

2009년 11월 14일

넥센타이어 (002350)

BUY

형보다 나은 아우도 있다.

v 타이어 산업의 특성 - 부실한 형과 똑똑한 아우들

글로벌 타이어 업계는 미쉐린, 브릿지스톤, 굿이어로 이루어진 1st tier 그룹과 콘티넨탈, 피렐리, 한국타이어 등의 2nd tier 그룹과 나머지 중소기업체들로 이루어져 있다. 하지만 높은 점유율과 더 많은 가격결정력을 보유하고 있는 1st tier 업체들은 생산성과 인건비 등의 문제로 취약한 손익구조를 가지고 있으며 2nd tier, 그리고 3rd tier 업체들이 더 건전한 손익구조를 가지고 있는 구도가 이루어져 있다.

v 기아차 Main OE를 통해 브랜드 인지도 향상

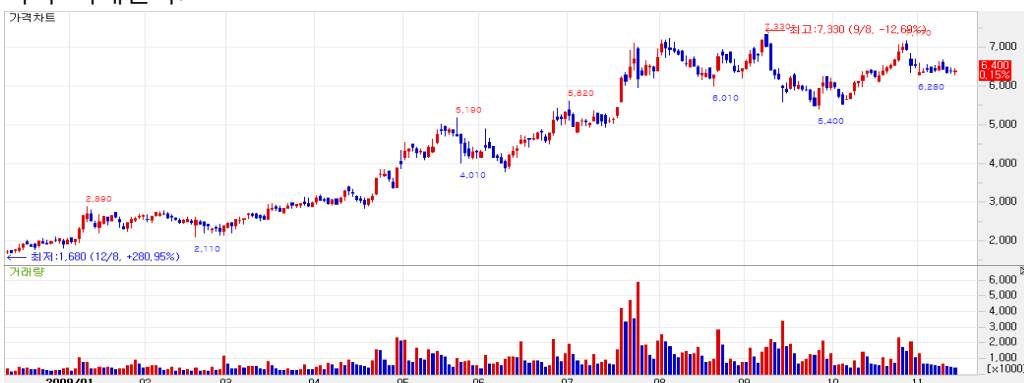
내수 OE의 경우 RE에 비해 마진이 적지만, 신차에 장착되어 나오는 타이어를 추후 재구매하는 비율이 높기 때문에 브랜드 인지도 향상과 새로운 고객층 확보를 위해 기아차의 Main OE 공급자로 나가는 방향은 좋은 선택이라고 생각된다. 현재 선전하고 있는 한국 자동차의 위상과 함께 넥센타이어의 위상도 향상 될 것이다.

v 최근 급등한 원자재 가격은 제품 가격 인상을 통해 전가 가능

타이어 업체들은 과거부터 원자재 가격의 상승을 타이어 가격에 전가시켜오는 모습을 보여왔다. 이는 메이저 업체들의 손익구조가 취약하여 원자재 가격이 상승하면 적자로 돌아서는 것이 빠르기 때문이며 타이어 가격 인상을 통해 그것을 보완했기 때문이다. 업체들은 연초 대비 많이 오른 원자재 가격을 타이어 가격 인상을 통해 보전할 것으로 생각된다.

v Capa 증설을 통해 세계 10대 업체를 꿈꾼다

동사는 한국타이어 대비 1/3의 규모와 낮은 제품 가격으로 니치마켓 플레이어로서의 한계에 대해 의구심을 받아 왔다. 하지만 글로벌 Capa 6,000만 본의 장기 계획을 수립했고 Capa가 꾸준히 증가한다면 세계 10대 업체 진입과 이를 통한 재평가가 기대된다.



적정주가:

9,120원

현재주가:

6,400원 (11/14 기준)

상승여력: 42.5%

시가총액 6,191억 원

ROE 33.96%

ROA 14.79%

영업이익률 17.83%

배당수익률 0.74%

P/E Ratio 5.51

P/B Ratio 1.61

주요주주:

(주)넥센 (31.61%)

강병중 (21.07%)

강호찬 (10.78%)

외국인지분율: 10.93%

SMIC 리서치 2팀

팀장 이준성

팀원 홍보화

이태경

김은영

김수정

1. Company

기업 소개

넥센타이어는 1942년에 설립되었으며, 타이어를 생산, 판매하는 기업이다.

넥센타이어는 1942년 설립되어 1956년 국내 최초로 자동차용 타이어를 생산한 이래 60여 년간 타이어사업을 영위하고 있다. 2005년 6월 미국 법인을 설립한 후 12월 미국과 유럽을 통합하는 글로벌 규격의 품질인증서인 ISO/TS 16949를 획득하였다. 그 후 2006년 1월 중국 법인을 설립, 5월에 중국 공장착공을 시작해 2007년 말 초기 가동을 시작하였고, 2008년에는 독일 법인을 설립하였다. 시가총액은 6,191억 원으로, 대주주는 63.5%의 지분율을 가지는 (주)넥센이다.

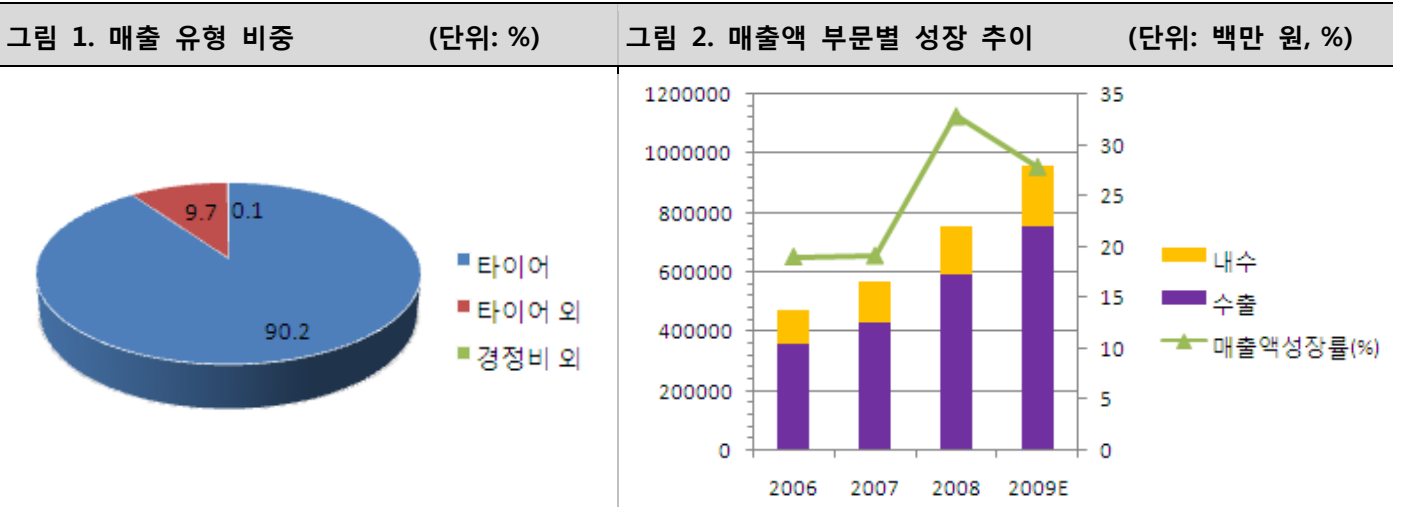
수출비중이 더 높은 경기소비재이고, 노사분규가 없다.

시장점유율은 내수 OE(Original Equipment)시장에서 6.5%, 내수RE(Replacement Equipment)시장에서 19%, 글로벌에서 0.6%이며, 2008년 기준 국내 시장점유율은 20.3%이다. 동사의 주요 목표 시장은 전국 RE시장 및 OE납품 시장, 전세계 약 110개국이며 2008년 기준 수출 및 내수 비중은 78%, 22%인 매출구조로 인해 경기 및 환율 변화의 영향을 받고 있다. 매출 유형은 타이어 제품의 생산 판매와 중국산 타이어 또는 타이어 장착 부품 등의 상품 판매, 그리고 자동차 경정비 등의 기타로 나뉘며 비중은 [그림 1]과 같다. 1990년 이래로 노사분규가 한 번도 없이 성장을 지속하고 있으며, 재고 수준은 국내 타이어 3사 중 가장 낮은 특징을 가지고 있다.

매출 정보 및 영업 개황

2008년 당기순손실이 발생하였으나, 올해 큰 폭으로 회복되었다.

2008년 기준 동사의 매출액은 전년대비 33%증가한 7,546억 원, 영업이익은 전년대비 13.5% 감소한 537억 원이었으나, 환율 급등에 따른 외환손실과 중국공장 초기가동으로 인한 지분법손실 발생으로 적자 전환되어 최종적으로 당기순손실 160억 원을 기록하였다. 그러나 2009년 상반기 매출액은 전년대비 38.5% 증가한 4,813억 원, 영업이익은 원가하락으로 인해 전년대비 168.3% 증가한 841억 원을 기록하여 사상 최대의 실적을 보이고 있다. 3분기 실적까지 나온 지금 예상 09년도 매출액은 전년도 대비 27.9% 성장한 9,593억 원으로 2005년 이래 26.06%의 성장을 보이고 있다.



출처: 사업보고서, Research Team 2

출처: 사업보고서, Research Team 2

타이어는 고무부분과 철강재, 와이어로 구성된다.

고무로 만들어진 원형 물체로 보이는 타이어는 실제로는 원료고무와 고무의 특성을 강화하는 고무배합제, 그리고 콘크리트 속의 철근과 같은 역할을 하는 타이어코드, 타이어 림에 고정되는 비드와이어 등 크게 4가지로 구성된다. 코드는 스틸 또는 유리섬유로 구성되어 있어 고무를 보강하며, 피복한 철심 묶음인 비드와이어의 경우 타이어를 림에 단단하게 고정하는 역할을 한다. 동사의 매출비중에서 90% 이상을 차지하는 품목인 타이어는 승용차용 타이어, SUV/RV 타이어, LTR타이어 등으로 나뉘며, 주요 상표는 RADIAL N시리즈와 ROADIAN 시리즈 등이다. 일반타이어 대비 20% 이상 높은 가격을 가지는 UHPT(고성능 타이어)의 매출 비중이 34%로 수익성이 높으며, 신차용 자동차에 장착하는 OE시장에서보다 교체용 자동차에 장착하는 RE시장에 더 주력하고 있다.

원재료 구매 정보와 제품 유통 구조

타이어는 천연고무, 합성고무, 카본블랙, 타이어코드, 비드와이어 등을 재료로 하여 만들어진다. 합성고무, 카본블랙, 타이어코드가 원유의 2차 가공품이므로, 타이어의 3대 원재료는 원유(57%), 천연고무(35%), 철강재(8%)라고 할 수 있다. 주원료인 천연고무는 주로 동남아 등지에서 전량 수입하고 있으며, 석유화학제품은 국내에서 안정적으로 조달된다. 재료들은 혼합되어 타이어로 제조되고 유통된다. 판매경로는 내수의 경우 OE영업팀, 28개 지점, 8개의 물류센터를 통해 대리점을 거치거나 직거래로 소매점이나 자동차 회사에 납품한다. 수출의 경우는 해외판매법인을 거치거나 직거래로 바이어에게 연결된다.

해외법인은 지분법이익을 가져온다.

동사는 현재 미국, 중국, 독일, 이탈리아, 스페인, 프랑스에 6개 국의 해외지사를 가지고 수출 비중에서 국내 경쟁사들을 앞지르고 있다. 주된 해외법인은 자동차 타이어 제조 및 판매를 하는 중국법인, 그리고 자동차 타이어 판매만을 하는 미국법인으로, 2008년 매출액은 각각 2,449억 원, 3,898억 원이다. 중국공장은 2007년 말 완공 후 올해 1분기까지 신축에 따른 투자비와 원자재 가격 상승 등으로 당기순손실을 냈으나, 올해 2분기 영업이익 4억 8천만 원으로 흑자를 기록하기도 하였다.

그림 3. 타이어의 구조

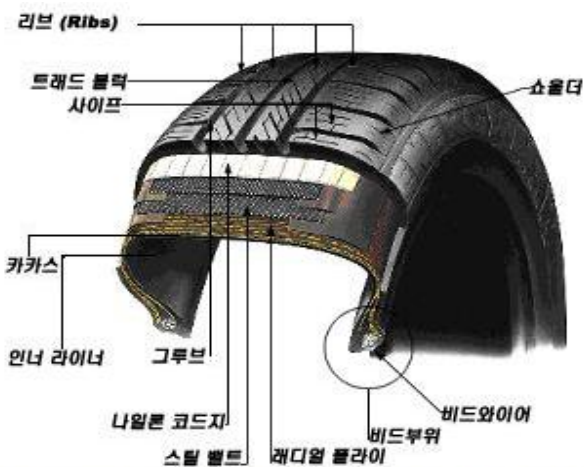
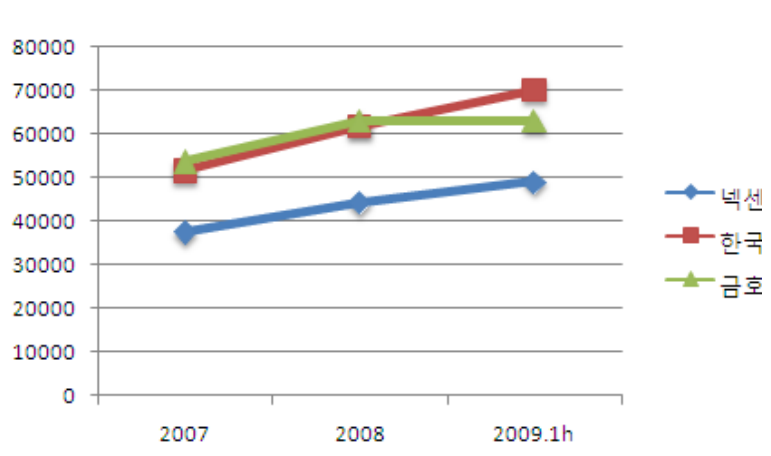


그림 4. 3대 타이어 가격 변동 추이 (단위: 원)



출처: Research Team 2

출처: Research Team 2, 각 사 사업보고서

재무분석

매출총이익률과 영업 이익률은 안정적인 반면, 당기순이익은 변동성이 있고 2008년에는 적자를 기록하였다.

동사의 10년 평균 매출총이익률은 26.64%, 영업이익률은 9.81%이며 어느 정도 안정적인 경향이 있다. 그러나 당기순이익률은 크게 안정적이지 않으며, 작년인 2008년에는 당기순손실이 나기도 하였다. 한편 다행인 측면은, 2007년 대비 매출총이익률은 29.76%에서 24.71%로 5.05% 하락하였고, 영업이익률은 10.94%에서 7.12%로 3.82% 하락하였으나 동사 10년 평균과 비교하면 그리 크게 벗어나지 않았다는 점과, 매출액 규모는 5,679억 원에서 7,546억 원으로 증가했다는 점이다.

당기순손실의 원인은 영업외손실에 있는데, 주로 외환 관련 손실이었으며, 지분법 손실과 이자비용도 적지않은 비중을 차지하였다.

결국 2008년 당기순손실이 발생한 원인은 영업외손실이 크게 발생했기 때문이라는 것을 알 수 있는데, 실제로 1~2백억 원 규모이던 영업외손실이 2008년에는 1,422억 원이나 발생하였다. 이중 가장 컸던 것은 외환차손(466억 원)과 외화환산손실(424억 원)이며, 지분법손실(240억 원) 또한 적지 않은 규모였다. 그러나 외환차익이 240억 원, 외화환산이익이 74억 원이었고, 환율변동위험을 회피하기 위한 수단으로 통화스왑을 체결해둔 것이 유효하게 작용하여 331억 원의 통화스왑평가이익을 얻어, 실질 외환관련 손실 규모는 245억 원으로 그쳤다. 그럼에도 불구하고 537억 원의 영업이익으로 이런 손실들을 다 커버할 수는 없었고, 늘어난 부채에 따른 이자비용(140억 원) 또한 당기순손실을 발생시키는 데 한 몫 하였다.

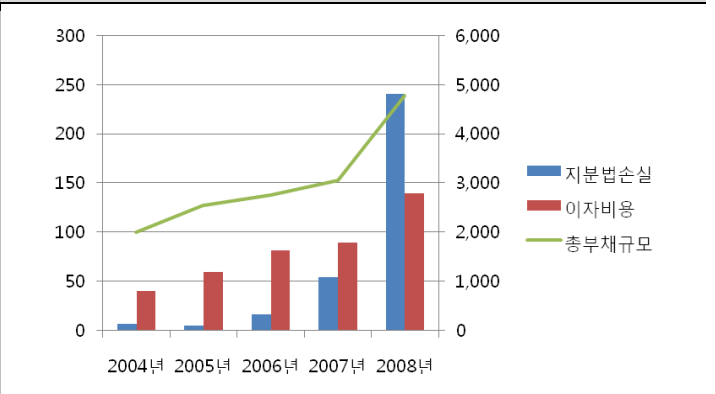
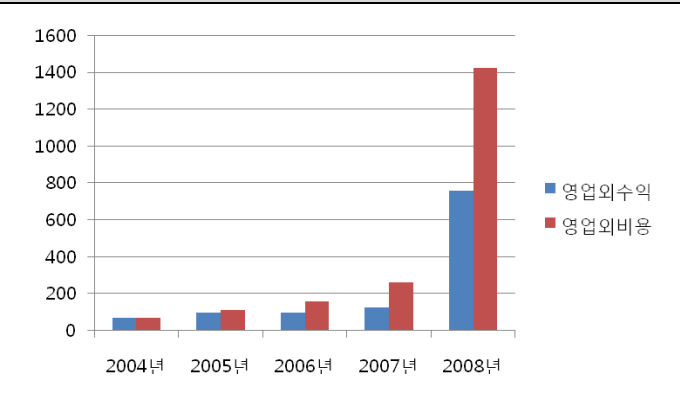
환율의 안정화로 작년 같은 큰 규모의 외환 관련 손실은 일어나지 않을 것이다.

그러면 2008년과 같은 손실이 또 발생하지는 않을까? 외환 관련 손실부터 생각해 보면, 비록 통화스왑으로 큰 규모의 손실을 막을 수 있었지만 완전한 헛징은 불가능함을 알 수 있었다. 그러나 작년의 환율 상승은 IMF 외환 위기 이후 유례없던 특수한 상황이었으며, 현재 환율이 어느 정도 안정화되었으므로 큰 Risk라고 볼 수는 없다.

중국의 자회사의 2분기 첫 흑자전환, 3분기까지의 지분법손실 누계액은 40억원으로 작년보다 훨씬 적을 것.

지분법 손실은 대부분이 중국의 자회사 Qingdao nexen tire Co.에서 발생한 것으로 그 금액은 224억 원이었다. 그러나 Qingdao nexen tire Co.는 올해 2분기 처음으로 흑자전환을 하는 모습을 보이기도 하였고, 3분기까지 총지분법손실 누계액 40억 원 규모만을 보였으므로 올해에는 작년과 같이 큰 금액의 손실이 일어나진 않을 것이 예상된다.

그림 5. 5년간 영업외손익 변화 추이 (단위: 억 원) **그림 6. 지분법손실,이자비용(좌)과 총부채(우) (단위: 억)**



출처: Research Team 2

출처: Research Team 2

외화부채의 감소와 단기 차입금의 감소로 이자비용이 줄어들고 있다.

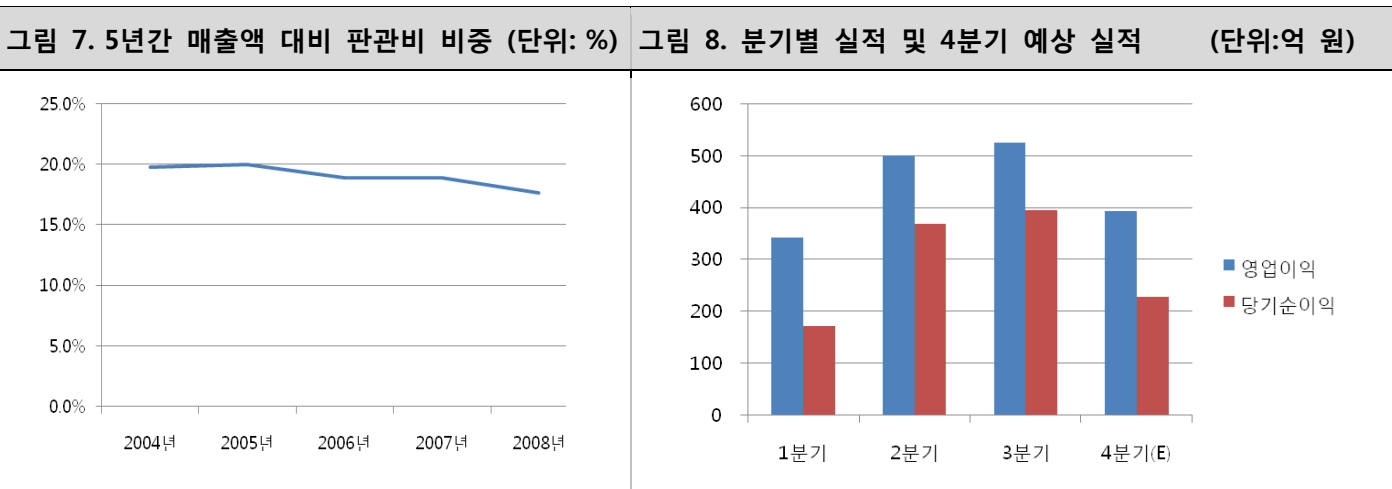
이자비용은 부채의 증가에 따라 발생한 것이다. 그러나 동사가 외화부채가 많았었기 때문에 작년 같은 경우 연말 환율이 적용되어 부채가 어느 정도 부풀려지는 효과도 있었으며, 올해는 실적이 좋아 외화 단기 차입금 등을 갚아나가고 있다. 2008년 12월 기준 외화 미지급금과 외화 장-단기 차입금을 모두 합하면 약 1,760억 원이었는데, 올해 6월 대차대조표를 보면 252억 원의 외화 단기 차입금을 모두 상환하였으며, 742억 원이던 단기차입금 규모도 493억 원으로 249억 원만큼 줄었다. 그만큼 재무구조도 개선되었음을 알 수 있으며, 실제 발생한 분기별 이자비용도 1분기 43억, 2분기 36억, 3분기 26억으로 점차 줄어들고 있는 것을 확인할 수 있다.

매출채권 회수에 큰 문제가 없고, 매출액 대비 판관비 비중은 일정선에서 유지되고 있다.

매출채권에 대해 살펴보면, 2008년 기준으로 매출채권회전율은 16.13일이고, 매출채권 회수 기간은 22.62일이다. 또한 09년 6월 기준 934억 원의 매출채권을 가지고 있다. 동사의 매출액은 지속적으로 확대되어 왔고 이 과정에서 매출채권의 액수 또한 상승해 왔다. 그러나 매출채권회수기간은 감소하는 추세를 보이며, 과거 대손경험률에 따라 산정된 대손충당금 설정률은 2008년 기준 3.7%이므로 매출채권 회수에 대한 큰 문제는 없다고 판단된다. 그리고 판관비를 살펴보면, 지난 5년간 매출액 대비 판관비 비중은 아주 조금씩 줄어들고 있는데, 사실상 17~20% 구간에서 어느 정도 안정적으로 유지되고 있다는 것을 알 수 있다.

올해 실적은 동사 역사상 최대치이며, 업계에서 세계 최고의 영업이익률을 기록하기도 하였다.

올해는 내수 및 수출 실적 호조와 작년 말부터 올해 여름까지 저렴하게 유지됐던 원재료 가격 덕분에 사상 최고 및 세계 최고의 영업이익률(3분기 21.44%)을 달성하였을 뿐만 아니라, 실적 또한 창립 이래 최대치이다. 올해 3분기까지의 실적만 합하더라도 영업이익은 1,365억 원, 당기순이익은 937억 원이다. 4분기 예상치까지 더하면 올해 실적은 무려 영업이익 1,758억 원, 당기순이익 1,165억 원에 달한다. 동사와 관련된 여러 가지 상황들로 인한 올해의 긍정적인 변화는 재무구조의 개선과 영업외손실액의 감소, Earning Surprise 달성 등 구체적인 숫자로 확연히 드러나고 있다.



출처: Research Team 2

출처: WISEFn, Research Team 2

2. Industry

산업의 특징

원자재가, 경기, 운행 대수, 브랜드이미지, 유통채널에 영향받음.

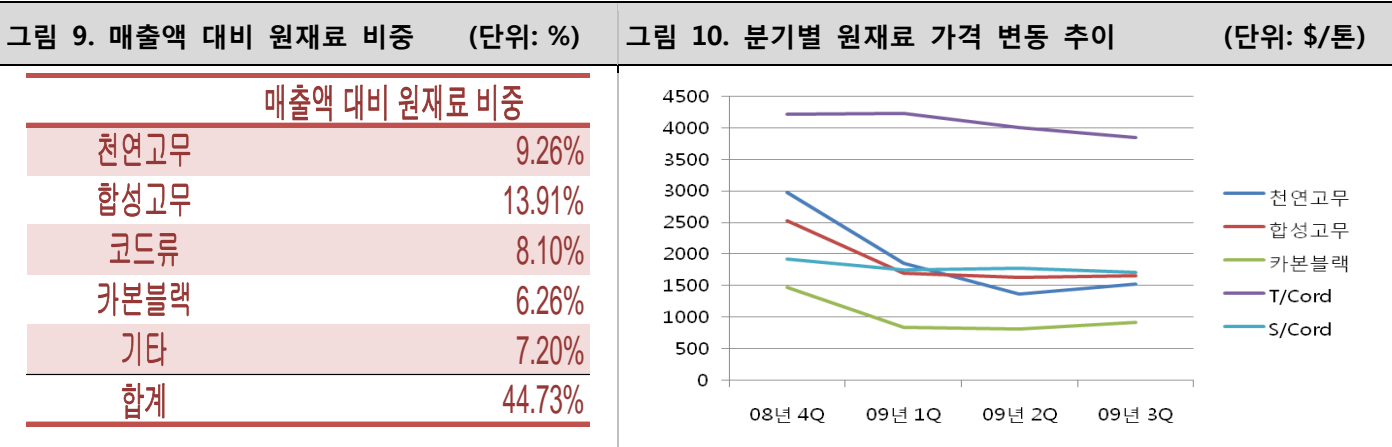
산업의 특징은 기본적으로, 1)천연고무, 부타디엔 등 Commodity 가격에 직접 영향을 받는 수익구조이지만, 2)원자재 가격 인상을 판매가격 인상으로 전가시킬 수 있는 수익 구조를 가지고 있으며, 3)소모성 제품이기 때문에 경기변동에 따라 수요감소가 나타나는 경기 민간 제품이고, 4)완성차 운행대수 증가에 비례하여 성장하며, 5)제품 기준이 디자인과 무관하여, 제품의 선택의 폭이 유통채널과 브랜드에 영향을 받는 구조이다.

원자재는 유가변동에 영향을 많이 받는다.

매출액의 약 40%를 차지하고 있는 원자재 가격의 변동은 타이어 업체의 이익에 큰 영향을 준다. 타이어 원자재는 천연고무 30%, 합성고무, 20%, 타이어코드 20%, 카본블랙 13%, 기타 17%로 구성되어 있다. 국내에서는 천연고무를 전량 수입에 의존하고, 합성고무 등은 국내에서 생산되나 기초 원료가 원유에 의존되는 관계로, 해외 의존도가 높고 국제 시황과 유가의 변동에 따라 가격변동이 심한 편이다. 타이어 코드류와 카본블랙의 경우 가격 변동이 있기는 했지만, 고무가격에 비해 등락의 폭이 상대적으로 제한되어 있다. 따라서 천연고무와 합성고무의 가격 변화가 타이어 원재료 가격에 미치는 영향력이 크다. 2009년 반기 재무제표와 반기보고서의 자료에 따르면, [그림 9]와 같이 매출액 대비 원재료 비중을 구할 수가 있는데, 이에 따라 매출액과 매출총이익률, 영업이익률에 향후 원재료 가격의 변화가 어느 정도의 영향을 끼칠지 예상이 가능하다.

국제 원재료 가격의 현재 수준은 과거 3년간의 평균 가격을 약간 웃도는 상황이며, 생산까지의 시차를 생각해보았을 때 향후 약간의 이익률 하락을 예상할 수 있다.

과거 2007년부터 지금까지 거의 3년 간의 원재료 평균 가격을 계산하여 보면, 천연고무는 2,413(\$/톤), 합성고무의 주원료인 부타디엔은 1,350(\$/톤), 카본블랙은 1,065(\$/톤)이다. 또한 아래 [그림 10]에서 보이는 것처럼 천연고무와 부타디엔의 가격은 2009년 1분기에 크게 떨어졌다가 이후 다시 상승하여 평균 가격을 약간 상회하는 수준에 있다. 원재료 매입 평균가와 원재료 가격을 비교해 보았을 때, 동사의 경우 원재료 매입 후 실제 공정에서 사용되기까지 약 4~5개월의 시차가 있는 것으로 보인다. 그러므로 영업이익률이 좋았던 올해 1분기(14.84%), 2분기(19.9%), 3분기(21.44%)에 비해 4분기와 내년 1분기는 영업이익률이 약간 떨어질 수 있겠다.



출처: Research Team 2

출처: 넥센타이어 IR 자료, Research Team 2

그러나 해외 시장 주도 기업의 낮은 이익률과 과거 행태를 살펴보면, 동사가 여전히 좋은 마진을 확보할 수 있을 것이라는 예측을 가능하게 한다.

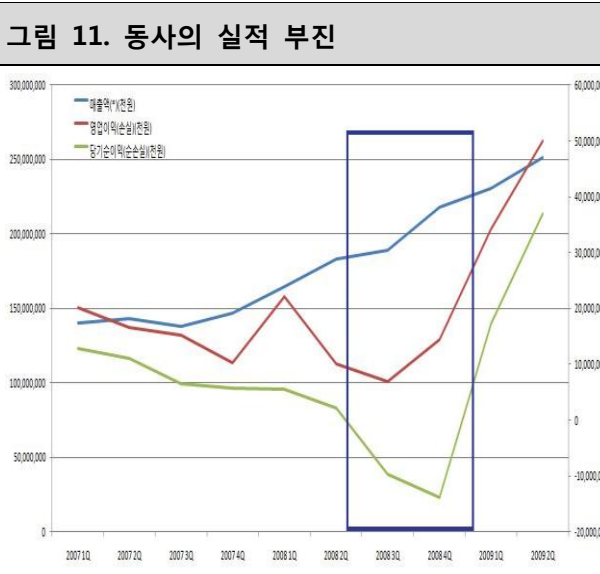
그러나 감소율의 합리적 추정, 원재료 가격 변화를 민감하게 제품 가격에 반영해온 타이어 생산 업체들의 행태를 생각해 보았을 때 큰 의미가 없다는 판단이 든다. 특히 동사의 경우 해외 시장 주도 기업들에 비해 이익률이 상당히 높은 편이므로, 원재료 인상을 판매 가격 인상으로 전가할 여지가 커서 마진 확보가 안정적이라는 판단을 추가적으로 할 수 있다. 왜냐하면 시장 주도 기업에게는 이러한 원재료 가격의 상승은 마진률에 상대적으로 큰 압박을 주게 되어 판매 단가를 인상할 수밖에 없게 만드는데, 이에 따라 타이어 시장 가격은 전체적으로 상승하게 되고, 동사는 다시 그러한 시장 상황에 편승하여 마진을 좋게 확보할 수 있게 되기 때문이다.

2008년 실적 부진의 이유는 가격전가지연 손실, 지분법손실

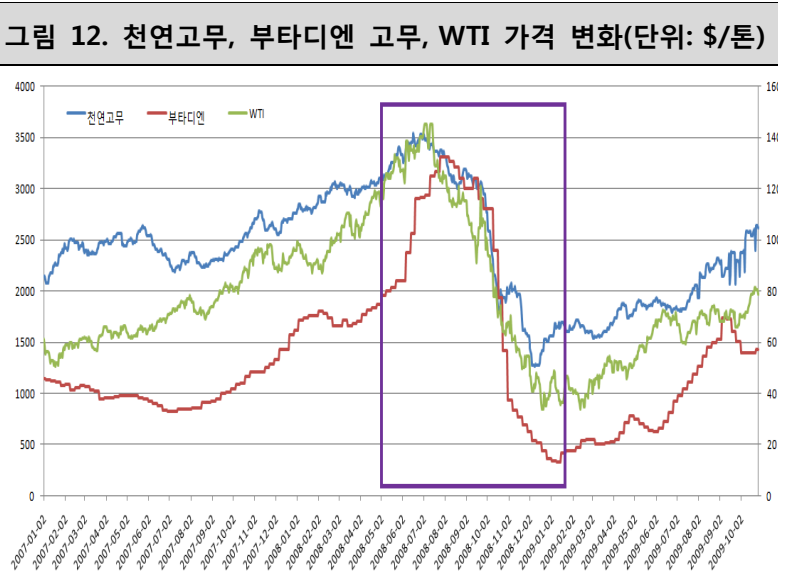
동사는 글로벌 금융 위기가 한창이던 2008년 하반기 저조한 실적을 거두었다. 이는 유가와 환율 상승에 따라 원재료 가격이 급등하였는데, 이것을 제품 가격에 전가하지 못했기 때문이기도 하다. 또한 이 때 외화 관련 손실과 지분법 관련 손실이 겹쳐, 2008년 3분기와 4분기에는 당기순손실을 기록하였다. 2008년 3분기의 경우 지분법 손실액이 78억에 달했으며, 4분기의 경우 100억에 달했는데 이는 원재료 가격 급등에 따른 영업환경 악화와, 해외 법인의 부진, 판매법인의 재고 관련 손실인 것으로 추정된다.

최근 원재료 급등의 원인

[그림 12]에서 확인되듯이, 천연고무와 부타디엔 고무 가격은 유가와 연동하는 모습을 보인다. 2008년 하반기에 정점을 찍고 2009년 1Q까지 지속적으로 하락하던 천연고무와 합성고무의 가격은 다시 반등을 시작하여, 현재는 천연고무 기준 톤당 2,000달러 중후반대의 가격을 기록하고 있다. 유가에 연동하는 모습을 보이던 천연고무 가격이 유가의 상승폭 이상으로 크게 상승한 데에는 가뭄으로 인한 수급 악화와 일부 국가의 물량 통제 등이 복합적으로 작용한 것으로 파악된다



출처: 사업보고서, Research Team 2



출처: Research Team 2

원재료 급등에도 불구하고 수익성은 양호할 것

과거 천연고무와 합성고무의 가격이 현재와 비슷했던 때는 2007년인데, 한국타이어의 경우 2007년 연간 영업이익률은 12~13% 수준이었다. 원자재 가격이 현재 수준에서 머물러 줄 경우 손익구조가 취약한 메이저 업체를 필두로 타이어 가격을 올리는 움직임을 보이기 때문에, 동사의 타이어 가격도 상승 여력이 있을 전망이다. 넥센타이어 생산의 효율성이 한국타이어에 비해 높았다는 것을 감안하면 2010년 연간 15%의 영업이익률 달성이 가능할 것이라 전망된다.

국내 타이어 시장

국내는 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어 3사의 과점형태

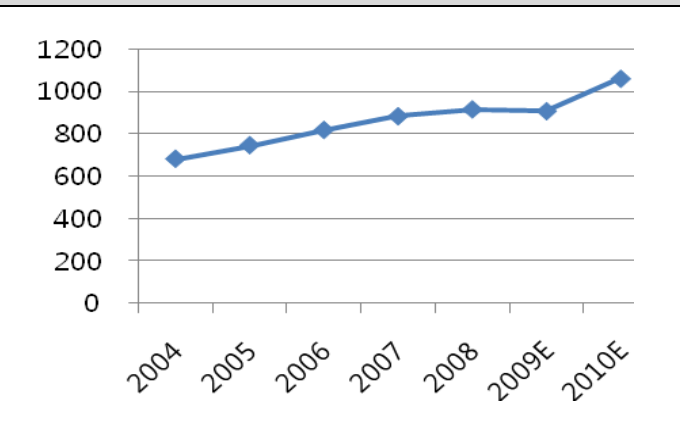
국내 타이어 시장에서 내수 판매 시장의 규모는 2008년 말 기준으로 약 1조 8,000억이다. RE 시장(Replacement Equipment: 교체수요에 해당)과 OE 시장(Original Equipment: 신차장착 수요에 해당)으로 구분할 수 있고, 각각 63%와 37%의 비중으로 구성되어 있다. 타이어 시장은 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어의 독과점시장 형태이며, 자본 및 기술집약적 산업으로 진입장벽이 높아 신규진출이 어려운 편이다. 전체 점유율은 2009년 반기의 판매량을 기준으로 한국타이어가 약 42%이고, 금호타이어가 39.2%, 넥센타이어가 13.6%, 수입타이어가 5% 정도이다.

해외 타이어 시장

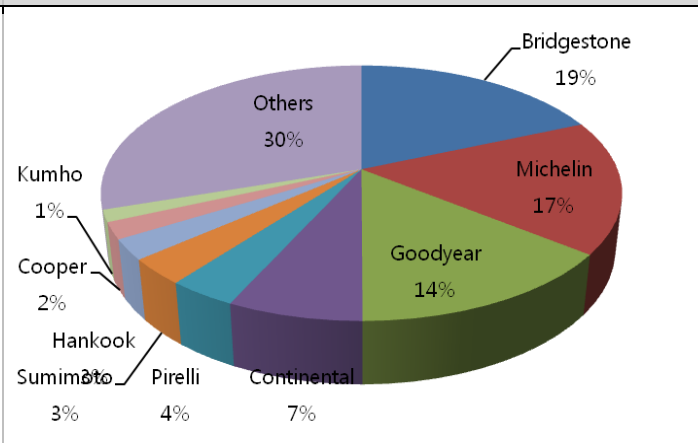
국제 타이어산업 규모는 12억 본, 1,300억 달러

국제 타이어산업은 2008년 수요량 기준 12억 본 규모로 이는 약 1,300억 달러 가치이다. [그림 13]에서 볼 수 있듯이 타이어 시장은 매년 조금씩 증가해왔다. 그러나 전세계적인 경기침체로 전방산업인 자동차산업의 생산대수가 지난해 감소하였기 때문에, 2009년 타이어시장 규모 역시 약 5% 감소할 것으로 예측되고 있다. 하지만 2009년 7월 신차판매대수는 2% 증가하여 하반기 자동차 시장의 회복을 예고하고 있다. 실제로 미국시장에서의 신차판매량은 GM의 경우 전년대비 4.1% 증가하였고, 포드는 2.6% 증가하였다. 이와 같은 긍정적인 추세에 힘입어 2010년 타이어산업은 6%(YoY) 확대될 것이다.

그림 13. 세계 타이어시장 수요 추이 (단위: 만 본) 그림 14. 매출액 기준 세계시장 점유율



출처: NH투자증권



출처: Research Team 2

OE 28%, RE 72%, 과점시장	국제 타이어산업의 28%는 OE(신차용)이고, 72%는 RE(교체용)이다. 시장구조는 상위 10개 업체가 타이어 시장의 70%를 차지하는 과점적 시장이다. 때문에 메이저 타이어 업체들은 가격결정에 있어서 큰 영향력을 가지고 있다. 메이저 10개 업체와 그 점유율은 [그림 14]와 같다. 2008년 기준 1위 업체는 일본의 Bridgestone이며, 그 뒤를 프랑스의 Michelin, 미국의 Goodyear가 따르고 있다.
Bridgestone의 기본 정보	일본업체인 Bridgestone은 오랜 기간 왕좌를 지키고 있던 Michelin을 제치고 시장점유율 1위를 차지하였다. 1997년 브릿지스톤은 세계 7~8위권으로 선진 자동차 시장인 유럽에서의 인지도는 5%에 불과했다. 그러나 국제자동차경주대회인 F1에 마케팅비용을 막대하게 들이면서 유럽 인지도가 25%까지 상승하며 세계시장 1위의 업체가 되었다. 그러나 현재 한국 승용차시장에서의 브릿지스톤 점유율은 1.5%에 불과하다. 2008년 매출액은 355억 달러, 영업이익은 14억 달러, 당기순이익은 1억 천만 달러이다.
Michelin과 Goodyear 사의 기본 정보	프랑스업체인 Michelin은 2008년 매출액 231억 달러, 영업이익 12억 달러, 당기순이익 5억 달러이다. 미국업체인 Goodyear는 2008년 매출액 195억 달러, 영업손실 7700만 달러, 당기순손실 7700만 달러이다. 두 업체 모두 한국시장 점유율은 미미하다.

3. Investment Points

1. 국내시장(OE 시장)에서의 뛰어난 성장력

OE는 신차로,
RE는 교체용으로.

일반적으로 OE(Original Equipment)시장은 타이어가 자동차 생산시 기본적인 부품으로 판매되어 나가는 시장을 말하고 RE(Replacement Equipment)시장은 장기주행에 따른 타이어의 마모나 불량 등 소비자들의 기호나 취향보다는 필요에 따라 발생하는 타이어 판매시장이다.

OE시장 진출은 브랜드 이미지 향상에 도움.

타이어업체가 OE시장으로 진출한다는 것은 보통 기술력의 검증을 받았다는 신호로 작용하여 공급업체의 브랜드 이미지 향상에 큰 도움이 된다. 사실 이는 매우 중요한 것인데 그 이유는 타이어업체가 반드시 성장하기 위해서 필요한 요소가 바로 브랜드 이미지이기 때문이다. 타이어는 자동차의 성능을 최적화주는 부품이며, 생명과도 직결된 아주 중요한 부품이기 때문에, 고객들의 가격 민감도가 낮고, 브랜드 인지도와 신뢰에 의해 선호도가 결정된다.

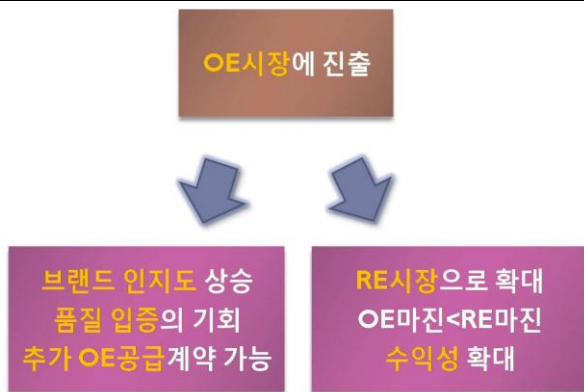
OE시장 진출로 기술을 검증받을 수 있음.
추가 계약의 가능성.

OE시장에 진출하는 것이 중요한 이유는 2가지로 분류할 수 있다. 첫 번째는 앞서 말했듯이 브랜드 인지도를 향상시킬 수 있는 좋은 기회이기 때문이다. 뿐만 아니라 자동차 업체에 공식적인 납품업체가 됨으로써, 여러 사용자들에게 타이어의 성능과 품질을 입증할 수 있는 좋은 기회가 되고 이는 향후 추가적인 OE공급 계약을 가질 수 있는 잠재력이 있다는 것에 의의가 있다.

OE시장은 결국 RE시장으로 이어진다.

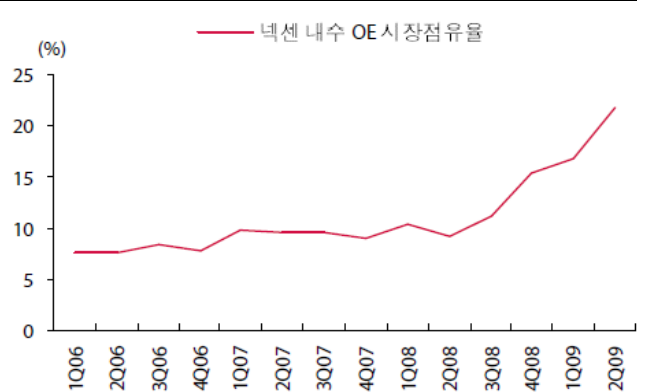
두 번째로는 향후 RE시장까지 확대할 수 있는 기회가 제공된다는 것이다. 일반적으로 신차에 장착된 타이어는 3년 정도 사용한 뒤 교체하는 것이 안전하다고 한다. 보통은 한번에 4분을 다 바꾸는 경우는 드물기 때문에, 기존에 장착된 타이어와 동일한 제품으로 재구매하는 경향성이 있고 이 비율은 약 45~50%정도 되는 것으로 추정된다. 또한 담당 관계자의 말에 따르면, 해외 메이저 업체들은 OE와 RE의 마진율이 비슷하지

그림 15. OE진출의 의미



출처: Research Team 2

그림 16. 넥센의 향후 내수 OE 시장점유율



출처: Research Team 2

만, 한국의 3사에 있어서는 OE보다 RE의 마진율이 더 높다는 것을 알 수 있었다. 이는 OE 매출로 얻은 이익의 절반 이상을 추후 3년 정도 뒤에 재창출할 수 있음을 의미한다.

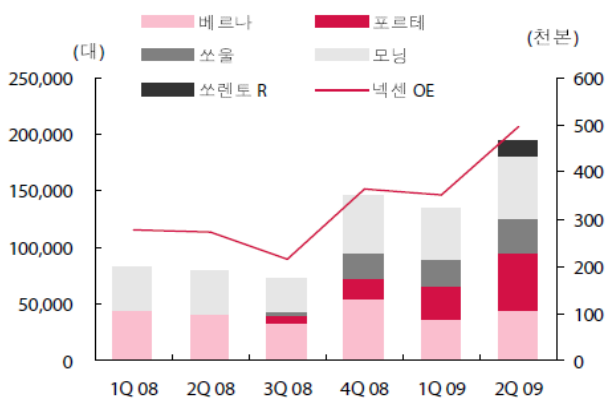
기아차에 OE 공급 중. 신차에 납품예정.

동사의 OE 타이어 공급대상 업체가 GM대우와 쌍용차에서 최근 현대, 기아차로 확대되었다. 특히, 동사는 판매 호조를 보이고 있는 기아차의 소울, 포르테, 쏘렌토 R과 현대차의 소나타, 산타페 등에 성공적으로 납품을 실시하고 있으며, 향후 출시될 YF소나타 및 오피러스 등 지속적으로 공급을 확대할 예정이다. 이는 동사가 납품하는 타이어의 품질과 가격경쟁력이 현대와 기아차의 원가절감노력과 어우러졌기 때문인 것으로 판단된다. 이를 통해 동사는 신차 구입 후 3~4년 뒤 발생하는 교체수요 확보할 수 있고, 브랜드 이미지를 제고함으로써 향후 기술력 향상과 함께 국내외 OE시장과 RE시장으로의 진출할 수 있는 가능성을 열어 중장기적인 성장성을 기대해 볼 수 있다.

기아차 시장점유율은 30% 지속시 동사의 OE시장 점유율 25%로

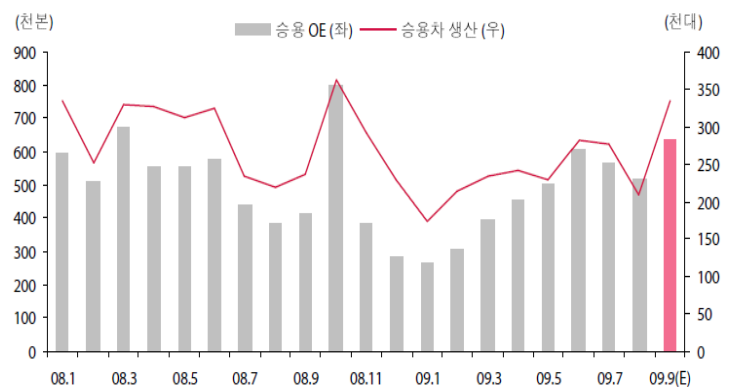
기아차의 내수 시장점유율은 08년 3분기에 포르테와 소울이 출시되기 시작하면서 급격하게 증가하여 현재 30%수준을 기록 중이다. 이는 새로운 유형의 차량(소울)으로 인해 디자인 측면이 강화되었고, 이로 인해 브랜드 인지도가 제고됐기 때문인 것으로 판단된다. 또한 현대차와 플랫폼, 부품 공유 등을 시작하면서 품질 측면도 상당부분 개선되었던 점이 시너지 효과를 발생시킨 것으로 판단된다. Research 2 Team의 주된 관심사는 이 점유율이 과연 유지될 것인가 하는 문제이다. 왜냐하면 기아차의 주 타이어 공급업체가 되면 보통 출시될 차의 70%정도의 타이어를 공급하게 되는데 이는 향후 OE시장에서 시장 점유율이 약 25%(70%*30% + 4%(타사 OE공급))정도까지 안정적으로 성장할 수 있을 것이라고 예측할 수 있기 때문이다.

그림 17. OE 공급 주요 차량 생산추이



출처: KAMA, 넥센타이어, 하나대투증권

그림 18. 승용차 생산량 및 내수 OE월간 판매량



출처: KAMA, KOTMA, 하나대투증권

기아차 시장점유율은 30%로 유지가능하다.

기아차의 내수 시장점유율 30% 유지의 관건은 현대차의 YF쏘나타 출시의 파급효과의 크기 여부로 판단된다. 과거 NF쏘나타 출시 시기와 기아차의 로체 출시 시기에 상대 경쟁 차종의 판매 추이를 살펴보면 이번 현대차의 YF쏘나타 출시의 파급효과를 간접적으로 파악할 수 있을 것이라고 생각한다. 과거 NF 쏘나타 출시 첫달 판매량이 쏘나타는 87.5%(MoM)증가하였지만, 기아차의 옵티마는 2.3%(MoM)이 감소하는데 그쳤다. 또한 로체가 출시된 첫달 판매량이 538.3%(MoM) 증가한 반면, 쏘나타는 3.1%감소하였다. 따라서 향후 YF쏘나타의 출시 파급효과는 크지 않을 것으로 예측하며, 기아차는 30%M/S를 유지해 나갈 수 있을 것이라고 판단된다.

2. 가격전가력과 메이저업체들의 취약한 재무구조로 인한 복미, 유럽시장의 성장가능성

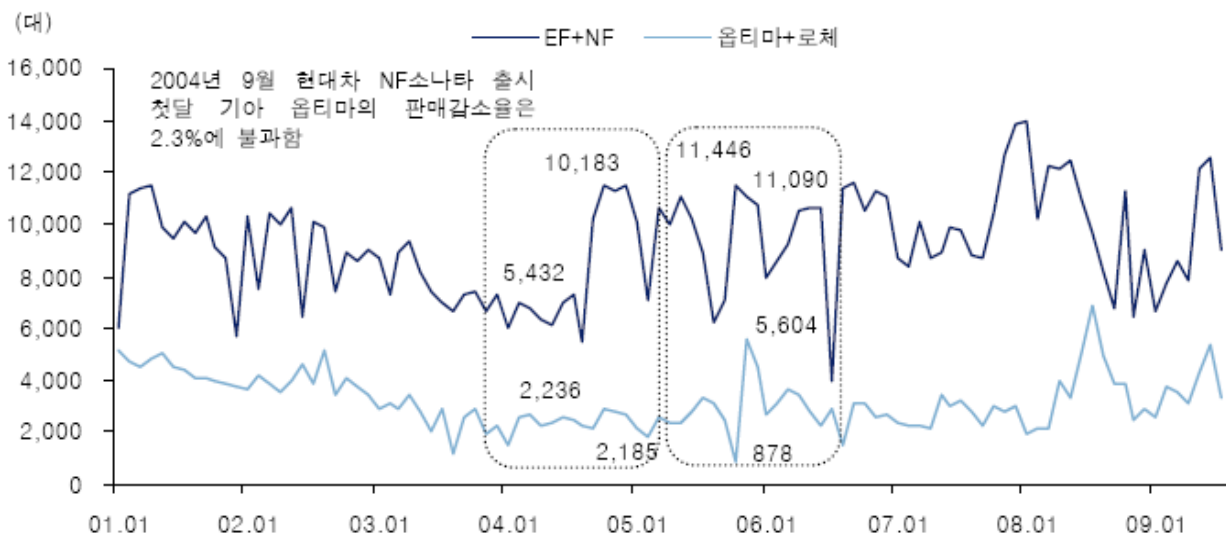
넥센 매출의 55%는 북미, 유럽에서 발생한다.

해외시장에서 넥센타이어의 상대적 위치를 살펴보기 앞서 동사가 주력하고 있는 시장이 어디인지를 알 필요가 있다. 2008년 기준, [그림 20]과 같이 매출액의 55%가 북미와 유럽 시장에서 발생하고 있다. 이를 바탕으로 북미와 유럽 시장에서의 상황을 알아보자.

북미, 유럽 시장

북미시장은 미국과 캐나다 시장을 말하는데, [그림 21]의 점유율 자료에서 볼 수 있듯이 미국브랜드인 Goodyear가 선전하고 있다. 북미시장의 OE와 RE비율 역시 3:7 정도의 비율이다. 그러나 아직 북미시장에서 넥센타이어의 점유율은 눈에 띄지 않는 정도이다. 유럽 타이어시장에서 역시 유럽브랜드인 Michelin과 Continental이 선전하고 있다.

그림 19. 현대차와 기아차의 자동차 판매량

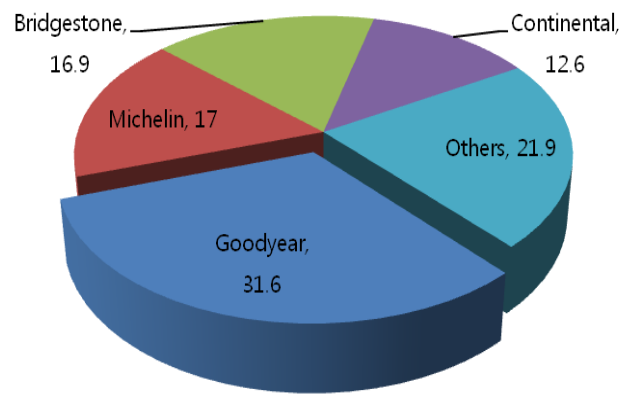
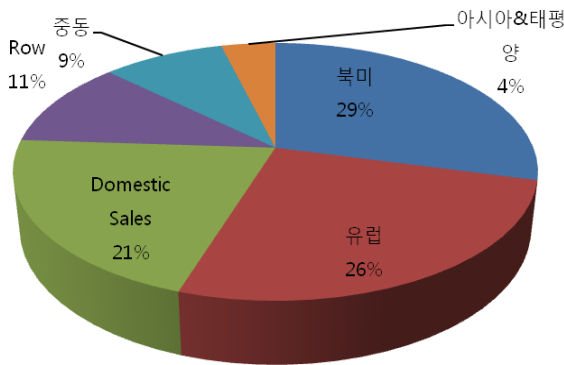


출처: 현대차, 기아차, 솔로몬투자증권

현대기아차의 영업에 따라 해외 OE 진출의 가능성을 점쳐볼 수 있다.

북미, 유럽 시장에서 향후 동사의 퍼포먼스를 가늠해보려면 먼저 동사가 2005년부터 납품하고 있는 현대, 기아차가 그 시장에서 얼마나 활약할지 아는 것이 도움이 된다. 아래 [그림 22]는 미국시장에서의 현대·기아차 점유율 추이이다. 2007년 3%에 그치던 점유율은 2009년 상반기 7.4%까지 상승하였다. 한편 현대·기아차는 유럽에서 3%대의 점유율을 보여왔으나, 지난 9월 최초로 4%대를 돌파하여 4.5%의 점유율을 보였다. 현대·기아차의 북미, 유럽 영업을 동사에게 중요한 의미를 가지는 이유는 신차에 대한 OE 납품을 하기 때문이다. OE는 RE보다 이익률이 낮지만, 타이어를 교환할 때 이미 장착되어 있는 타이어와 같은 종류의 것을 사용하는 비율이 40~50%정도 된다는 것을 감안할 때, RE의 판매량 확대에 이어질 수 있기 때문에 동사의 매출 증가에 기여할 수 있을 것이다. 더불어 국내 완성차 업체에의 OE판매 증가는 기술력 강화에 따른 해외 OE진출 가능성을 상승시키고 이미지 제고의 효과가 있다. OE납품 가능성에 대한 긍정적인 signaling을 주고 있음을 공장을 증설하여 해외 완성차 업체에 납품할 물량 조달을 준비하고 있는 것에서 확인할 수 있다.

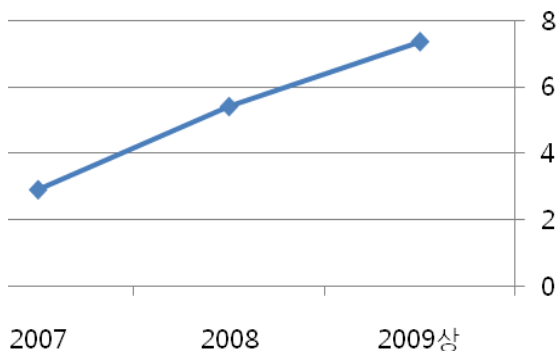
그림 20. 08 넥센타이어 시장별 매출 비중 그림 21. 2008 북미시장 Brand Share (단위: %)



출처: NH투자증권

출처: Research Team 2

그림 22. 미국시장 현대·기아차 점유율 (단위: %) 그림 23. 세계 유수 타이어 업체



출처: NH투자증권

출처: Research Team 2

Challenging 북미, 유럽시장 RE

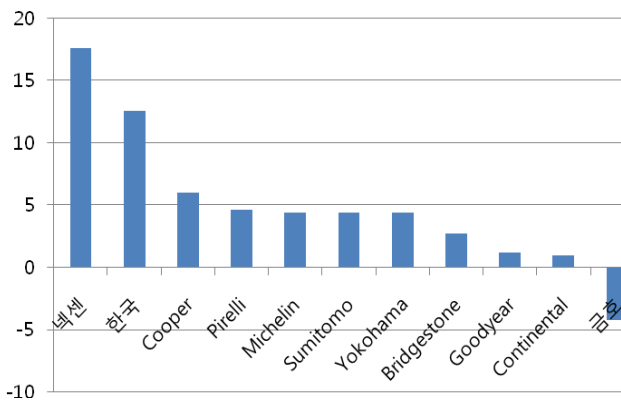
해외 매출의 대부분은 RE시장에서 발생한다.

현재까지 넥센타이어의 북미, 유럽 시장에서의 매출은 대부분 RE에서 나고 있다. 미국에 타이어를 납품하려면 딜러를 거쳐야 하는데, 넥센타이어는 처음 받던 가격을 유지하면서 딜러들에게 신뢰를 쌓고 있다. 이는 경기침체로 인해 메이저 브랜드들이 가격을 내리며 경쟁이 심화시키고 있는 중에도, 미국에서의 물량 수요를 늘릴 수 있는 원동력이 되고 있다. 이는 불경기에 단기적으로 물량을 늘릴 수 있는 요인이다.

RE시장에서의 경쟁력은 우수한 수익성이다.

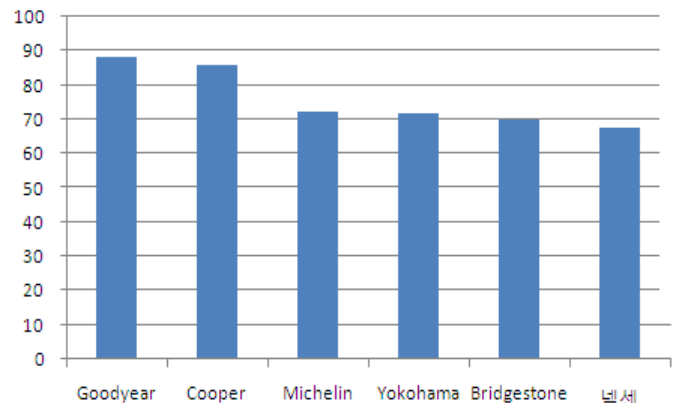
그렇다면 장기적인 영업력은 어떨까? 무엇보다 중요한 것은 넥센타이어의 수익성이 메이저 업체에 비해 좋다는 점이다. [그림 24]를 보면 동사의 영업이익률이 해외 업체들에 비해 월등히 높다는 것을 알 수 있다. 높은 영업이익을 가능케 하는 원인을 매출원가를 비교한 [그림 25]에서 볼 수 있다. 70~80%의 원가비중을 가지는 메이저 업체와는 달리 동사는 67%에 불과하다. 뿐만 아니라 [그림 26]과 [그림 27]에서 인건비 비중과 공장당 평균생산량에서도 메이저 업체들에 비해 높은 수익성을 낼 수 있는 원동력을 확인할 수 있다.

그림 24. 2008년 연간 영업이익률 비교 (단위: %)



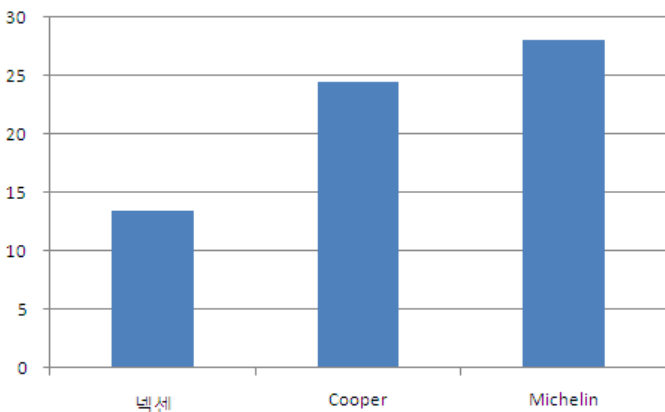
출처: 하나대투증권

그림 25. 매출원가 비중 비교 (단위: %)



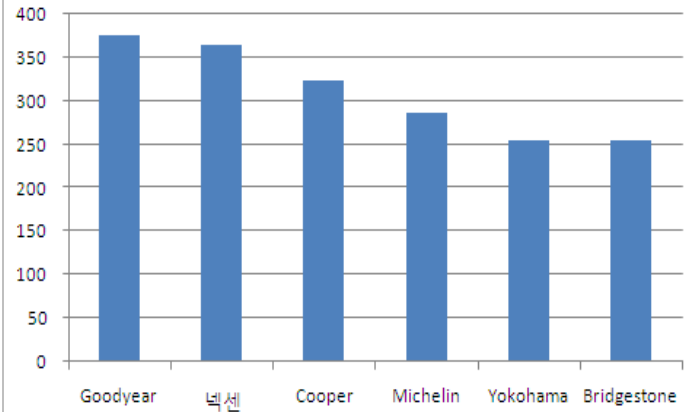
출처: NH투자증권

그림 26. 인건비 비중 비교 (단위: %)



출처: 하나대투증권

그림 27. 공장당 평균 생산량 (단위: 백만 본)



출처: NH투자증권

가격전가력을 걱정하지 않아도 된다.

뿐만 아니라 동사는 후발주자로서 가지는 이점이 있다. 메이저 업체는 높은 시장점유율과 생산량을 바탕으로 원가가 오르는 만큼 가격을 올리면서 전가를 하고 있다. 가격결정력이 상당하다는 뜻이다. 따라서 동사는 메이저 업체가 가격을 올릴 때 함께 따라 올리면 되기 때문에 가격전가력을 걱정하지 않아도 된다. 이는 [그림 28]에 나타나있듯이 메이저 업체인 Goodyear가 가격을 올리는 추세와 함께 동사 역시 타이어 가격을 함께 올리고 있다. 덕분에 동사는 RE시장에서 좋은 수익 구조를 유지하면서 시장에서의 위치를 유지할 수 있다. 또한 [그림 29]는 북미 주요 타이어업체는 판매 단가를 인상한다는 공시 발표에 대한 사항인데, 동사가 또 한번 가격인상을 할 수 있는 기회가 될 것임을 유추할 수 있다.

그림 28. 타이어 1본 당 가격 (단위: 달러-좌, 원-우)

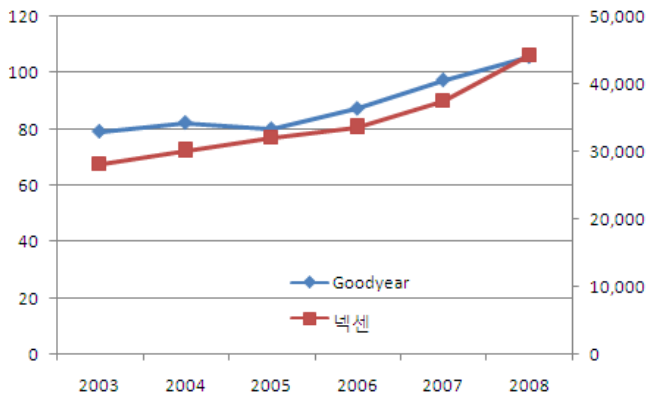


그림 29. 북미 주요 타이어업체 판매 단가 인상 공시

업체명	판매원가 인상률
Tireco Inc	up to 28%
TBC Corp	up to 7~12%
Hercules Tire&Rubber	up to 10~15%
Cooper	up to 12%
Kumho	up to 12%

출처: Research Team 2

출처: 하나대투증권

새로운 Star, 중국 시장

중국에 주목해야 할 때이다.

북미, 유럽시장이 최대규모인 것은 사실이지만 이미 선점하고 있는 지역 브랜드의 점유율을 단기간에 뺏어오기란 쉬운 일이 아니다. 또한 자동차 보유율은 미국이 2.3명당 1대, 서유럽 2.0명당 1대에 달하고 있기 때문에 드라마틱한 성장성이 기대되지는 않는다. 때문에 새롭게 주목해야 할 시장은 중국이다.

중국의 타이어 시장은 크게 성장하고 있다.

중국은 급속히 증대되고 있는 경제력을 바탕으로 높은 성장성과 잠재력을 보여주고 있다. 중국의 인구 1,000명당 자동차 보유대수는 현재 38대에 그치고 있으나, 세계 평균인 120대 수준과 큰 격차가 존재하는 만큼 기대 성장규모도 상당하다. [그림 30]과 [그림 31]에서 볼 수 있듯이, OE와 RE 시장 모두 매년 큰 성장을 보이고 있다. OE와 RE를 합친 전체 타이어시장은 2008년에 2005년 대비 3배 성장하였다. 2009년은 중국시장 역시 주춤하였으나 2010년부터는 다시 그 추세를 이어갈 것이다.

중국의 타이어 시장은 크게 성장하고 있다.

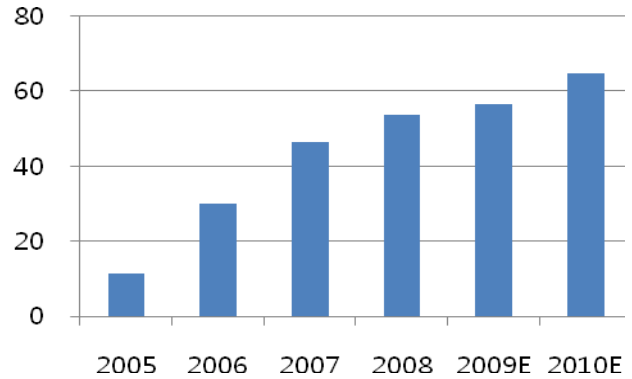
현대·기아차의 점유율은 [그림 31]처럼 북미, 유럽시장에 비해 양호한 편이다. 그리고 [그림 32]와 같이 중국시장은 한국 업체들이 메이저 업체들보다 well perform 하고 있기 때문에 동사의 점유율 확대도 보다 수월할 것으로 예상된다.

그림 30. 중국 승용차부문 OE수요 추이(단위: 백만 분)



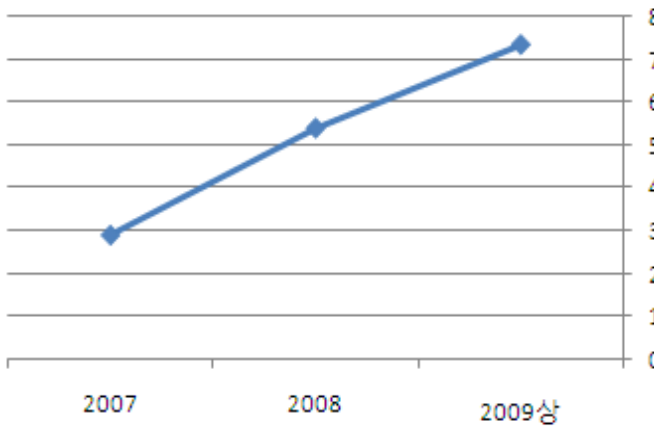
출처: NH투자증권

그림 31. 중국 승용차부문 RE수요 추이(단위: 백만 분)



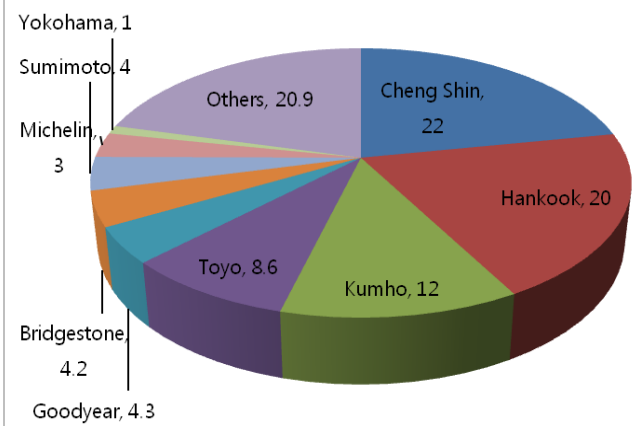
출처: NH투자증권

그림 32. 중국시장 현대·기아차 점유율 (단위: %)



출처: NH투자증권

그림 33. 중국 타이어 시장 Brand Share (단위: %)



출처: Research Team 2

3. 글로벌 강자로의 발돋움, CAPA증설

2017년까지 총 생산 능력 6천만 본으로 확대 예정

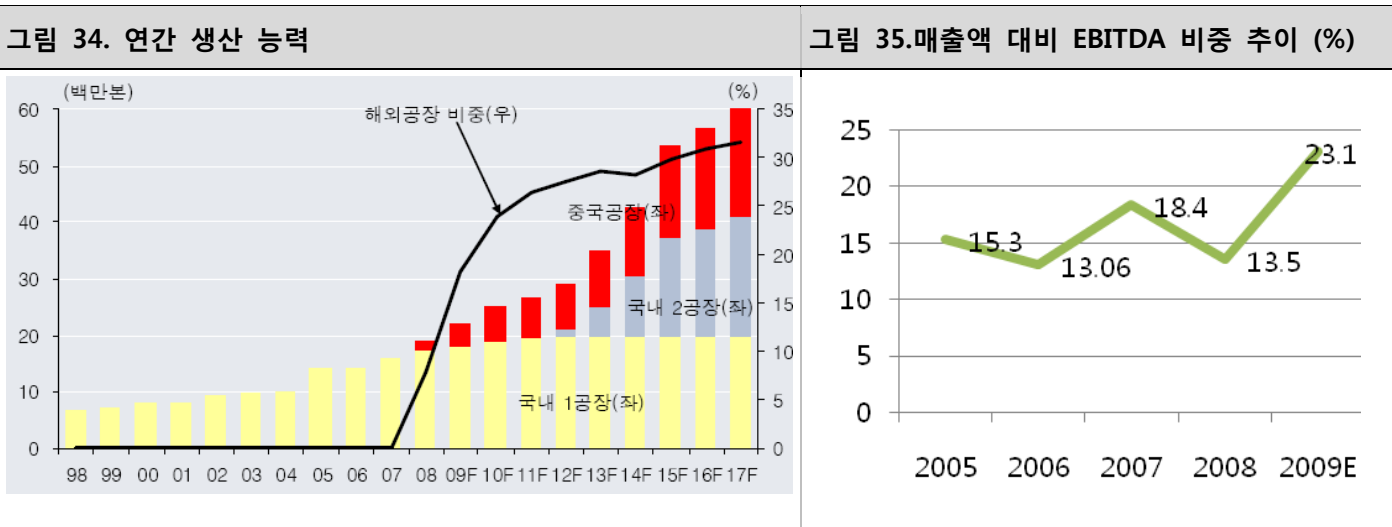
동사의 생산능력은 현재 국내 양산 공장 1800만본, 2007년 말부터 초기가동에 들어간 중국 창녕 공장 600만 본으로 총 연간 2,400만 본이다. 국내외 가동률은 모두 100%에 달하나, 국내외 급증하는 수요에 비해 제한된 공급량으로 공급부족 상태가 지속되어 왔다. 따라서 생산규모 확대를 위해 2009년 9월 28일 제 2국내공장을 창녕에 증설하기로 결정하였다. 창녕공장은 2012년부터 초기 생산능력 100만 본으로 생산을 개시할 것이며, 2017년까지 8년간 총 1조원이 단계적으로 투입되어 하루 생산규모 6만 본을 달성할 예정이다. 동사의 향후 확대규모는 국내 1공장(양산) 2,000만 본, 국내 2공장(창녕) 2,100만 본, 중국공장(청도) 1900만 본으로, 총 6,000만 본이 되어 글로벌 TOP 10위에 준하는 규모이다. 이는 금호타이어에 비해 1천만 본 가까이 많아 국내업계 중 2위에 진입할 수 있을 것으로 기대되며, 매출 4조원이 예상된다.

한국타이어와 같은 성장의 길을 밟아갈 것이다.

현재 국내 1위 타이어 생산 업체는 한국타이어(주)로 2007년 매출액 약 34억 달러로 (글로벌시장 점유율 2.7%)로 글로벌 랭킹 7위를 달성한 바 있다. 한국타이어의 공장 증설 연혁은 1941년 설립 이래 1979년 대전공장 준공, 1997년 금산공장 준공, 1999년 중국에 가흥공장, 강소공장 준공, 2007년 헝가리공장 생산 가동, 2008년 금산공장 증설이다. 6,600만 본의 공장 생산 CAPA를 가지고 있으나, 프리미엄급 고부가 가치 타이어 제품의 판매 증가에 따른 생산 역량 확보를 위해 2008년 1월 증설한 금산공장의 1단계 증설이 완료되었고, 이후 2010년 3월 2차 증설까지 완료되면 금산공장만의 연간 총 생산량이 1,770만 개에서 2,200만 개로 증가할 것으로 보인다. 2008년 기준 한국타이어의 국내 공장 CAPA는 4,300만 본이며, 해외에서는 중국 2,800만 본, 헝가리 500만 본이다. 이렇게 3개국에 걸쳐 5개의 생산공장들을 증설하며 설립이래 꾸준히 CAPA를 늘려온 한국타이어의 해외 시장에서의 매출은 총 매출의 70%이며, 생산량의 해외공장 비율은 43%로, 현재 수출 비중이 높다. 이러한 것을 종합하여 보았을 때, 국내외로 공장을 증설하여 2017년 총 6,000만 본으로 규모를 늘려 도약하고자 하는 동사 또한 같은 길을 밟아갈 수 있다는 예상을 할 수 있다.

투자자금 조달은 부담되지 않는 수준이다

이러한 CAPA 확대 결정은 동사에게 국내 3강 수준의 입지를 만들어 줄 신성장 동력 이기는 하나, 향후 8년간의 투자금액은 1조원으로 자금조달에 있어 부채확대가 우려될 수 있겠다. 그러나 단계별 확장계획이므로 연평균 CAPEX는 1,250억 원이며, 실제로 과거 5년 평균 EBITDA율이 15%였는데 2009년 이후 EBITDA는 2,000억 원 대로 성장할 것이라는 점에 근거하면, 현금 창출능력 대비 투자규모 및 자금조달은 부담되지 않는 수준이다.



4. ISSUE & RISK

미국의 중국산 저가 타이어 보복 관세

미국의 중국산 타이어에 대한 고관세 조치

미국은 2009년 9월 11일 승용차(PCR)와 경트럭용(LTR)중국산 타이어에 대해 3년을 기한으로 기존 관세(4%)에서 3년에 걸쳐 최대 35%의 추가 관세를 부과하겠다는 방침을 밝혔다. 이에 따라 미국 저가시장을 공략하던 중국 로컬업체들이 고관세 부담 때문에 중국 내수시장으로 다시 돌아오게 됨에 따라 예상되는 동사 제품과의 경쟁 심화와, 대미 수출에 쓰이던 동사의 중국산 타이어 15만 본에 대한 우려가 있다.

생산기지가 분산되어 동사의 경우에는 오히려 기회가 될 수 있다.

현재 글로벌 타이어업체의 중국산 타이어 대미 수출량은 2008년 기준 약 4,600만 개로 미국 시장 전체 수요의 약 17%를 차지하고 있다. 우선 관세를 부과하더라도 미국 내수 시장에서 수요되던 모든 중국산 타이어는 사라지는 않겠지만, 전체적으로 미국 내수 시장에서 타이어 공급이 줄어드는 효과가 있을 것이고 따라서 중국산을 제외한 기타 국가에서 만든 타이어 가격의 경우에는 오히려 올라갈 여지가 있다고 판단된다. 동사의 경우 중국법인에서 미국으로 직수출되는 분량은 동사의 글로벌 CAPA의 2%미만에 불과하기 때문에 중국산타이어에 대한 관세부과로 인한 직접적인 타격은 그리 크지 않을 것으로 예상된다. 오히려 국내 법인의 미국 수출분량을 감안했을 시 동사의 수익성 향상에 보탬이 될 수 있을 것으로 예상된다.

중국시장의 타이어 공급 과잉에 대한 우려는 과도한 것으로 판단된다.

동사가 중국법인에서 생산하고 있는 물량의 20%를 중국 내수 시장에 공급하고 있다. 따라서 중국산 타이어에 대한 관세부과로 중국산타이어의 대미수출물량이 중국내수시장에 풀리게 될 경우 중국 내 타이어 가격이 급락할 수 있다는 우려가 제기될 수 있다. 하지만 현재까지의 추이를 살펴보면, 미국으로 수출했던 물량이 중국 내로 반입되는 부분은 그리 크지 않고 또한 생산업체들도 수출감소분을 중국 내수시장으로 돌리기 보다는 생산량 자체를 줄이는 식으로 대응하고 있기 때문에, 중국 내수 시장에서 타이어 가격이 급락할 가능성은 그리 크지 않다고 생각된다. 뿐만 아니라 앞서도 살펴보았듯이 중국타이어 시장의 성장속도가 매우 빠르기 때문에, 중국산 타이어의 대미수출분량 감소에 대한 우려는 시장의 우려가 과도했던 것이 아닌가 판단된다.

5. Valuation

기업가치평가는 절대적 가치평가 방법인 DCF와 상대적 가치평가 방법인 PM 모두 사용하여 Valuation의 완성도를 높여보려 하였다.

5-1. Discounted Cash Flow Method를 이용한 Valuation

11월 13일 현재, 2009년의 실적은 거의 나와있다. 사상 최대 실적을 보인 1~3분기에 4분기 예상 실적을 합하면, 매출액 9,672억 원, 영업이익 1,713억 원이다. 이에 2009년의 매출액 성장률은 28.2%, 영업이익률은 17.71%가 도출되었다.

2010년 이후의 매출액 성장률에 있어서는, 매출액 절대규모를 설정한 것은 아니며, 제2공장 증설에 따른 CAPA 증설을 반영한 판매량 증가율 반영한 것이다. 향후 8년간 1조원을 투자하여 현재 2,400만 본의 생산량을 6,000만 본까지 끌어올리는 것이 동사의 계획인데, 한번의 공장 및 설비 구축 완료후 단번에 생산량을 높이는 것이 아니라 매년 단계적으로 생산량을 늘려나갈 것임을 밝히고 있다.

현재 동사의 평균가동률이 94.9%(올해 반기 자료)인 것과 작년말 재고량에 비해 2009년 6월 재고는 72% 수준으로 떨어진 것, 그리고 앞서 본문에서 살펴본 동사의 성장성과 수익성을 생각해보면, 생산량의 증가율은 그대로 판매량의 증가율로 이어질 가능성이 높다. 그러나 생산을 영업으로 연결시키는데 있어서의 시차나, 적정 재고 수준 보유와 같은 사내 내부사정을 명확히 할 수 없으므로, 생산량 증가율의 50%를 매출액 증가율에 반영하기로 결정하였다. 가동률은 90%가 이어질 것으로 가정하였다.

(단위: 만 본)

	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
증설량		450	450	450	450	450
생산량	2,160	2,349	2,519	2,672	2,810	2,934
판매량예측		2,385	2,610	2,835	3,060	3,285
판매량증가율		9.43%	8.62%	7.94%	7.35%	

2010년 이후의 영업이익률은 동사 자체의 예측을 참조하여 2010년은 15%를 설정하였고, 그 이후엔 약 2% 정도 낮춰 13%를 적용하였다. 6개 증권사의 애널리스트 예측치의 평균과 비교해보면, 2010년의 영업이익률은 16.2%, 매출액 성장률은 2010년 30.4%, 2011년은 9.06%인데, Research 2 Team이 적용한 것과 크게 벗어나지 않으며, 우리 팀의 예측이 약간 보수적으로 되어있음을 확인할 수 있다.

그리고 공장 신축에 따라 매년 약 1,250억 원의 CAPEX가 발생하는 것을 유무형자산 상각비에 반영하였다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	754,641,390	967,200,000	1,058,445,283	1,149,690,566	1,240,935,849	1,332,181,132
매출액성장률		28.2%	9.4%	8.6%	7.9%	7.4%
매출액	754,641,390	967,200,000	1,058,445,283	1,149,690,566	1,240,935,849	1,332,181,132
가중평균성장률		28.2%	9.4%	8.6%	7.9%	7.4%
예상EBIT	53,708,420	171,291,120	158,766,792	149,459,774	161,321,660	173,183,547
NOPLAT	38,938,605	129,838,669	123,044,264	116,578,623	125,830,895	135,083,167
(+)유,무형자산 상각비	49,007,531	62,964,720	77,042,288	82,982,356	88,922,424	94,862,492
출현금유입	87,946,136	192,803,389	200,086,552	199,560,979	214,753,319	229,945,658

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	7.12%	17.71%	15.00%	13.00%	13.00%	13.00%	9.16%
유,무형자산 상각비	6.49%	6.51%	6.51%	6.51%	6.51%	6.51%	6.66%
영업용운전자본	0.04%	-0.58%	-0.58%	-0.58%	-0.58%	-0.58%	-0.58%
순유형고정자산	56.12%	73.31%	73.31%	73.31%	73.31%	73.31%	73.31%
순무형고정자산	0.13%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
기타영업용순자산	-3.00%	-1.36%	-1.36%	-1.36%	-1.36%	-1.36%	-1.36%

자기자본비용	11.90%
1년치일별베타	1.06170
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	4.47%
WACC	9.70%
차입금가치(이자발생부채)	331,148,346
주주지분가치(시가총액)	597,861,184
한계조달금리	7.35%

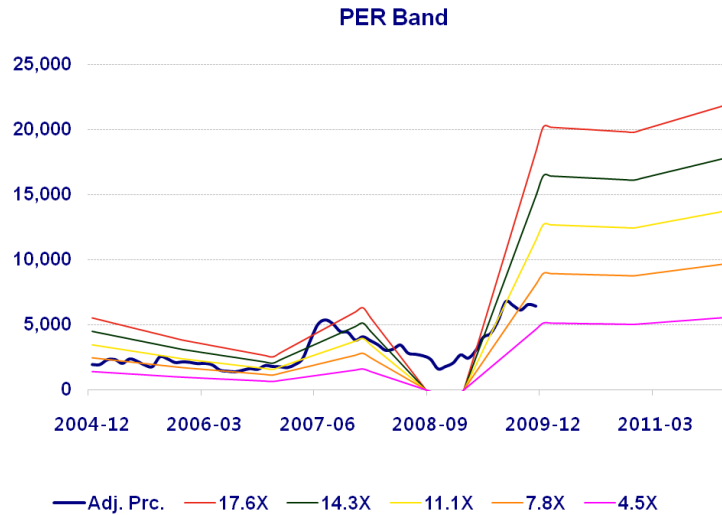
WACC	9.70%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	14.71%
FCFF추정(2단계)	116,718,831
Terminal Value	1,515,243,273
현재가치의 합	30,026,982
PV of TV	1,030,225,906
현금 + 시장성유가증권	45,402,068
비영업용자산	87,811,819
Value of the Firm	1,193,466,775
(-)Value of the Debt	331,148,346
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	1,905
우선주 발행주식수	6,500,000
(-) Value of the preferred stock	12,382,500
Value of the Equity	849,935,929
발행주식수	93,415,810
희석주식수	
목표주가	₩ 9,098
현재주가	₩ 6,400
기대수익률	42%

이러한 가정들을 반영하여
DCF Method로 도출된 결론은
목표주가 9,100원, 기대수익률 42%
이다.

5-2. PER법으로 본 Valuation

과거주가는 PER 7.8배와 11.1 사이에 있고, 8.8배의 PER를 적용할 수 있다고 본다.

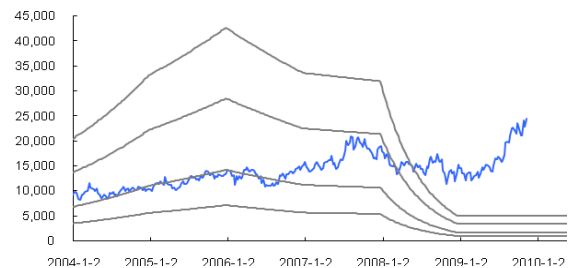
동사의 과거 주가는 PER밴드 7.8배에서 11.1배 사이에서 움직였던 것을 확인할 수 있다. 우리는 타이어 산업의 환경과 동사의 CAPA증설 그리고 브랜드 인지도 향상 등에 의한 회사의 Re-valuation이 가능하다고 생각하고 있으며, 따라서 동사의 역대 최고 PER인 11.1배 수준에서 20%할인한 수준인 8.8배의 PER을 적용해도 무리가 없다고 판단하였다.



목표주가는 9,118원
투자의견은 BUY!

Research 2 Team은 향후 2010년과 2011년의 예상 실적을 5개 증권사의 Consensus를 조사하여 이용하였다. 5개 증권사의 Consensus에 따르면, 2010년과 2011년의 예상 매출액은 각각 10,508억 원, 11,460억 원 그리고 예상 순이익은 각각 1,210억 원, 1,320억 원으로 전망된다. 동사의 총 발행주식수는 101,420,000주이고 따라서 2010년과 2011년의 예상EPS는 각각 1,036원, 1,130원임을 알 수 있다. 이에 Research 2 Team이 추측한 8.8배의 PER를 적용하면 2010년과 2011년의 목표주가는 9,118원, 9,944원으로 예상된다. Research 2 Team은 2010년의 목표주자인 9,118(9,120)원을 내놓으면서, 이 기업에 대해 BUY의 의견을 제시한다.

*참고자료: (우측)한국타이어의 PER Band (보조선: 30,20,10,5)



(하단) 한국타이어와 넥센타이어의 합산 PER 변화(시총의 합/당기순이익합)

	2005년	2006년	2007년	2008년
PER	9.02	12.41	14.15	242.37

*** Appendix.**

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	4,006	4,767	5,679	7,546	유동자산	967	1,059	1,240	2,294
매출원가	2,909	3,622	3,989	5,681	현금등가물 및 단기금융	120	120	126	390
매출총이익	1,097	1,145	1,690	1,865	시장성유가증권	0	0	0	0
판매비및 일반관리비	800	900	1,069	1,328	매출채권	321	387	468	481
인건비	163	171	205	232	재고자산	436	471	524	885
감가상각비	18	20	27	47	비유동자산	4,087	4,297	4,735	5,367
무형자산상각비	2	3	3	3	투자자산	343	324	611	878
기타판매비및 일반관리비	298	363	442	582	유형자산	3,512	3,609	3,893	4,235
영업이익	297	245	621	537	무형자산	6	6	10	10
영업외손익	-15	-62	-136	-664	자산총계	5,054	5,356	5,974	7,662
이자수익	6	8	8	19	유동부채	1,138	1,000	2,010	2,831
이자비용	60	82	90	140	매입채무	257	284	324	347
외환차손익	28	17	-6	-226	단기차입금	404	260	312	994
외환환산손익	14	25	-5	-350	유동성장기차입금	1	1	1	838
지분법이익	0	0	0	0	비유동부채	1,406	1,758	1,051	1,951
기타영업외손익	0	-1	15	-52	사채	798	799	0	0
세전계속사업이익	282	183	485	-127	장기차입금	368	654	658	1,480
법인세비용	63	51	123	33	부채총계	2,544	2,759	3,061	4,782
계속사업이익	219	132	362	-160	자본금	527	527	527	527
중단사업이익					자본잉여금	308	308	308	308
당기순이익	219	132	362	-160	이익잉여금	1,675	1,761	2,090	1,885
EPS (원)	2,269	1,360	3,823	-172	자본조정			-30	-30
수정EPS					자본총계	2,510	2,597	2,914	2,879

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐	429	553	982	346	Growth Ratios				
당기순이익	219	132	362	-160	매출액성장률 %	31.4%	19.0%	19.1%	32.9%
비현금수익비용가감	399	489	624	992	EBITDA성장률 %	38.8%	1.4%	67.7%	-2.1%
유형자산감가상각비	318	378	425	486	EBIT성장률 %	20.6%	-17.5%	153.3%	-13.5%
무형자산상각비	2	3	3	4	총자산성장률 %	16.5%	6.0%	11.5%	28.2%
퇴직급여	84	90	113	120	Profitability Ratios				
외환환산손익	-15	-25	5	349	매출총이익률 %	27.4%	24.0%	29.8%	24.7%
지분법평가손익	5	553	982	346	EBITDA마진률 %	15.4%	13.1%	18.5%	13.6%
기타	5	-509	-903	-313	EBIT마진률 %	7.4%	5.1%	10.9%	7.1%
영업활동으로인한자산부:	-190	-68	-4	-486	세전계속사업이익률 %	7.0%	3.8%	8.5%	-1.7%
투자활동으로인한현금흐	-878	-619	-932	-1,384	당기순이익률 %	5.5%	2.8%	6.4%	-2.1%
유형자산 투자	-876	-491	-762	-889	Stability Ratios				
유형자산 처분	20	16	75	72	부채비율 %	101.4%	106.2%	105.0%	166.1%
무형자산 증감	0	-1	0	-4	순부채비율 %	57.8%	61.4%	56.4%	101.5%
투자자산 증감	-27	-1	-206	-359	유동비율 %	85.0%	105.9%	61.7%	81.0%
기타	5	-142	-40	-204	당좌비율 %	46.7%	58.8%	35.6%	49.8%
재무활동으로인한현금흐	452	66	-43	1,108	이자보상배율	5.0	3.0	6.9	3.8
장단기차입금증가	-233	164	52	1,989	Performance Ratios				
사채증감	798	0	0	0	ROE %	9.0%	5.2%	13.1%	-5.5%
자본증감	0	0	0	0	ROA %	4.7%	2.5%	6.4%	-2.3%
배당금의지급	-46	-46	-46	-45	ROIC %	8.1%	4.8%	12.0%	11.3%
기타	-67	-52	-49	-836	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타현	0	0	0	0	수정EPS	216	131	357	-157
순현금흐름	3	0	6	70	주당순자산	2,475	2,561	2,873	2,839
기초현금	107	110	110	116	주당현금흐름	531	506	779	326
기말현금	110	110	116	185	주당배당금	450	450	450	15

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 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.