)		-16.0%	22.5%	24.9%	4.0%		10.8%	9.2%	8.8%	16.6%	11.0%
매출원가	1,450,510	1,307,098	1,701,459	2,242,445	2,056,542	526,327	564,530	605,998	646,614	2,343,469	2,586,167
매출원가율	71.7%	77.0%	81.8%	86.3%	76.1%	77.6%	75.1%	73.8%	72.4%	74.4%	74.0%
GPM(%)	28.3%	23.0%	18.2%	13.7%	23.9%	22.4%	24.9%	26.2%	27.6%	25.6%	26.0%
원재료비	708,377	556,858	654,094	1,040,547	1,026,502	248,608	271,682	295,755	320,876	1,136,921	1,301,407
% of sales	35.0%	32.8%	31.5%	40.1%	38.0%	36.7%	36.0%	36.0%	35.9%	36.1%	37.2%
종업원급여	283,805	285,010	283,813	307,894	337,982	84,850	88,279	88,968	88,968	351,065	372,622
% of sales	14.0%	16.8%	13.6%	11.9%	12.5%	12.5%	11.7%	10.8%	10.0%	11.1%	10.7%
감가상각비	145,973	160,131	154,207	158,527	165,407	46,878	45,775	45,775	45,775	184,202	209,092
% of sales	7.2%	9.4%	7.4%	6.1%	6.1%	6.9%	6.1%	5.6%	5.1%	5.8%	6.0%
운반비	130,529	130,989	299,342	435,632	235,063	63,716	72,445	81,204	88,372	305,737	297,451
% of sales	6.5%	7.7%	14.4%	16.8%	8.7%	9.4%	9.6%	9.9%	9.9%	9.7%	8.5%
기타	181,826	174,110	310,002	299,844	291,588	82,275	86,350	94,297	102,622	365,544	405,594
% of sales	9.0%	10.3%	14.9%	11.5%	10.8%	12.1%	11.5%	11.5%	11.5%	11.6%	11.6%
판매비와 관리비	364,461	351,605	373,556	409,233	458,187	110,207	113,993	119,467	124,917	458,982	485,384
판매비율	18.0%	20.7%	18.0%	15.8%	17.0%	16.3%	15.2%	14.6%	14.0%	14.6%	13.9%
OPM(%)	10.3%	2.3%	0.2%	-2.1%	6.9%	6.1%	9.7%	11.6%	13.6%	11.0%	12.1%
종업원급여	123,767	107,985	108,768	115,500	126,031	33,302	34,648	34,918	34,918	137,786	146,246
% of sales	6.1%	6.4%	5.2%	4.4%	4.7%	4.9%	4.6%	4.3%	3.9%	4.4%	4.2%
경상연구개발비	92,607	91,495	85,101	90,494	86,634	20,005	22,809	22,809	22,809	88,431	88,431
% of sales	4.6%	5.4%	4.1%	3.5%	3.2%	3.0%	3.0%	2.8%	2.6%	2.8%	2.5%
감가상각비	22,633	26,584	29,937	30,813	30,990	9,602	7,286	7,286	7,286	31,461	34,514
% of sales	1.1%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%
광고비	46,595	45,044	53,293	50,335	59,927	11,252	17,607	19,228	20,925	69,012	69,012
% of sales	2.3%	2.7%	2.6%	1.9%	2.2%	1.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%
지급수수료	28,021	32,689	44,437	63,626	76,472	17,394	19,278	21,052	22,910	80,634	89,468
% of sales	1.4%	1.9%	2.1%	2.4%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
지급임차료	4,679	6,151	7,864	12,965	16,055	3,769	3,445	3,762	4,095	15,071	16,723
% of sales	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
세금과 공과	11,882	11,202	11,948	12,912	13,773	4,480	4,211	4,598	5,004	18,293	20,297
% of sales	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
기타	34,278	30,454	32,208	32,587	48,303	10,403	11,996	13,100	14,256	49,755	55,206
% of sales	1.7%	1.8%	1.5%	1.3%	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
영업이익	207,367	39,424	4,392	(54,254)	186,992	41,551	73,001	95,223	121,609	346,612	422,536
D&A	168,606	186,715	184,143	189,341	196,398	56,480	53,061	53,061	53,061	215,663	243,606
EBITDA	375,973	226,139	188,535	135,087	383,390	98,031	126,062	148,284	174,671	562,275	666,142
EBITDA Margin (%)	18.6%	13.3%	9.1%	5.2%	14.2%	14.5%	16.8%	18.1%	19.6%	17.9%	19.1%

① 원재료비: 타이어를 제조하는 넥센타이어의 가장 주요한 원재료는 천연고무, 합성고무, 타이 어코드, 카본블랙이다. 사측에서 사업보고서 상에서 밝힌 매입비중과 가격을 토대로 매입액과 매 입량을 역산하였고, 기타의 경우 평균 매입단가를 추정할 수 없고 비슷한 매입비중의 값을 지니 기에 올해 1분기의 비중을 FLAT 처리해주었다.

원재료비 가격 추이 및 비중 - 넥센 타이어													
(단위: 원/Ton)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
천연고무 가격	2,230,831	1,679,440	1,741,373	1,712,718	2,020,414	2,372,507	2,182,131	2,039,009	2,150,175	2,261,341	2,372,507	2,205,758	2,372,507
매입비중(%)	22.7%	19.5%	20.4%	22.1%	21.6%	19.9%	20.4%	20.4%	21.2%	22.0%	22.8%	21.6%	22.2%
합성고무 가격	2,776,283	2,365,473	2,288,446	1,985,865	2,312,661	2,899,819	2,854,042	2,765,738	2,765,738	2,765,738	2,765,738	2,765,738	2,765,738
매입비중(%)	29.9%	27.1%	26.2%	24.6%	24.0%	23.6%	24.9%	25.7%	25.3%	25.0%	24.6%	25.1%	24.0%
코드 가격	2,668,720	2,649,503	2,738,012	2,459,027	3,242,087	3,902,224	3,231,124	2,851,044	2,851,044	2,851,044	2,851,044	2,851,044	3,231,124
매입비중(%)	17.5%	18.8%	19.9%	19.7%	19.9%	18.8%	17.5%	16.3%	16.1%	15.8%	15.6%	15.9%	17.2%
카본블랙 가격	992,828	1,207,754	1,277,519	1,028,931	1,275,321	1,908,412	1,704,322	1,722,820	1,722,820	1,722,820	1,722,820	1,722,820	1,722,820
매입비중(%)	10.2%	13.0%	13.6%	12.4%	12.4%	14.2%	14.0%	15.1%	14.9%	14.7%	14.5%	14.8%	14.1%
기타													
매입비중(%)	19.7%	21.6%	19.9%	21.2%	22.1%	23.5%	23.2%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%

주요 원재료들의 경우 매입가와 매입량의 곱을 통해서 매입액을 산출해주었다. 매입량은 매출 추정에서 도출한 타이어 생산량의 증가세를 적용해주었으며, 매입금의 경우 별도 추정해주었다.

먼저 천연고무는 코로나 19로 인한 라텍스 장갑 수요의 급증으로 22년 역사적 고점을 기록했다. 이후 코로나가 전세계적으로 완화되면서 가격이 안정화되었으나, 중국의 전기차 수요는 급증하 고, 최대 생산국인 태국, 베트남에선 두리안, 야자으로의 업종 변경과 병충해로 인해 공급량이 급감하고 있어 수급의 불균형이 심화되고 있다. 또한 유럽의 EUDR 제정으로 25년부터 유럽으 로 수입하는 모든 회사의 제품들은 산림벌채가 없었음을 증명해야 되기에, 수급 불균형은 장기 화될 전망이다. 이에 올해 4분기에 22년 매입가에 도달하고 25년에도 유지됨을 가정하였다.

타이어에 사용되는 합성고무는 부타디엔 고무(BR)으로 원재료인 부타디엔은 원유 정제 및 열 처리를 통해 생산되고 카본블랙은 원유 전제 공정의 잔사유인 FCC Oil을 연소시켜 생산된다. 즉 합성고무와 카본블랙의 원유를 통해 생산되기에, 원유 가격의 흐름과 동행한다. 현재 유가의 경 우 전쟁으로 인한 유통망 교란, 중동 산유국들의 공급량 감축으로 인한 유가 상방 압력과 글로벌 경기 침체로 인한 수요 감소, 미국의 적극적인 증산으로 인한 유가 하방 압력이 혼재하는 현 상향을 반영하기 위해 보험세를 반영해주었다.

타이어코드는 22년 호황을 기점으로 빠르게 하락하여 현재 불황의 늪을 걷고 있다. 이에 따라 1 분기의 타이어코드의 가격을 FLAT하여 24년 가격을 추정하였다. 그러나 재고조정으로 10% 이 상 감소한 글로벌 수요는 60만톤을 저점으로 빠르게 복원되고 있고 24년 증설량이 0.7만톤에 그쳐 25년에 수급 불균형이 심화될 것으로 예상되어 23년의 가격으로 상승한다고 가정하였다. 상기 논의를 종합한 원재료비의 추정은 아래와 같다.

원재료비 추정 - 넥센 타이어													
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
천연고무 매입액	179,551	149,002	144,509	123,066	141,284	207,069	209,406	50,716	57,618	65,046	73,021	245,307	288,407
천연고무 매입량 (Ton)	80,486	88,721	82,986	71,854	69,928	87,279	95,964	24,873	26,797	28,764	30,778	111,212	121,562
합성고무 매입액	236,501	207,074	185,595	136,987	156,983	245,569	255,599	63,892	68,834	73,888	79,061	285,676	312,262
합성고무 매입량 (Ton)	85,186	87,540	81,101	68,981	67,880	84,684	89,557	23,101	24,888	26,716	28,586	103,291	112,904
코드매입액	138,420	143,653	140,967	109,701	130,165	195,623	179,638	40,523	43,658	46,863	50,144	181,188	224,452
코드매입량 (Ton)	51,868	54,219	51,485	44,612	40,148	50,131	55,596	14,213	15,313	16,437	17,588	63,551	69,466
카본블랙 매입액	80,679	99,335	96,339	69,050	81,108	147,758	143,710	37,540	40,444	43,413	46,452	167,849	183,469
카본블랙 매입량 (Ton)	81,262	82,247	75,411	67,109	63,598	77,424	84,321	21,790	23,475	25,199	26,963	97,427	106,494
기타 매입액	155,822	165,048	140,967	118,054	144,555	244,529	238,149	55,937	61,129	66,545	72,197	255,807	292,817
원재료비 총합	790,972	764,112	708,377	556,858	654,094	1,040,547	1,026,562	248,608	271,682	295,755	320,876	1,136,921	1,301,407

② 종업원 급여: 직원 수와 평균 급여의 곱을 매출원가와 판관비에 안분해주었다. 직원 수의 경 우 넥센타이어의 반기 공채 인원인 32명을 증가분으로 반영해주었으며, 평균 급여는 4개년 AVG인 4.1%를 이용해 산출하였다. 이는 23년 중견기업 평균 임금상승률인 4.5%와 매우 유사 하기에 이를 그대로 반영해주었다. 넥센타이어의 체코 공장 증설의 경우 자동화 공장으로서 증설 에 따른 대규모 인력 고용이 불필요하기에 반영해주지 않았다.

③ 감가상각비: 유형자산, 무형자산, 사용권자산으로 나누어 엄밀히 추정해주었으며, CAPA 확장 계획을 반영하여 추정하였다. 체코 공장의 창고 증설비 1,000억 원을 24년에 반영하고 29년 가동을 목표로 하는 미국 공장 CapEx 1조 7,400억 원을 24년부터 안분해주었다. 23년 하반기 부지 선정 계획이 현재 진행되고 있다는 점을 반영하기 위해 24년 하반기부터 투자가 진행된다고 가정하여 반영해주었다. 그 외의 자산들은 유지 CapEx를 추정하여 감가상각비를 구하고 안분비율에 따라 매출원가와 판매비와 관리비에 안분하였다.

④ 운반비: 넥센 타이어의 운반은 주로 해상을 통해서 이뤄지기에, SCFI 지수에 큰 영향을 받는다. 실제로 지난 16개의 분기와 SCFI의 분기 평균의 다중회귀 분석 결과 0.88의 상관계수를 보였다. 운반비 추정을 위해 SCFI를 직접 추정해주었다. 현재 수에즈 운하 병목, 전쟁, 후티 반군의 홍해 공격으로 인해 빠르게 급증하고 있는 현 상황을 반영하기 위해 24년 4월부터 5월까지 평균치를 24년 2분기 SCFI 값으로 가정했고 4분기까지 분기별 성장세를 반영해주었다. 또한 24년은 역사상 가장 많은 컨테이너 선박이 인도될 예정이기에 코로나 직후 SCFI 하락세를 25년에 반영했다. 이후 회귀분석식을 이용해 운반비를 추정하였다.

운반비 추정 - 넥센 타이어											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E
운반비	130,529	130,989	299,342	435,632	235,063	63,716	72,445	81,204	88,372	305,737	297,451
매출	2,022,338	1,698,127	2,079,407	2,597,424	2,701,721	678,085	751,524	820,689	893,140	3,149,064	3,494,087
% of 매출	6.5%	7.7%	14.4%	16.8%	8.7%	9.4%	9.6%	9.9%	9.9%	9.7%	8.5%

8.1.2. 별도 넥센 비용 및 EBITDA 추정

금액적 중요성을 보이는 ① 원재료비, ② 종업원급여, ③ 감가상각비, ④ 용역제공을 중심으로 엄밀히 추정하였다. 이외의 비용은 고정비와 변동비로 구분하여 추이를 반영해주었다.

1) 원재료비, 종업원급여, 감가상각비 추정

별도 넥센의 주 제품군은 타이어 튜브로, 주원료는 천연고무이다. 이에 타이어 생산량의 증가분과 천연고무의 가격 상승률을 반영해주었으며, 종업원 급여 역시 넥센 타이어와 같은 논리로 추정을 진행했다. 감가상각비 역시 유형자산, 무형자산, 사용권자산으로 나누어 별도로 추정했고, 유지 CapEx를 추정하여 감가상각비를 구하고 안분비율에 따라 안분하였다.

2) 용역제공

용역제공 비용 추정											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E
용역제공	152,751	164,881	290,700	485,003	241,538	56,708	66,416	67,117	67,188	257,429	256,224
매출	352,221	353,361	507,421	737,877	475,925	126,319	146,606	146,762	146,919	566,606	590,302
% of 매출	43.4%	46.7%	57.3%	65.7%	50.8%	44.9%	45.3%	45.7%	45.7%	45.4%	43.4%

동사의 용역제공은 넥센타이어의 운반비와 매우 유사하다. 동사는 자회사들에게 운송, 물류 등 주로 해상운임 용역을 제공한다. 이에 운반비 추정 논리와 동일하게 진행해졌고 다중회귀분석을 통한 상관계수 역시 0.73으로 SCFI를 통한 추정이 합리적임을 방증한다. 상기 논의들을 종합한 테이블은 아래와 같다. 또한 동사와 자회사 간 내부거래는 매출의 내부거래와 연동하여 반영해주었다. 별도 넥센 테이블에 내부거래 이익을 제거한 이유는 내부거래로 대부분으로 기록되는 물류 사업 부문의 이익을 제외하고 순수 타이어 튜브 제조업체로서 멀티플을 부여하기 위함이다.

매출원가 및 판매비 - 별도 넥센											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	352,221	353,361	507,421	737,877	475,925	126,319	146,606	146,762	146,919	566,606	590,302
YoY(%)		0.3%	43.6%	45.4%	-35.5%		16.1%	0.1%	0.1%	19.1%	4.2%
매출원가	306,736	305,758	452,208	674,915	409,245	99,463	113,987	117,181	120,031	450,662	467,295
매출원가율	87.1%	86.5%	89.1%	91.5%	86.0%	78.7%	77.8%	79.8%	81.7%	79.5%	79.2%
GPM(%)	12.9%	13.5%	10.9%	8.5%	14.0%	21.3%	22.2%	20.2%	18.3%	20.5%	20.8%
원재료비	69,167	54,146	71,165	92,047	78,376	20,097	22,456	24,950	27,579	95,081	110,148
% of sales	19.6%	15.3%	14.0%	12.5%	16.5%	15.9%	15.3%	17.0%	18.8%	16.8%	18.7%
종업원급여	41,323	38,715	41,266	40,170	36,130	8,744	9,229	9,229	9,378	36,579	39,046
% of sales	11.7%	11.0%	8.1%	5.4%	7.6%	6.9%	6.3%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%
용역제공	152,751	164,881	290,700	485,003	241,538	56,708	66,416	67,117	67,188	257,429	256,224
% of sales	43.4%	46.7%	57.3%	65.7%	50.8%	44.9%	45.3%	45.7%	45.7%	45.4%	43.4%
감가상각비	6,583	6,386	7,014	7,155	7,122	1,823	1,837	1,837	1,837	7,335	7,639
% of sales	1.9%	1.8%	1.4%	1.0%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
기타	36,912	41,630	42,062	50,540	46,079	12,092	14,049	14,049	14,049	54,238	54,238
% of sales	10.5%	11.8%	8.3%	6.8%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
판매비와 관리비	27,825	24,650	29,037	32,308	33,966	8,777	9,961	9,965	10,037	38,741	40,856
판매비율	7.9%	7.0%	5.7%	4.4%	7.1%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.9%
OPM(%)	5.0%	6.5%	5.2%	4.2%	6.9%	14.3%	15.5%	13.4%	11.5%	13.6%	13.9%
종업원급여	13,139	12,174	12,869	14,571	15,497	3,950	4,169	4,169	4,237	16,525	17,640
% of sales	3.7%	3.4%	2.5%	2.0%	3.3%	3.1%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%
판매수수료	3,430	3,162	3,567	4,011	3,444	973	1,129	1,130	1,131	4,363	4,545
% of sales	1.0%	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
지급수수료	3,230	2,746	4,209	4,040	4,834	1,455	1,689	1,690	1,692	6,526	6,799
% of sales	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
광고선전비	2,312	2,087	3,017	3,364	3,396	628	902	902	902	3,335	3,475
% of sales	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
감가상각비	987	1,061	1,111	1,201	1,321	337	450	450	450	1,686	1,827
% of sales	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
운반비	1,010	1,046	1,285	1,489	1,593	396	491	491	492	1,870	1,948
% of sales	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
세금과 공과	915	932	1,030	1,197	1,310	335	315	315	315	1,281	1,334
% of sales	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
기타	2,803	1,440	1,949	2,436	2,571	703	816	817	818	3,155	3,287
% of sales	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
영업이익	17,660	22,953	26,176	30,654	32,714	18,078	22,658	19,616	16,851	77,203	82,152
내부거래 제외 영업이익	(10,198)	(11,399)	(10,669)	(14,881)	(12,721)	(11,294)	(1,865)	(1,865)	(1,865)	(16,890)	(17,916)
내부거래 제외 영업이익	7,462	13,157	13,092	20,306	17,837	9,314	20,793	17,751	14,985	60,313	64,236
D&A	7,570	7,447	8,125	8,356	8,443	2,160	2,287	2,287	2,287	9,021	9,466
EBITDA	15,032	20,604	21,217	28,662	26,280	11,474	23,080	20,038	17,272	69,334	73,702
EBITDA Margin (%)	4.3%	5.8%	4.2%	3.9%	5.5%	9.1%	15.7%	13.7%	11.8%	12.2%	12.5%

8.2. 연결 넥센 손익계산서 추정

내부거래 조정이 반영되었으며, 영업외손익 추정에서 이자수익과 이자비용은 별도로 추정하고 그 외의 영업외손익은 3개년 평균치를, 일시적 비용의 경우 발생 없음을 가정하였다. 원재료비, 감가상각비, 용역비용을 중심으로 연결 넥센 비용을 추정을 진행하였으며, 법인세비용의 경우 과세표준을 이용해 엄밀히 추정하였다. 상기 추정을 반영한 최종 연결 손익계산서는 아래와 같다.

추정 손익계산서 - 연결 넥센									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E
매출액	2,403,881	3,003,950	3,036,062	763,658	839,687	905,669	977,412	3,491,807	3,844,849
YoY(%)	0.0%	25.0%	1.1%		10.0%	7.9%	7.9%	15.0%	10.1%
매출원가	1,895,178	2,498,971	2,216,876	563,721	617,517	644,043	670,833	2,496,114	2,704,050
매출총이익	508,704	504,979	819,186	199,937	222,169	261,626	306,578	995,692	1,140,799
GPM(%)	21.2%	16.8%	27.0%	26.2%	26.5%	28.9%	31.4%	28.5%	29.7%
판매비와관리비	475,125	527,522	598,148	147,263	155,339	155,339	155,339	602,643	638,777
영업이익	33,579	(22,543)	221,038	52,674	66,831	106,288	151,240	393,049	502,022
OPM(%)	1.4%	-0.8%	7.3%	6.9%	8.0%	11.7%	15.5%	11.3%	13.1%
기타손익	(951)	23,246	3,186	9,325	143	143	143	9,098	812
금융손익	13,875	(5,316)	(44,414)	155	1,516	1,516	1,516	(12,896)	(27,731)
지분법손익	1,141	1,499	1,105	55	398	398	398	1,248	1,248
법인세비용차감전순이익	47,644	(3,114)	180,914	62,209	68,888	108,345	153,297	390,499	476,351
법인세비용	18,222	(4,891)	80,465	12,836	15,633	24,787	35,216	90,247	110,165
당기순이익	29,422	1,777	100,449	49,373	53,255	83,558	118,081	300,252	366,187
NPM(%)	1.2%	0.1%	3.3%	6.5%	6.3%	9.2%	12.1%	8.6%	9.5%
귀속 - 지배지분	28,841	17,469	41,636	25,762	27,787	43,598	61,612	156,664	191,068
귀속 - 비지배지분	581	(15,692)	58,813	23,611	25,468	39,959	56,469	143,588	175,119

6.3. 최종 Valuation Table

Valuation - SOTP Method with EV/EBITDA							
(단위: 백만 원)							
(A) 주요 영업가치		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
타이어 자회사	넥센타이어	666,142	5.1x	45.0%	30%	1,075,256	
타이어 튜브 제조	별도 넥센	31,184	9.2x	100.0%	0%	286,580	
	합계					1,361,836	
(B) 비영업가치		장부가	지분율	할인율	평가액	비고	
상장사	케이엔엔	87,150	39.44%	50.0%	17,186		
비상장사	넥센디엔에스	22,290	100%	50.0%	11,145		
	가야개발	15,000	18%	50.0%	1,322		
	Next Century Ventures Fund	3,995	49%	50.0%	979	1Q24 연결기준 장부가	
	Qingdao Nexen Co., Ltd.	3,022	100%	50.0%	1,511		
	Nexen Corporation Europe	1,036	100%	50.0%	518		
	Nexen Corporation America	519	100%	50.0%	259		
기타 비영업자산	단기금융상품	129,714		50.0%	64,857		
	기타비유동금융자산	92,361		50.0%	46,181		
	투자부동산	53,138		50.0%	26,569	1Q24 연결기준 장부가	
	기타유동금융자산	3,881		50.0%	1,940		
	장기금융상품	1,878		50.0%	939		
	합계				173,407		
(C) 우선주 가치					192		
(D) 순차입금					1,209,576	1Q24 연결기준 장부가	
(E) 목표시가총액					325,474	(E) = (A) + (B) - (C) - (D)	
(F) 발행주식수					53,543,977		
목표주가 (단위: 원)					6,080		
현재주가 (단위: 원)					4,570		
	상승여력(%)				33.0%		

최종 SOTP Table이다. 먼저 주요 영업가치에 대한 설명하자면, 넥센타이어의 Valuation은 Historical EV/EBITDA Method로 진행하였으며, Target EV/EBITDA Multiple은 1Q19의 평균 12MF EV/EBITDA인 5.13x으로 선정하였다. 당사는 유럽 진출을 통해 새로운 성장이 기대되었던 때로, 현재의 동사 역시 유럽 공장 Ramp-up 및 업황 턴어라운드, 고인치 타이어 등 고마진 시장 진출 본격화 등을 앞두고 있어 상황적 유사성이 충분한 시기로 판단하였다.

동사 별도 사업부의 경우, 타이어 튜브 사업을 영위하는 동아타이어를 PEER로 선정하였으며, Target EV/EBITDA Multiple은 TTM 12개월 평균치 9.19x를 선정하였다. 성숙한 제조업치고 높은 Valuation으로 보일 수 있으나, 작년 물류비 상승 등으로 업황이 악화된 반면, 올해는 업황 개선 및 비용 정상화로 마진 개선을 이룰 수 있을 것이 전망되어 충분히 합리적이라 판단한다.

그외 기타 자회사 영업가치의 경우 1Q24 기준 장부가로 적용한 뒤 50%의 할인율을 일괄 적용하였다. 비영업가치 역시, 동사의 낮은 ROE를 고려하여 할인이 불가피하다고 판단하였으며 50%의 할인율을 적용하였다. 순차입금의 경우 보수적으로 전사 연결실체 차원의 이자발생부채에서 현금성자산을 차감하여 도출하였다.

본 보고서의 상기 논의를 종합해 목표 주가 6,080원, 상승여력 33.0%로 투자 의견 Buy를 제시한다. 이어 앞선 투자포인트 2는 동사 Valuation에 어떻게 작용할 수 있는지를 논하고자 한다. 넥센타이어 영업가치 할인율에 있어, 넥센타이어에만 30%를 적용한 것은 넥센타이어의 가치가 동사 가치의 대부분을 차지하고 있으며 지속적인 주주환원을 통해 동사에 적용되는 넥센타이어 가치의 Discount가 완화될 수 있다고 판단하였기 때문이다.

8. Appendix.

Appx1. 넥센타이어 유형자산 감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (30년)	15,199	15,199	15,199	15,199	15,199
구축물 (25년)	19,241	19,241	19,241	19,241	19,241
기계장치 (10년)	97,865	97,865	97,865	97,865	97,865
차량운반 (3년)	2,395	2,395	2,395	-	-
기타 유형 (3년)	38,419	38,419	38,419	-	-
렌탈 자산 (4년)	6,755	6,755	6,755	6,755	-
합계	179,875	179,875	179,875	139,061	132,305
CapEx 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (40년)	205	270	270	270	270
구축물 (20년)	144,093	189,876	189,876	189,876	189,876
기계장치 (15년)	123,916	163,334	163,334	163,334	163,334
차량운반 (6년)	753	984	984	2,784	1,284
기타 유형 (6년)	21,413	26,725	26,725	26,725	26,725
렌탈 자산 (4년)	7,936	10,461	10,461	10,461	10,461
합계	298,316	391,649	391,649	393,449	391,949
감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (40년)	15,204	15,211	15,218	15,225	15,231
구축물 (20년)	26,446	35,939	45,433	54,927	64,421
기계장치 (15년)	106,126	117,015	127,904	138,793	149,682
차량운반 (6년)	2,521	2,685	2,849	917	1,131
기타 유형 (6년)	41,988	46,443	50,897	16,931	21,386
렌탈 자산 (4년)	8,739	11,355	13,970	16,585	12,445
합계	201,025	228,647	256,270	243,378	264,296

Appx2. 넥센타이어 무형자산 감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업 재산권 (2년)	696	696	-	-	-
기타 (2년)	8,157	8,157	-	-	-
합계	8,853	8,853	-	-	-
감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업 재산권 (5년)	754	811	173	231	289
기타 (5년)	8,596	9,035	1,317	1,756	2,195
합계	9,350	9,846	1,490	1,987	2,484

Appx3. 종업원 급여 추정

종업원급여 추정 - 넥센 타이어											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
직원 수	4175	4055	4079	4153	4065	4097	4097	4129	4129	4129	4193
YoY		-2.9%	0.6%	1.8%	-2.1%		0.0%	0.8%	0.0%	1.6%	1.6%
평균 급여	98	97	96	102	114	29	30	30	30	119	124
YoY		-0.7%	-0.7%	5.9%	12.0%					4.1%	4.1%
종업원급여	407,572	392,995	392,581	423,394	464,013	118,152	122,926	123,886	123,886	488,851	518,869
매출원가	283,805	285,010	283,813	307,894	337,982	84,850	88,279	88,968	88,968	351,065	372,622
판관비	123,767	107,985	108,768	115,500	126,031	33,302	34,648	34,918	34,918	137,786	146,246

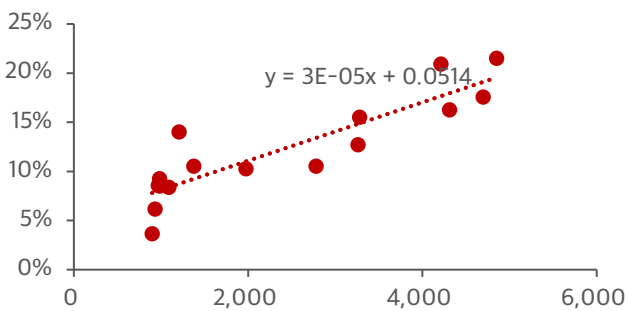
종업원급여 추정 - 넥센											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
직원 수	934	856	876	880	752	730	742	742	754	742	760
YoY		-8.4%	2.3%	0.5%	-14.5%		1.6%	0.0%	1.6%	-1.3%	2.4%
평균 급여	58	59	62	62	69	17	18	18	18	72	75
YoY		2.0%	3.9%	0.7%	10.4%					4.2%	4.2%
종업원급여	54,462	50,890	54,135	54,741	51,627	12,694	13,398	13,398	13,615	53,104	56,686
매출원가	41,323	38,715	41,266	40,170	36,130	8,744	9,229	9,229	9,378	36,579	39,046
판관비	13,139	12,174	12,869	14,571	15,497	3,950	4,169	4,169	4,237	16,525	17,640

Appx4. 운반비 추정 및 회귀분석

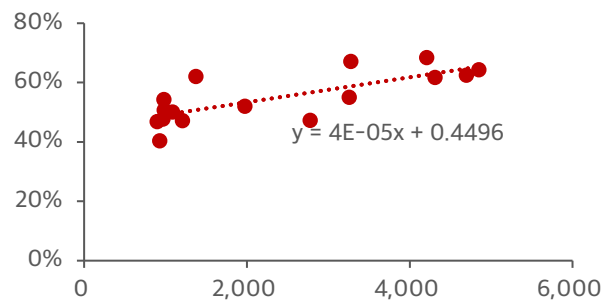
분기별 SCFI, 운반비 추이 - 넥센타이어																	
(단위: 달러, 백만 원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
SCFI	931	897	1209	1975	2780	3259	4312	4698	4851	4211	3279	1375	969	984	986	1089	2010
운반비	28,398	23,338	65,587	13,667	52,084	64,328	87,052	95,879	114,764	136,719	110,205	73,944	54,918	64,132	59,065	56,947	63,716
매출	459,136	638,758	467,278	132,955	493,823	505,517	534,866	545,200	532,989	653,353	709,214	701,869	639,555	691,456	692,575	678,136	678,085
운반비 % OF SALES	6.2%	3.7%	14.0%	10.3%	10.5%	12.7%	16.3%	17.6%	21.5%	20.9%	15.5%	10.5%	8.6%	9.3%	8.5%	8.4%	9.4%

분기별 SCFI, 용역 매출 추이 - 별도 넥센																	
(단위: 달러, 백만 원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
SCFI	931	897	1209	1975	2780	3259	4312	4698	4851	4211	3279	1375	969	984	986	1089	2010
용역비용	39,175	32,406	40,968	52,332	53,816	61,133	81,081	94,669	122,716	137,844	128,162	96,281	61,698	66,915	59,617	53,309	56,708
매출	96,963	69,115	86,792	100,491	113,843	111,057	131,187	151,334	190,580	201,412	190,762	155,123	129,108	123,143	117,313	106,361	126,319
용역 % OF SALES	40.4%	46.9%	47.2%	52.1%	47.3%	55.0%	61.8%	62.6%	64.4%	68.4%	67.2%	62.1%	47.8%	54.3%	50.8%	50.1%	44.9%

Appx4.1. 운반비 회귀분석



Appx4.2. 용역비용 회귀분석



Appx4.3. SCFI 추정

SCFI 분기별 추정					
	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2025E
SCFI	2,010	2,106	2,207	2,207	1,660
QoQ(%)		4.8%	4.8%	0.0%	-24.8%

Appx5. 별도 넥센 유형자산/사용권자산 감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (20년)	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
구축물 (23년)	253	253	253	253	253
기계장치 (10년)	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313
차량운반 (5년)	31	31	31	31	31
기타 유형 (3년)	1,288	1,288	1,288	-	-
합계	4,908	4,908	4,908	3,619	3,619
CapEx 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (40년)	6	6	6	6	6
구축물 (30년)	2,312	2,312	2,312	2,312	2,312
기계장치 (15년)	3,494	3,494	3,494	3,494	3,494
차량운반 (5년)	108	108	108	108	108
기타 유형 (5년)	108	108	108	108	108
합계	6,027	6,027	6,027	6,027	6,027
감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (40년)	1,022	1,023	1,023	1,023	1,023
구축물 (20년)	346	438	531	623	716
기계장치 (15년)	2,546	2,779	3,012	3,245	3,478
차량운반 (6년)	53	74	96	117	139
기타 유형 (6년)	1,310	1,331	1,353	86	108
합계	5,276	5,645	6,013	5,094	5,462

Appx6. 별도 무형자산감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업 재산권 (5년)	36	36	36	36	36
기타 (5년)	303	303	303	303	303
합계	338	338	338	338	338
CapEx 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업재산권 (5년)	59	59	59	59	59
기타 (5년)	481	481	481	481	481
합계	540	540	540	540	540
감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업 재산권 (5년)	47	59	71	83	94
기타 (2년)	399	495	592	688	784
합계	446	554	662	770	878

Appx7. 연결 넥센 매출원가 및 판관비 추정, NOA, IBD

매출원가 및 판관비 - 넥센 연결										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	1,968,536	2,403,881	3,003,950	3,036,062	763,658	839,687	905,669	977,412	3,491,807	3,844,849
YoY(%)		22.1%	25.0%	1.1%		10.0%	7.9%	7.9%	15.0%	10.1%
매출원가	1,471,041	1,895,178	2,498,971	2,216,876	563,721	617,517	644,043	670,833	2,496,114	2,704,050
매출원가율	74.7%	78.8%	83.2%	73.0%	73.8%	73.5%	71.1%	68.6%	71.5%	70.3%
GPM(%)	25.3%	21.2%	16.8%	27.0%	26.2%	26.5%	28.9%	31.4%	28.5%	29.7%
원재료비	608,775	736,672	1,143,931	1,116,982	272,883	292,052	317,658	344,355	1,226,948	1,394,534
% of sales	30.9%	30.6%	38.1%	36.8%	35.7%	34.8%	35.1%	35.2%	35.1%	36.3%
종업원급여	329,725	332,398	355,117	380,831	95,603	100,376	100,376	100,376	396,733	413,299
% of sales	16.7%	13.8%	11.8%	12.5%	12.5%	12.0%	11.1%	10.3%	11.4%	10.7%
감가상각비	168,610	163,432	168,044	180,129	49,203	46,982	46,982	46,982	190,149	215,514
% of sales	8.6%	6.8%	5.6%	5.9%	6.4%	5.6%	5.2%	4.8%	5.4%	5.6%
용역제공	186,116	359,971	544,814	287,675	74,422	87,162	88,082	88,176	337,842	336,261
% of sales	9.5%	15.0%	18.1%	9.5%	9.7%	10.4%	9.7%	9.0%	9.7%	8.7%
기타	177,815	302,705	287,066	251,259	71,609	90,945	90,945	90,945	344,443	344,443
% of sales	9.0%	12.6%	9.6%	8.3%	9.4%	10.8%	10.0%	9.3%	9.9%	9.9%
판매비와 관리비	435,164	475,125	527,522	598,148	147,263	155,339	155,339	155,339	602,643	638,777
판관비율	22.1%	19.8%	17.6%	19.7%	19.3%	18.5%	17.2%	15.9%	17.3%	16.6%
OPM(%)	3.2%	1.4%	-0.8%	7.3%	6.9%	8.0%	11.7%	15.5%	11.3%	13.1%
종업원급여	125,340	126,132	134,962	148,836	38,973	38,693	38,693	38,693	155,051	161,525
% of sales	6.4%	5.2%	4.5%	4.9%	5.1%	4.6%	4.3%	4.0%	4.4%	4.2%
운반비	48,592	63,120	78,178	95,855	26,107	17,648	17,648	17,648	79,051	79,051
% of sales	2.5%	2.6%	2.6%	3.2%	3.4%	2.1%	1.9%	1.8%	2.3%	2.1%
광고비	47,133	56,316	53,770	63,325	11,886	21,100	21,100	21,100	75,185	75,185
% of sales	2.4%	2.3%	1.8%	2.1%	1.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
지급수수료	37,441	50,924	68,366	81,702	18,845	19,870	19,870	19,870	78,455	86,387
% of sales	1.9%	2.1%	2.3%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.2%	2.2%
감가상각비	28,995	32,318	32,791	34,713	10,636	8,064	8,064	8,064	34,827	38,089
% of sales	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%
판매수수료	4,758	4,561	5,860	4,316	736	1,991	1,991	1,991	6,710	7,389
% of sales	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
세금과 공과	13,321	14,535	15,752	16,712	5,184	5,128	5,128	5,128	20,568	22,648
% of sales	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
기타	129,583	127,220	137,842	152,688	34,896	50,909	50,909	50,909	187,622	206,592
% of sales	6.6%	5.3%	4.6%	5.0%	4.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
영업이익	62,332	33,579	(22,543)	221,038	52,674	66,831	106,288	151,240	393,049	502,022
D&A	197,605	195,750	200,835	214,842	59,839	55,046	55,046	55,046	224,976	253,603
EBITDA	259,937	229,329	178,292	435,880	112,513	121,876	161,333	206,286	618,025	755,625
EBITDA Margin (%)	13.2%	9.5%	5.9%	14.4%	14.7%	14.5%	17.8%	21.1%	17.7%	19.7%

IBD - 연결 넥센

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
장기차입금	879,554	634,807	855,060	878,347
유동차입금	315,344	747,067	534,642	503,529
비유동 리스부채	19,331	6,911	41,721	42,443
유동리스부채	31,952	43,792	53,418	54,392
Total	1,246,180	1,432,577	1,484,841	1,478,711

NOA - 연결 넥센

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
현금및현금성자산	363,023	326,803	325,250	269,135
단기금융상품	129,714	19,481	40,063	38,918
지분법적용 투자지분	104,644	106,674	110,903	110,411
기타비유동금융자산	92,361	169,488	178,045	197,031
투자부동산	53,138	52,222	51,110	50,657
기타유동금융자산	3,881	6,067	85,416	89,269
장기금융상품	1,878	2,540	393	218
Total	748,638	683,276	791,179	755,638

Appx8. 연결 넥센 영업외손익 및 이자손익, 법인세 비용 추정

영업외손익 추정 - 연결 넥센

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
영업외손익	(1,596)	6,040	(56,717)	5,229	1,659	1,659	1,659	(3,799)	(26,919)
금융손익	(555)	(19,963)	(59,842)	(3,439)	1,516	1,516	1,516	(12,896)	(27,731)
이자손익	(11,820)	(21,237)	(50,681)	(23,178)	(2,335)	(2,335)	(2,335)	(30,183)	(30,183)
외환손익	14,429	14,646	15,428	3,594	3,747	3,747	3,747	14,835	-
외화환산손익	12,020	807	(9,791)	18,654	-	-	-	-	-
매출채권처분손익	(916)	(2,464)	(3,635)	(1,056)	-	-	-	-	-
배당금수익	162	2,931	4,265	2,141	104	104	104	2,452	2,452
기타손익	(1,041)	26,003	3,125	8,668	143	143	143	9,098	812
외환손익	433	3,291	115	398	294	294	294	1,280	1,280
외화환산손익	(193)	2,036	(335)	(243)	-	-	-	(243)	-
유형자산처분손익	(2,674)	2,038	(8,101)	(645)	-	-	-	(645)	-
금융자산평가손익	5,746	19,939	(4,988)	6,126	-	-	-	6,126	-
금융자산처분손익	(3,971)	(3,235)	8,484	2,084	-	-	-	2,084	-
금융상품처분손익	1,260	-	(14)	(467)	-	-	-	(467)	-
잡손익	(1,372)	2,710	8,276	1,432	-	-	-	1,432	-
수수료수입	0	0	80	2	8	8	8	27	27
임대료수입	36	34	62	14	10	10	10	44	44
관계기업주식처분이익	47	-	-	-	-	-	-	-	-
재고자산처분손실	(139)	(289)	(120)	(5)	(59)	(59)	(59)	(183)	(183)
기타대손상각비	(6)	(155)	(180)	-	(38)	(38)	(38)	(114)	(114)
유형자산폐기손실	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
무형자산폐기손실	-	(1)	-	-	-	-	-	-	-
기부금	(208)	(365)	(152)	(28)	(71)	(71)	(71)	(242)	(242)

이자부자산 유효이자율

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
기말이자부자산	748,638	683,276	791,179	755,638	755,638	755,638
평균이자부자산	748,638	715,957	737,228	773,409	755,638	755,638
이자수익	8,115	8,099	11,610	3,090	9,546	9,546
<i>유효이자율(%)</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.6%</i>	<i>0.4%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>

이자부부채 유효이자율

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
기말이자부자산	1,246,180	1,432,577	1,484,841	1,478,711	1,478,711	1,478,711
평균이자부자산	1,246,180	1,339,379	1,458,709	1,481,776	1,478,711	1,478,711
이자비용	19,936	29,336	62,291	26,268	39,730	39,730
<i>유효이자율(%)</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.2%</i>	<i>4.3%</i>	<i>1.8%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>

법인세비용 추정

(단위: 백만 원)	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E
세전순이익	68,888	108,345	153,297	390,499	476,351
과세표준 및 세율					
2억 원 이하		10.0%	20	20	20
2억원 초과 5억원 이하		20.0%	60	60	60
5억원 초과 200억원 이하		21.0%	4,095	4,095	4,095
200억 초과 3,000억원 이하		23.2%	11,458	20,612	31,041
법인세비용	15,633	24,787	35,216	90,247	110,165

Appx9. 연결 넥센 감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (30년)	16,665	16,665	16,665	16,665	16,665
구축물 (25년)	19,695	19,695	19,695	19,695	19,695
기계장치 (10년)	100,928	100,928	100,928	100,928	100,928
차량운반 (4년)	2,120	2,120	2,120	2,120	-
기타 유형 (4년)	34,711	34,711	34,711	34,711	-
렌탈 자산 (4년)	6,755	6,755	6,755	6,755	-
합계	180,875	180,875	180,875	180,875	137,288
CapEx 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (40년)	795	859	859	859	859
구축물 (20년)	146,956	192,739	192,739	192,739	192,739
기계장치 (15년)	127,632	167,049	167,049	167,049	167,049
차량운반 (6년)	1,150	1,381	1,381	1,381	1,381
기타 유형 (6년)	24,168	29,480	29,480	29,480	29,480
렌탈 자산 (4년)	7,936	10,461	10,461	10,461	10,461
합계	308,636	401,970	401,970	401,970	401,970
감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물 (40년)	16,685	16,706	16,728	16,749	16,771
구축물 (20년)	27,042	36,679	46,316	55,953	65,590
기계장치 (15년)	109,437	120,574	131,710	142,847	153,984
차량운반 (6년)	2,312	2,542	2,772	3,003	1,112
기타 유형 (6년)	38,739	43,653	48,566	53,479	23,681
렌탈 자산 (4년)	8,739	11,355	13,970	16,585	12,445
합계	202,955	231,509	260,063	288,617	273,583

Appx10. 연결 넥센 감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업 재산권 (5년)	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275
기타 (2년)	9,277	9,277	-	-	-
합계	10,552	10,552	1,275	1,275	1,275
CapEx 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업재산권 (5년)	27	27	27	27	27
기타 (5년)	339	339	339	339	339
합계	366	366	366	366	366
감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업 재산권 (5년)	1,280	1,286	1,291	1,297	1,302
기타 (5년)	9,345	9,413	203	271	339
합계	10,625	10,698	1,494	1,568	1,641

Appx10. 넥센 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
자산	4,572,292	4,726,896	5,060,957	5,174,141
유동자산	1,645,488	1,637,750	1,745,855	1,798,358
현금및현금성자산	363,023	326,803	325,250	269,135
단기금융상품	129,714	19,481	40,063	38,918
매출채권 및 기타유동채권	502,373	483,180	522,345	597,990
매출채권	460,581	445,229	479,654	552,836
단기미수금	35,768	19,136	18,332	18,480
단기미수수익	1,947	1,247	6,652	9,654
기타채권	4,077	1,247	17,707	17,020
재고자산	535,133	683,018	676,555	679,544
기타유동금융자산	49,527	60,435	133,704	151,286
기타유동자산	65,718	64,834	47,938	61,485
비유동자산	2,926,805	3,089,146	3,315,102	3,375,783
투자부동산	53,138	52,222	51,110	50,657
유형자산	2,422,267	2,488,428	2,685,659	2,727,049
영업권이외의무형자산	72,914	70,605	63,111	61,615
장기매출채권 및 기타비유동채권	16	-	-	-
기타비유동자산	347,809	428,756	478,659	487,588
이연법인세자산	30,660	49,134	36,563	48,873
부채	2,455,495	2,595,713	2,829,351	2,888,025
유동부채	1,152,902	1,568,455	1,451,194	1,476,203
매입채무 및 기타유동채무	415,647	365,664	350,977	348,651
단기매입채무	147,214	176,668	109,107	131,305
단기미지급금	217,546	137,816	178,438	136,236
단기미지급비용	50,887	51,180	63,432	81,109
단기차입금	315,344	747,067	534,642	503,529
유동성장기차입금	249,296	341,695	435,936	450,314
유동충당부채	-	-	25,396	26,620
유동리스부채	5,780	15,117	13,205	14,277
기타유동금융부채	8,220	8,627	8,478	8,712
기타유동부채	148,595	73,962	66,339	95,412
당기법인세부채	10,020	16,323	16,220	28,687
비유동부채	1,302,593	1,027,257	1,378,157	1,411,822
장기매입채무 및 기타비유동채무	-	41	31	28
기타비유동금융부채	937,961	685,511	951,498	975,182
기타비유동부채	106,978	120,315	166,148	177,139
퇴직급여부채	257,654	221,391	260,480	259,473
자본	2,116,797	2,131,184	2,231,606	2,286,116
자본금	28,572	28,572	28,572	28,572
자본잉여금	150,313	150,313	150,313	150,313
기타자본구성요소	22,970	22,757	36,602	45,347
자기주식	(10,176)	(15,173)	(20,175)	(20,175)
이익잉여금(결손금)	906,752	941,729	971,596	990,677
자본과부채총계	4,572,292	4,726,896	5,060,957	5,174,141

현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
영업활동현금흐름	236,049	(29,063)	307,540	17,503
당기순이익(손실)	29,422	1,777	100,449	49,373
당기순이익조정을 위한 가감	274,318	252,479	435,932	91,175
이자수익	(8,115)	(8,099)	(11,610)	(3,090)
이자비용	19,936	29,336	62,291	26,268
법인세비용	18,222	(4,891)	80,465	12,836
감가상각비	182,267	186,463	184,838	53,645
투자부동산상각비	495	483	475	90
무형자산상각비	9,876	10,837	11,137	2,662
사용권자산상각비	11,842	9,672	12,398	3,351
외환환산손실	21,004	32,919	23,274	7,300
외환환산이익	(32,909)	(33,006)	(13,208)	(26,368)
퇴직급여	47,209	43,777	41,376	10,926
기타수익, 비용	4,492	(15,012)	44,495	3,554
영업활동으로 인한 자산·부채의 변동	(38,807)	(258,037)	(157,624)	(94,113)
이자수취(영업)	8,597	9,061	11,851	2,929
이자지급(영업)	(20,375)	(28,158)	(58,502)	(23,355)
배당금수취(영업)	945	3,975	5,309	70
법인세납부(환급)	(18,050)	(10,160)	(29,875)	(8,576)
투자활동현금흐름	(123,762)	(259,471)	(352,994)	(62,203)
대여금및수취채권의 처분	5,304	6,561	3,337	629
대여금및수취채권의 취득	(44,055)	(73,701)	(1,886)	(548)
단기금융상품의 처분	453,540	336,924	60,665	40,151
단기금융상품의 취득	(393,553)	(226,691)	(81,157)	(38,326)
기타금융자산의 처분	8,711	2,274	23,540	6,923
기타금융자산의 취득	(25,340)	(27,651)	(11,669)	(400)
유형자산의 취득	(134,435)	(285,114)	(348,206)	(70,756)
유형자산의 처분	3,828	7,986	2,822	140
무형자산의 취득	(790)	(51)	(476)	(16)
무형자산의 처분	2	0	40	-
정보보호금의 수취	3,026	-	-	-
정보보호금의 상환, 투자활동	-	(9)	(4)	-
재무활동현금흐름	(74,373)	247,629	34,809	(14,448)
차입금에 따른 유입	615,314	854,628	886,282	101,015
차입금의 상환	(655,605)	(570,819)	(815,368)	(110,858)
금융리스부채의 지급	(17,770)	(14,335)	(19,235)	(4,606)
파생상품의 정산	(134)	(31)	-	-
자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출	(3,427)	(4,997)	(5,002)	-
종속기업투자주식의 추가취득	(1,700)	(5,000)	-	-
배당금지급	(11,051)	(11,818)	(11,868)	-
환율변동효과	8,546	4,686	9,091	3,033
현금및현금성자산의순증가(감소)	46,460	(36,219)	(1,553)	(56,115)
기초현금및현금성자산	316,563	363,023	326,803	325,250
기말현금및현금성자산	363,023	326,803	325,250	269,135

Appx11. 넥센 별도기준 재무상태표 및 현금흐름표

재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
자산	724,981	736,767	735,657	754,947
유동자산	169,551	169,000	154,594	175,667
현금및현금성자산	18,672	43,735	61,508	63,105
단기금융상품	3,000	1,000	-	-
매출채권 및 기타유동채권	99,500	76,311	56,548	72,413
채고자산	25,886	22,341	24,192	23,076
기타유동금융자산	7,828	10,580	5,878	8,792
기타유동자산	14,665	15,035	6,469	8,280
비유동자산	555,430	567,767	581,063	579,280
투자부동산	12,897	13,673	13,656	13,651
유형자산	116,407	117,140	123,493	122,796
영업권이외의무형자산	4,001	4,280	4,621	4,570
장기매출채권 및 기타비유동채권	16	-	-	-
기타비유동자산	422,109	424,997	433,197	433,281
확정급여자산	-	7,677	6,096	4,981
부채	119,007	105,463	82,139	90,355
유동부채	98,754	87,407	64,163	72,376
매입채무 및 기타유동채무	52,509	46,402	38,395	37,180
단기매입채무	38,014	32,716	25,948	25,467
단기미지급금	376	231	322	219
단기미지급비용	14,119	13,455	12,125	11,494
단기차입금	20,755	17,200	12,000	12,000
유동리스부채	1,472	1,688	1,237	1,677
기타유동금융부채	181	104	55	155
기타유동부채	21,625	17,565	11,173	18,459
당기법인세부채	2,212	4,448	1,302	2,905
비유동부채	20,253	18,056	17,976	17,978
이연법인세부채	18,194	16,474	16,385	16,188
비유동리스부채	151	345	351	528
기타비유동금융부채	1,243	1,237	1,241	1,262
퇴직급여부채	665	-	-	-
자본	605,974	631,304	653,518	664,592
자본금	28,572	28,572	28,572	28,572
자본잉여금	150,313	150,313	150,313	150,313
기타자본구성요소	894	14	650	141
자기주식	(10,176)	(15,173)	(20,175)	(20,175)
이익잉여금(결손금)	436,371	467,578	494,158	505,742
자본과부채총계	724,981	736,767	735,657	754,947

현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
영업활동현금흐름	8,650	53,259	53,580	3,106
당기순이익(손실)	26,878	31,224	33,239	18,264
당기순이익조정을 위한 가감	5,430	3,646	2,210	(8,088)
이자비용	267	429	533	143
이자수익	(626)	(952)	(1,776)	(535)
법인세비용	3,410	4,384	3,270	2,060
감가상각비	8,030	8,265	8,362	2,141
외환환산손실	481	1,726	473	183
퇴직급여	4,639	4,531	3,217	833
기타수익, 비용	(10,770)	(14,737)	(11,869)	(12,913)
영업활동으로인한자산·부채의변동	(31,266)	9,144	11,672	(13,190)
이자지급(영업)	(247)	(383)	(463)	(116)
이자수취(영업)	551	867	1,769	535
배당금수취(영업)	9,946	14,151	11,644	6,187
법인세납부(환급)	(2,642)	(5,390)	(6,491)	(486)
투자활동현금흐름	(5,352)	(10,526)	(15,957)	(671)
단기금융상품의 처분	-	6,000	1,000	-
단기금융상품의 취득	-	(4,000)	-	-
유형자산의 취득	(4,338)	(7,141)	(12,398)	(679)
유형자산의 처분	433	1,471	421	6
관계기업에 대한 투자자산의 취득	(585)	(3,099)	(311)	-
매도가능금융자산의 취득	(905)	-	-	-
타기업과 관계기업 투자자산의 취득	-	(5,000)	(519)	-
기타유동금융자산의 처분	111	2,084	2,583	10
기타유동금융자산의 취득	(117)	(1,029)	(3,068)	(8)
기타비유동금융자산의 처분	153	390	423	-
기타비유동금융자산의 취득	(104)	(202)	(4,089)	-
재무활동현금흐름	(26,037)	(17,670)	(19,850)	(838)
단기차입금의 증가	15,351	3,649	-	-
단기차입금의 상환	(26,598)	(7,220)	(5,200)	-
유동성장기차입금의 상환	2,536	-	-	-
장기차입금의 상환	(507)	-	-	-
금융리스부채의 지급	(3,542)	(3,559)	(3,688)	(838)
배당금지급	(4,777)	(5,543)	(5,960)	-
자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출	(3,427)	(4,997)	(5,002)	-
현금및현금성자산의순증가(감소)	(22,740)	25,063	17,773	1,597
기초현금및현금성자산	41,411	18,672	43,735	61,508
기말현금및현금성자산	18,672	43,735	61,508	63,105

Appx12. 넥센타이어 재무상태표 및 현금흐름표

재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
자산	3,823,413	3,944,337	4,232,662	4,334,669
유동자산	1,476,006	1,442,087	1,556,084	1,591,970
현금및현금성자산	322,331	258,370	237,635	184,011
매출채권	397,486	382,189	430,142	491,843
기타수취채권	40,238	22,026	104,245	111,428
기타유동금융자산	165,813	64,819	82,645	92,237
기타유동자산	53,065	65,511	60,643	70,446
유동재고자산	497,072	649,173	640,774	642,005
비유동자산	2,347,408	2,502,249	2,676,577	2,742,698
비유동금융자산	121,818	129,260	135,108	125,790
기타수취채권	75,931	144,251	145,683	164,790
유형자산	2,068,841	2,135,013	2,325,121	2,368,307
무형자산	31,376	28,972	21,698	20,457
사용권자산	16,144	13,285	10,981	13,149
투자부동산	750	750	750	750
기타비유동자산	2,327	1,992	1,081	1,002
이연법인세자산	30,220	48,726	36,155	48,453
부채	2,223,486	2,348,105	2,527,779	2,583,230
유동부채	1,041,729	1,431,723	1,329,961	1,354,483
단기매입채무	158,716	166,468	102,219	124,190
기타지급채무(유동)	253,754	174,833	226,306	214,459
유동 차입금	487,838	1,005,056	894,692	880,586
기타유동금융부채	6,015	6,586	6,490	6,495
당기법인세부채	6,378	10,419	12,961	23,704
기타 유동부채	129,027	68,361	87,294	105,049
비유동부채	1,181,758	916,381	1,197,818	1,228,747
차입금(비유동)	867,960	634,565	854,853	878,151
기타비유동금융부채	7,124	-	1,299	-
확정급여채무	255,333	227,447	264,623	262,444
비유동충당부채	17,740	33,194	37,719	44,418
기타 비유동 부채	33,601	21,176	39,324	43,734
자본	1,599,927	1,596,232	1,704,883	1,751,439
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	1,595,676	1,588,618	1,696,428	1,742,607
자본금	54,084	54,084	54,084	54,084
주식발행초과금	42,166	42,166	42,166	42,166
이익잉여금(결손금)	1,421,524	1,424,145	1,505,813	1,534,768
기타자본항목	77,903	68,223	94,365	111,590
비지배지분	4,251	7,614	8,455	8,832
자본과부채총계	3,823,413	3,944,337	4,232,662	4,334,669

현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24
영업활동현금흐름	265,158	(99,407)	241,860	16,580
당기순이익(손실)	4,634	(27,506)	103,116	40,981
당기순이익조정을 위한 가감	257,016	235,954	384,652	83,206
이자수익	(7,434)	6,977	(9,367)	(2,439)
이자비용	19,174	28,143	60,419	25,715
법인세비용	11,846	12,807	46,568	7,970
감가상각비	184,743	186,289	186,422	54,127
무형자산상각비	-	-	9,976	2,353
외환환산손실	20,072	30,760	22,386	6,959
외환환산이익	(32,188)	(31,513)	(12,620)	(25,616)
퇴직급여	42,351	39,051	37,939	10,054
기타수익, 비용	18,451	3,008	42,929	4,084
영업활동으로인한자산·부채의변동	28,184	(290,447)	(182,407)	(79,685)
이자수취(영업)	7,982	8,024	9,645	2,255
이자지급(영업)	(19,629)	(27,006)	(57,225)	(23,040)
배당금수취(영업)	5	2,699	4,007	-
법인세납부(환급)	(13,034)	(1,126)	(19,926)	(7,137)
투자활동현금흐름	(130,510)	(234,721)	(323,913)	(60,685)
단기금융상품의 순증감	58,983	109,233	(22,492)	1,825
기타금융자산의 감소(증가)	(41,142)	(11,108)	18,208	6,732
기타수취채권의 감소(증가)	(38,751)	(67,140)	1,452	81
유형자산의 취득	3,375	6,497	2,361	133
유형자산의 처분	(115,218)	(272,203)	(323,422)	(69,456)
무형자산의 처분	2	0	-	-
무형자산의 취득	(786)	(0)	(20)	-
정보보호금의 수취	3,026	-	-	-
재무활동현금흐름	(80,556)	264,840	52,005	(12,523)
차입금에 따른 유입	568,525	830,337	686,780	101,021
차입금의 상환	(624,605)	(547,027)	(652,442)	(109,580)
사채의 발행	-	-	191,847	-
사채의 상환	-	-	(150,000)	-
배당금 지급	(10,812)	(10,812)	(10,299)	-
금융리스부채의 지급	(14,115)	(10,726)	(14,192)	(3,965)
파생상품의 정산	(134)	(31)	-	-
비지배지분의 증가	585	3,099	311	-
환율변동효과	8,141	5,327	9,314	3,004
현금및현금성자산의순증가(감소)	54,092	(69,288)	(30,048)	(56,628)
기초현금및현금성자산	260,098	322,331	258,370	237,635
기말현금및현금성자산	322,331	258,370	237,635	184,011

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.