

2013. 02. 07

Analysts

신정관 02) 3777-8099
chungkwan.shin@kbsec.co.kr

정승규 02) 3777-8560
skjung@kbsec.co.kr

넥센타이어 (002350)

Earnings Review

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (하향) **22,000 (원)**

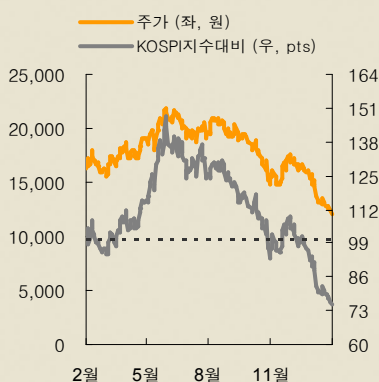
Upside / Downside (%)	85.7
현재가 (02/06, 원)	11,850
Consensus target price (원)	18,000
Difference from consensus (%)	22.2

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	1,701	1,907	2,179	2,473
영업이익 (십억원)	177	201	234	270
순이익 (십억원)	133	147	172	206
EPS (원)	1,401	1,547	1,803	2,161
증감률 (%)	51.5	10.4	16.6	19.8
PER (X)	8.4	7.7	6.6	5.5
EV/EBITDA (X)	9.4	6.1	5.2	4.3
PBR (X)	1.8	1.5	1.2	1.0
ROE (%)	21.5	19.7	19.1	19.0

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(23.3)	(22.8)	(39.4)	(27.5)
KOSPI대비 상대수익률	(19.5)	(23.2)	(42.1)	(25.7)



Trading Data

시가총액 (십억원)	1,125
유통주식수 (백만주)	33
Free Float (%)	35.0
52주 최고/최저 (원)	21,800 / 11,850
거래대금 (3M, 십억원)	7
외국인 소유지분율 (%)	7.5
주요주주 지분율 (%)	(주)넥센외 2인 64.1

자료: Fnguide, KB투자증권

4Q12 Review: 판관비 증가로 컨센서스 하회

넥센타이어의 4Q12 매출은 KB 추정치를 10.9% 하회한 4,110억원을 기록하였다. OE 매출은 견조한 흐름이었으나, RE매출이 예상보다 부진하였다. 매출총이익은 2.4%p YoY 개선된 25.5%로 양호한 흐름이었으나, 성과급, 기부금, 인센티브 등으로 판관비율이 4.7%p QoQ 2.2%p YoY 증가한 19.8%에 달하면서 영업이익이 KB추정치를 37.5% 하회한 237억원으로 어닝쇼크를 기록하였다. 우리는 넥센타이어의 2013년 수익추정을 12.8% 하향하고 목표주가를 22,000원으로 하향한다.

OE 매출 양호, RE 매출 부진

넥센타이어의 4Q12 OE 매출은 747억원으로 40.5% QoQ 31.5% YoY 증가하여 성장을 이어갔으나, 해외 RE 매출이 다소 부진하여 16.4% QoQ 하락한 3,393억원을 기록하였다. 이는 해외 RE시장의 경쟁강도가 높아진 가운데, 넥센타이어는 공장정기보수로 11월 매출이 감소하였고, 12월 수출의 매출인식이 지연된 요인이 있었던 것으로 파악된다. 재고는 여전히 21일 수준으로 낮은 상태를 유지하여, 신공장 가동으로 물량이 많아지기는 하였으나 판매에 부담을 느끼는 수준은 아닌 것으로 파악된다.

판관비 지출 증가로 어닝쇼크

넥센타이어는 4Q12 성과급이 생산인력 증가로 성과급 규모가 전년대비 37.5% YoY 증가한 165억원을 기록하였고, 기부금 20억원과 딜러 인센티브 등으로 판관비가 19.1% QoQ 14.8% YoY 증가한 810억원을 기록하였다. 이는 넥센타이어 판관비율이 4.7%p QoQ 2.2%p YoY 증가한 19.8%에 달하면서 영업이익이 KB추정치와 컨센서스를 크게 하회하였다. 우리는 넥센타이어가 4Q11에도 판관비 증가로 어닝쇼크를 냈다는 점을 고려하면, 넥센타이어가 2011, 2012년 매출액이 각각 24.7%, 18.9% YoY 등 고속성장을 하는 과정에서 판관비 통제가 미흡했던 것으로 보고 있다. 우리는 2013년 이후 넥센타이어의 성장율이 12% 안팎으로 둔화되면서 비용통제력이 높아질 것으로 보고 있다.

2013년 1조9천억 매출목표 제시

넥센타이어는 2013년 사업계획으로 매출 12.2% YoY 증가하는 1조9천억원과 영업이익률 10% 경영계획을 세운 것으로 알려졌다. 우리는 넥센타이어가 창녕공장 증산과 OE 수주활동이 순조롭게 진행될 것으로 보고 있으며, 매출목표 달성이 가능한 것으로 보고 있다. 원가안정으로 영업이익률 역시 10% 상회 가능할 것으로 전망한다. 다만, 창녕공장 증산이 다소 지연됨에 따라 2013년 매출추정치를 기존 대비 4.1% 하향하고, 4Q의 판관비 증가를 감안하여 2013년 영업이익률 추정치도 0.8%p 낮은 10.5%로 하향하였다.

주가저점은 지난 것으로 판단, BUY 투자의견 유지

우리는 넥센타이어의 2014년 순이익추정치를 11.9% 하향한 1720억원으로 산출하고, 적정배수 PER 12.0X를 유지하여 목표주가를 기존대비 12% 하향한 22,000원으로 조정한다. 우리는 넥센타이어의 판관비 증가추이를 반영하여 목표주가를 하향하지만, 1Q13부터 넥센타이어 실적 이 회복될 것으로 판단하여 BUY 투자의견을 유지한다.

표 1. 넥센타이어 4Q12 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %p)	2012 4Q	전년동기실적		전기실적		2012 4QE		차이	
		2011 4Q	YoY%	2012 3Q	QoQ%	KB	컨센서스	KB	컨센서스
매출액	411	401	2.4	450	(8.7)	461	463	(10.9)	(11.3)
영업이익	24	22	8.4	51	(53.5)	38	43	(37.5)	(44.9)
영업이익률	5.8	5.5	0.3	11.3	(5.6)	8.2	9.3	(2.5)	(3.5)
세전이익	13	23	(44.4)	51	(74.9)	33	38	(61.3)	(66.6)
순이익	21	18	14.0	41	(50.0)	28	30	(26.7)	(32.2)

자료: Fnguide, KB투자증권,
주: K-IFRS연결기준, IFRS 개정안 적용

표 2. 넥센타이어 연결 실적

(단위: 십억원, %, %p)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011	2012
매출액	329	334	366	401	406	433	450	411	1430	1700
영업이익	35	26	29	22	50	52	51	24	112	177
영업이익률	10.5	7.9	7.9	5.5	12.2	12.1	11.4	5.8	7.8	10.4
세전이익	41	28	21	23	50	43	51	13	113	157
순이익	37	15	17	18	41	30	41	21	88	134

자료: KB투자증권
주: K-IFRS 연결기준, IFRS 개정안 적용

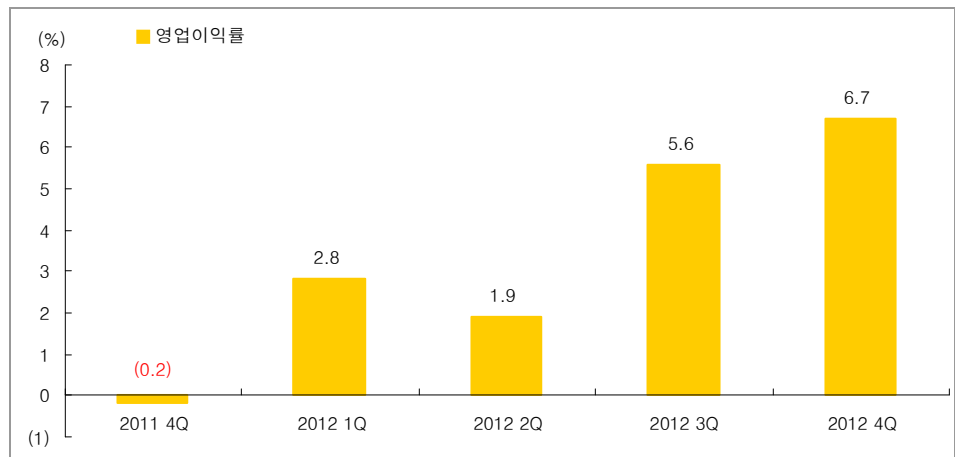
표 3. 넥센타이어 본사 별도 실적

(단위: 십억원, %, %p)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011	2012
매출액	280	285	289	322	317	357	345	342	1177	1361
영업이익	29	22	22	28	42	45	38	22	101	148
영업이익률	10.5	7.6	7.6	8.7	13.4	12.7	11.0	6.4	8.6	10.8
세전이익	37	26	18	33	49	44	42	15	114	151
순이익	33	13	13	31	38	33	32	24	91	127

자료: KB투자증권
주: K-IFRS 별도기준, IFRS 개정안 적용

넥센타이어 중국법인의
영업이익률은 6.9%p YoY,
1.1%p QoQ 증가한 6.7%를 기록

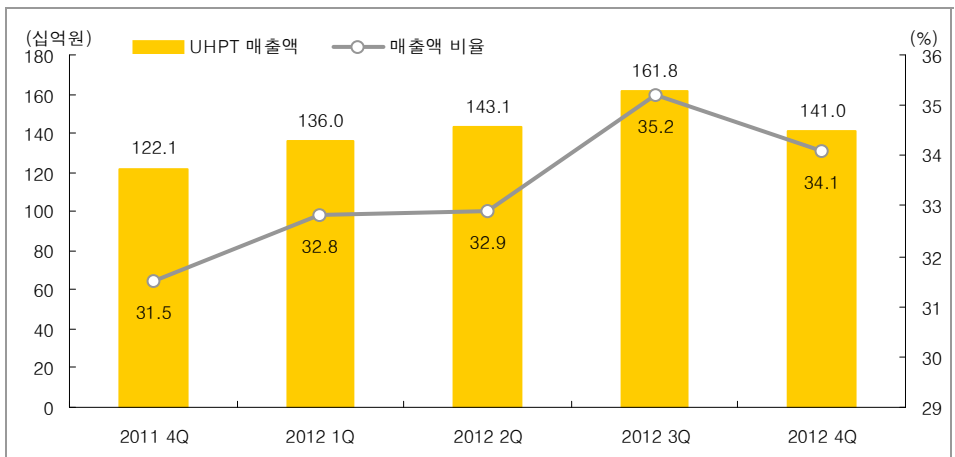
그림 1. 넥센타이어 중국법인 영업이익률



자료: KB투자증권
주: China-GAAP 기준

일반 타이어 대비
15~20% 높은 가격의
UHPT 비중 증가로
수익성 개선에 기여

그림 2. UHPT 매출 현황



자료: KB투자증권

Appendices

표 4. 해외 동종 업체 비교 [A]

	한국타이어	넥센타이어	금호타이어	Bridgestone	Michelin	Goodyear	Pirelli	Average
현재주가 (02/06, USD)	39.6	10.9	9.9	26.6	92.0	13.6	11.5	
시가총액 (백만 USD)	4,910	1,031	1,250	21,590	16,795	3,336	5,590	
절대수익률 (%)								
1M	(2.8)	(23.3)	(14.3)	3.8	(7.8)	(5.1)	(4.5)	(0.9)
3M	(4.1)	(22.8)	(15.6)	32.4	1.6	12.8	(4.0)	9.0
6M	n/a	(39.4)	(27.5)	33.9	18.2	21.0	(2.1)	12.2
12M	n/a	(27.5)	(24.2)	39.2	25.3	(2.6)	14.1	20.5
상대수익률 (%)								
1M	(4.5)	(24.9)	(18.3)	(4.2)	(10.0)	(8.3)	(6.9)	(5.4)
3M	(6.0)	(25.0)	(22.4)	18.8	(4.5)	9.5	(10.6)	1.4
6M	n/a	(46.7)	(37.1)	22.3	9.6	12.1	(9.4)	3.4
12M	n/a	(43.1)	(36.3)	22.7	16.1	(16.7)	4.0	8.6
PER (X)								
2011A	n/a	21.1	n/a	13.3	5.6	7.6	7.0	9.9
2012C	7.7	7.2	9.3	11.0	7.7	8.3	9.8	8.7
2013C	7.0	6.3	9.2	9.6	7.4	5.9	8.3	7.6
PBR (X)								
2011A	n/a	3.1	2.5	1.2	1.0	13.9	1.5	2.4
2012C	1.3	1.4	1.9	1.5	1.3	2.8	1.6	1.6
2013C	1.1	1.1	1.5	1.3	1.2	1.8	1.4	1.3
ROE (%)								
2011A	n/a	17.1	(7.9)	n/a	n/a	n/a	n/a	5.2
2012C	18.8	20.7	28.5	14.6	18.7	48.7	17.4	21.2
2013C	17.5	19.6	27.2	15.0	16.7	44.7	18.7	20.2
매출액성장률 (%)								
2011A	n/a	30.2	16.9	16.2	21.5	20.9	22.4	22.8
2012C	n/a	41.0	9.3	(13.8)	1.5	(6.6)	5.1	2.8
2013C	9.0	13.2	7.4	6.3	2.5	2.7	6.1	8.1
영업이익성장률 (%)								
2011A	n/a	12.0	21.7	26.4	16.6	49.9	49.8	20.2
2012C	n/a	100.0	109.6	30.5	26.1	0.1	34.4	42.4
2013C	9.5	14.2	21.3	11.8	4.6	24.2	13.3	11.3
순이익성장률 (%)								
2011A	n/a	12.9	적지	14.5	41.4	흑전	2,078.8	363.2
2012C	n/a	85.1	흑전	45.8	9.1	(24.1)	(13.6)	13.5
2013C	10.8	15.1	21.8	16.6	1.6	142.6	21.6	22.0
영업이익률 (%)								
2011A	n/a	7.8	4.9	6.3	9.4	4.9	10.3	8.0
2012C	12.6	11.1	9.5	9.6	11.7	5.3	13.2	10.7
2013C	12.7	11.2	10.7	10.1	11.9	6.4	14.1	11.0
순이익률 (%)								
2011A	n/a	6.1	(0.9)	3.4	7.1	1.5	8.0	5.2
2012C	9.2	8.1	3.0	5.8	7.6	1.2	6.6	6.2
2013C	9.3	8.2	3.4	6.3	7.5	2.9	7.5	6.5

자료: Bloomberg, KB투자증권

표 5. 해외 동종 업체 비교 [B]

	Sumitomo	Yokohama	Cooper	Toyo	Jk Tyre	Nokian Renkaat Oyj	Apollo	PT Gajah Tunggal	Average
현재주가 (02/06, USD)	13.5	7.8	26.1	3.5	2.1	44.3	1.6	0.2	
시가총액 (백만 USD)	3,560	2,689	1,642	893	88	5,847	804	800	
절대수익률 (%)									
1M	16.5	15.8	(0.8)	19.3	(9.8)	5.0	(5.2)	0.0	(0.9)
3M	31.4	25.5	11.0	63.2	(1.9)	1.8	0.0	3.5	9.0
6M	28.3	31.4	47.3	43.9	22.6	0.4	6.9	(13.6)	12.2
12M	31.7	55.3	59.4	66.5	41.7	10.2	16.6	(19.1)	20.5
상대수익률 (%)									
1M	8.0	7.6	(4.0)	11.7	(13.1)	(1.7)	(8.2)	(4.3)	(5.4)
3M	18.2	15.2	7.3	51.1	(10.5)	(8.7)	(6.8)	(5.0)	1.4
6M	18.5	23.1	41.2	37.0	13.3	(9.6)	(2.7)	(24.5)	3.4
12M	16.9	42.2	49.7	59.6	37.2	(2.5)	6.7	(36.0)	8.6
PER (X)									
2011A	8.5	10.4	12.1	6.6	3.7	10.4	7.3	15.3	9.9
2012C	9.5	8.0	8.1	13.7	2.9	12.0	7.1	7.8	8.7
2013C	8.7	8.2	8.2	9.5	2.7	10.8	6.1	6.8	7.6
PBR (X)									
2011A	1.2	0.9	1.5	0.5	0.3	2.7	1.1	2.4	2.4
2012C	1.4	1.3	1.9	n/a	0.6	2.8	1.3	1.5	1.6
2013C	1.3	1.1	1.6	n/a	0.5	2.5	1.1	1.2	1.3
ROE (%)									
2011A	n/a	n/a	n/a	n/a	(4.0)	n/a	15.6	n/a	5.2
2012C	16.2	17.3	28.9	6.4	18.0	25.6	19.3	19.2	21.2
2013C	15.7	15.5	22.4	8.2	18.9	25.3	19.0	19.0	20.2
매출액성장률 (%)									
2011A	23.1	n/a	16.8	18.0	11.0	44.5	30.7	24.4	22.8
2012C	(10.6)	n/a	6.3	(12.4)	(3.4)	19.6	0.9	0.0	2.8
2013C	3.7	2.7	3.5	20.8	11.1	10.7	10.1	11.4	8.1
영업이익성장률 (%)									
2011A	24.6	n/a	(21.9)	14.6	(7.9)	79.7	15.9	(18.8)	20.2
2012C	9.3	n/a	125.9	1.7	n/a	16.7	24.1	30.6	42.4
2013C	5.6	5.3	(1.5)	22.3	n/a	11.4	1.8	13.6	11.3
순이익성장률 (%)									
2011A	45.7	n/a	80.5	1,293.5	적전	91.0	(11.2)	(14.8)	363.2
2012C	5.1	n/a	(19.9)	(13.0)	흑전	17.5	33.4	22.7	13.5
2013C	9.0	(2.0)	(7.6)	44.0	10.4	11.2	17.8	17.5	22.0
영업이익률 (%)									
2011A	8.0	n/a	4.2	4.0	3.0	26.1	7.0	8.5	8.0
2012C	9.7	8.5	8.8	4.7	n/a	25.5	8.6	11.1	10.7
2013C	9.9	8.7	8.4	4.7	n/a	25.6	8.0	11.3	11.0
순이익률 (%)									
2011A	4.2	n/a	6.5	2.1	(0.5)	21.2	3.4	5.8	5.2
2012C	4.9	5.4	4.9	2.1	2.1	20.8	4.5	7.1	6.2
2013C	5.2	5.1	4.3	2.5	2.0	20.9	4.8	7.5	6.5

자료: Bloomberg, KB투자증권

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	1,430	1,701	1,907	2,179	2,473
증감률 (YoY %)	24.7	18.9	12.2	14.2	13.5
매출원가	1,086	1,246	1,416	1,613	1,826
판매 및 일반관리비	232	278	291	332	377
기타	0	0	(0)	(0)	(0)
영업이익	112	177	201	234	270
증감률 (YoY %)	7.3	58.0	13.5	16.5	15.4
EBITDA	164	258	279	315	353
증감률 (YoY %)	(11.2)	57.5	8.2	12.8	12.1
이자비용	8	7	8	9	11
이자수익	15	32	37	39	35
지분법손익	0	1	1	1	1
기타	8	6	6	6	6
세전계속사업손익	113	157	178	209	251
증감률 (YoY %)	14.7	38.5	13.5	17.8	19.8
법인세비용	25	23	30	38	45
당기순이익	88	133	147	172	206
증감률 (YoY %)	8.1	52.0	10.5	16.6	19.8
순이익의 귀속					
지배주주	88	133	147	172	206
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	7.8	10.4	10.5	10.7	10.9
EBITDA마진	11.5	15.2	14.7	14.5	14.3
세전이익률	7.9	9.2	9.3	9.6	10.1
순이익률	6.1	7.8	7.7	7.9	8.3

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	1,902	2,036	2,371	2,482	2,531
유동자산	731	685	947	1,027	1,032
현금성자산	107	107	542	499	430
매출채권	284	304	170	260	296
재고자산	276	265	227	260	296
기타	64	9	9	9	9
비유동자산	1,171	1,351	1,424	1,455	1,499
투자자산	81	86	89	93	96
유형자산	1,084	1,260	1,329	1,357	1,397
무형자산	6	5	5	6	6
부채총계	1,337	1,358	1,552	1,499	1,350
유동부채	754	641	731	773	819
매입채무	270	194	284	325	370
유동성이자부채	437	399	399	399	399
기타	47	48	48	49	49
비유동부채	583	717	821	726	531
비유동이자부채	497	603	703	603	403
기타	86	114	118	123	128
자본총계	565	678	819	983	1,181
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	458	575	716	880	1,078
자본조정	24	20	20	20	20
지배주주지분	565	678	819	983	1,181
순차입금	827	895	560	503	372
이자지급성부채	934	1,002	1,102	1,002	802

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	(14)	147	492	76	167
당기순이익	88	133	147	172	206
자산상각비	52	81	79	81	83
기타비현금성손익	1	75	4	(96)	(96)
운전자본증감	(172)	(107)	262	(81)	(27)
매출채권감소 (증가)	(120)	(23)	134	(90)	(36)
재고자산감소 (증가)	(91)	11	38	(33)	(36)
매입채무증가 (감소)	13	(10)	89	42	45
기타	25	(84)	0	0	0
투자현금	(357)	(270)	(153)	(115)	(130)
단기투자자산감소 (증가)	(6)	6	(3)	(3)	(3)
장기투자증권감소 (증가)	0	(6)	(1)	(1)	(1)
설비투자	(351)	(268)	(148)	(109)	(124)
유무형자산감소 (증가)	2	1	(0)	(0)	(0)
재무현금	373	88	94	(7)	(108)
차입금증가 (감소)	374	94	100	0	(100)
자본증가 (감소)	(5)	(6)	(6)	(7)	(8)
배당금지급	5	6	6	7	8
현금 증감	15	(47)	432	(46)	(71)
총현금흐름 (Gross CF)	191	290	230	157	193
(-) 운전자본증가 (감소)	106	28	(262)	81	27
(-) 설비투자	351	268	148	109	124
(+) 자산매각	2	1	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	(264)	(7)	344	(33)	43
(-) 기타투자	(0)	6	1	1	1
잉여현금	(263)	(13)	342	(34)	42

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

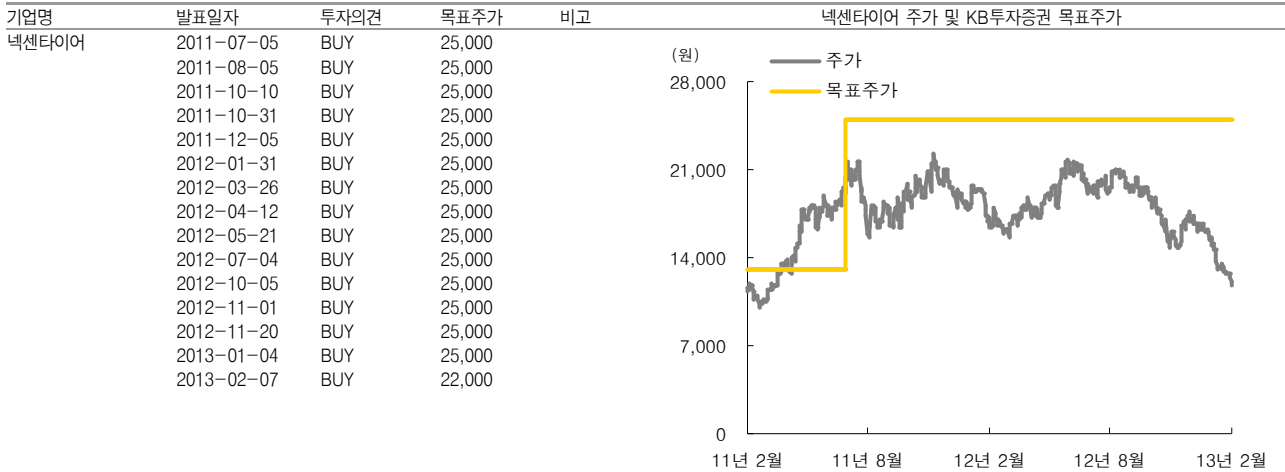
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	20.0	8.4	7.7	6.6	5.5
PBR	3.4	1.8	1.5	1.2	1.0
PSR	1.3	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/ EBITDA	15.9	9.4	6.1	5.2	4.3
배당수익률	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
EPS	925	1,401	1,547	1,803	2,161
BPS	5,511	6,629	8,020	9,642	11,590
SPS	14,099	16,768	18,806	21,483	24,379
DPS	60	60	70	80	90
수익성지표 (%)					
ROA	5.7	6.8	6.7	7.1	8.2
ROE	17.1	21.5	19.7	19.1	19.0
ROIC	8.0	10.5	11.7	13.9	15.1
안정성지표 (% , X)					
부채비율	236.7	200.3	189.6	152.4	114.3
순차입비율	146.3	132.0	68.4	51.2	31.5
유동비율	97.0	106.8	129.6	132.9	126.0
이자보상배율	16.2	7.1	7.1	7.8	11.0
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	6.9	5.8	8.0	10.1	8.9
재고자산회전율	6.2	6.3	7.8	8.9	8.9
자산/자본구조 (%)					
투자자본	87.7	88.8	67.8	70.8	74.0
차입금	62.3	59.6	57.4	50.5	40.4

주: EPS는 완전회석 EPS, K-IFRS 기준

Compliance Notice

2013년 2월 7일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.