BUYSIGNAL
VALUE-INVESTING
ACADEMIA

Company Report 2024.09.07

넥센타이어(002305)

- **해외 시장 성장에 가속도를 붙일 유럽2공장**
- **고인치 타이어로의 믹스 개선으로 수익성 향상 기대**
- **RE와 OE 매출 모두 순항 중. 전방 산업 자동차 수요 증가 기대**
- **차입금 증가로 인한 현금유동성 리스크는 지켜봐야**
- **2024.09.05 종가 7,540원, 24% upside, 목표주가 9,367원 제시**

Signal 1: 유럽 2 공장의 Ramp-up

동사는 유럽 수요 대응을 위해 약 5,000 억 원을 투자하여 유럽 2 공장 설립을 진행하였고, '23 년 말 증설이 완료되어 1Q24 부터 가동을 시작하였다. 향후 점진적인 가동률 상승을 통해 현지 생산을 통한 안정적인 수요 대응 및 OE 계약 확대, 기존 유럽 지역으로 수출하던 물량을 유럽 외 지역에 재분배하여 해외 사업 확장, 고정비 감소와 같은 규모의 경제 효과와 원재료 통합 구매에 따른 매출원가 축소 및 영업이익률 향상을 기대할 수 있다. 유럽 2 공장 효과가 드러날 앞으로를 기대할 수 있는 시점이다.

Signal 2: 고부가가치·고마진 제품 확대

저인치 타이어에 비해 마진율이 4배 가량 높은 고인치 타이어의 판매 비중이 늘어나고 있다. SUV와 EV 등 차체가 무거워짐에 따라 고인치 타이어 수요가 늘어남에 따라 동사의 고인치 타이어 판매 비중은 2Q24 기준 약34%로 역대 최고치를 달성하였다. 동사는 AI 딥러닝 기반의 노이즈 최적화 등 자체 기술력을 통해 EV 타이어를 생산 중이며 점진적으로 OE향 EV 공급 물량 비중 확대를 진행하며 고마진 EV 시장을 적극 타겟팅 중이다. 타이어 후발주자인 동사지만, 고인치 타이어의 전신인 UHPT에 선제적인 투자와 집중을 해온 끝에 그 빛을 볼 준비가 되어 있다.

Signal 3: 프리미엄 브랜드와의 OE 계약

동사는 '23 년 페라리, 벤츠, BMW 와 OE 계약을 체결하여 4 대 프리미엄 완성차 업체에 OE 공급을 달성하였다. 이들 4 개 업체 대상으로 OE 공급 중인 타이어 업체는 동사를 포함하여 전 세계 10 개 내외에 불과하다. 동사는 '24 년 6 월 말 기준 115 개 차종에 OE 공급 중에 있다. 프리미엄 OE 공급망 확대는 세계 시장에서의 동사 인지도 및 신뢰도 향상으로 이어지며, 프리미엄 브랜드의 차종들은 고인치 타이어 사용 비중이 높기에 고인치 타이어 비중 매출 믹스 전략에 기여할 수 있다.

Opinion

Buy

현재 주가	7,540
목표 주가	9,367
상승 여력	24%

Price trend (1 year)

Stock indicator

시가총액(원)	7,364 억 원
발행주식수(주)	6,500,000
52 주 최고(원)	9,670
52 주 최저(원)	6,860
주요주주지분율(%)	44.95
23 년 배당수익률(%)	1.4

Team 4

방준식 김미진
박민재 박태민
이준수 오수연
정정환

CONTENTS

기업 개요 3

산업 분석 7

기업 주요사항 17

투자 포인트 26

리스크 30

밸류에이션 33

I. 기업 개요

1) 기업 설명

넥센타이어는 1942년 6월 홍아고무공업사로 시작한 후, 홍아타이어로 이름을 바꾼 뒤 1956년 6월 국내 최초로 자동차용 타이어를 생산했다. 이후 원풍산업 그리고 국제그룹으로 주인이 바뀐 끝에 우성산업이 타이어 사업을 인수하면서 '86 년 2 월 주식회사우성산업으로 이름이 또 다시 바뀌었다. '87 년 7 월 세계 1 위 타이어 회사 프랑스의 미쉐린과 함께 미쉐린코리아타이어㈜를 설립하여 현재 동사의 본사가 있는 양산 공장을 설립하였다. '81 년 미쉐린과의 합작법인이 종료되고 '96 년 우성타이어가 부도를 맞게 되면서 '99 년 홍아타이어공업에 다시 인수되었고, '00 년 2 월 동사는 지금의 '넥센타이어' 이름을 얻게 되었다.

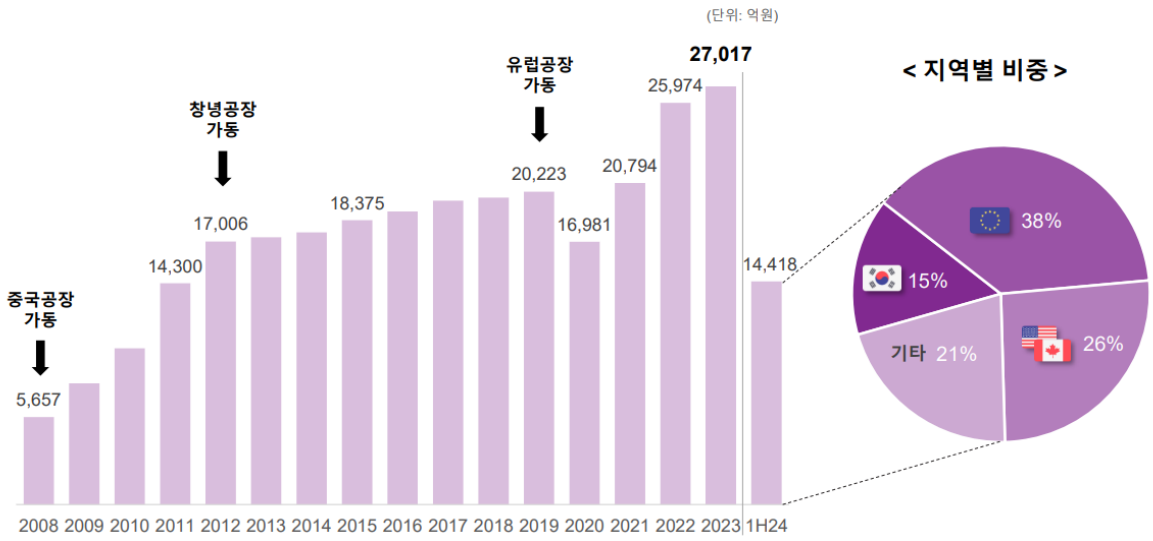
동사는 지주회사 '넥센'의 종속회사이다. 동사는 넥센의 매출액 89%('23 년 기준)을 차지하며 동사의 실적은 넥센과 연동된다고 할 수 있다. 동사 외에 넥센의 주요 종속회사는 부산 및 경남 지역의 민영 방송사 KNN, 부동산 임대 및 매매 사업을 영위하는 넥센디앤에스, 중국 청도에 위치해 타이어용 튜브를 제조 및 판매하는 Qingdao Nexen, 타이어 수출입 운송을 위한 물류업을 영위하는 Nexen Tire America 와 Nexen Europe 등이 있다.

2) 사업 설명

동사는 타이어 제조, 판매 기업으로 사업 부문은 타이어를 생산, 판매, 렌탈하고 있는 '타이어 부문(99.79%)'과 운송보관, 금형 그리고 제과제빵 등의 '비타이어 부문'으로 크게 나눌 수 있다. 판매경로의 경우, 국내 15%, 해외 85%로 '24 년 1 분기 기준, 유럽 38%, 북미 26%, 한국 15%, 기타 21%의 매출 비중을 가지고 있다.

동사 제품의 생산 공장은 양산과 창녕, 해외인 청도, 체코에 총 4 개의 공장을 가동 중에 있으며, 전체 생산량 중 65%는 국내 공장에서 담당하고 있다. 수출 비중이 높은 동사이기에, 해외 생산 거점을 순차적으로 확대하고 있으며 현재 완공되어 Ramp-Up 중인 유럽 2 공장(체코)의 향후 가동률 확대에 따라 국내 생산 비중은 지속적으로 낮아질 전망이다. 이 외에도 기술 개발을 위해 한국, 미국, 중국, 독일에 총 4 개의 R&D 센터를 배치, 8 개의 해외 현지 법인과 12 개의 지점을 통해 글로벌 판매 네트워크를 구축하고 이를 꾸준하게 확장하고 있다.

그림 1) 동사 매출 추이 및 지역별 비중

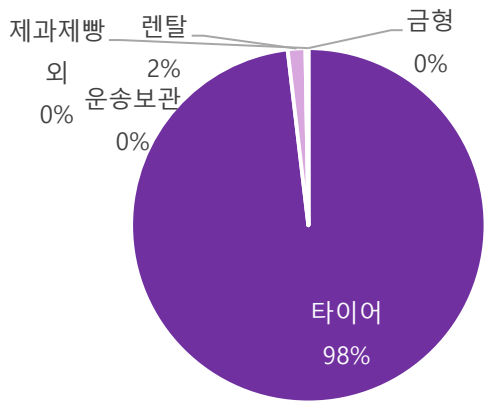


자료: 동사 IR

3) 제품 설명

동사의 2Q24 기준 매출의 98.34%를 차지하는 타이어 주요 제품은 크게 5 가지로 분류할 수 있다. 승용차용 '초고성능타이어(UHP)/고성능타이어(HP)' 라인업, SUV 와 벤, 트럭을 위한 'SUV/4X4(사륜용), 겨울용 타이어인 'Winter', 고출력인 전기차의 특수성을 고려한 타이어 라인업인 'Competition'으로 나눌 수 있다.

그림 2) 동사 매출 비중



자료: 동사 사업보고서, 바이시그널 2 조

일반적으로 타이어의 종류는 강도별로 승용차용(PC), 소형트럭용(LT), 트럭버스용(TB)로 나눌 수 있다. 동사의 경우 세계 30 대 타이어 제조사 중 유일하게 트럭이나 버스용 타이어(TB)를 생산하지 않고 고마진인 승용차용(PC) 및 소형트럭용(LT) 사업만을 영위하고 있다는 특징이 있다.

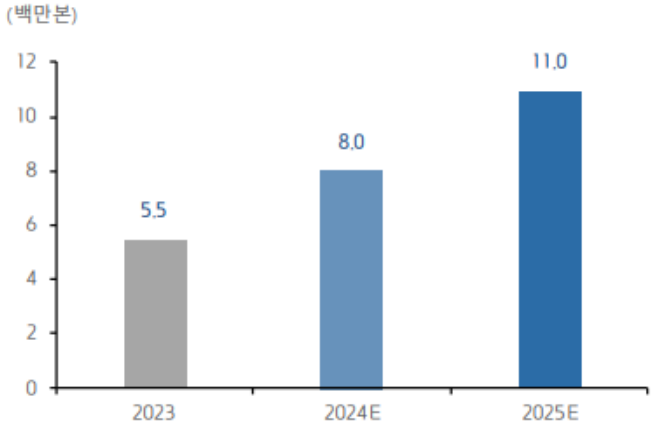
이에 더해 동사는 타이어 업계의 후발주자이기에, 제품의 기술경쟁력을 지속적으로 향상시켜 완성차 업체의 엄격한 요구 기술 수준을 달성해 왔으며, 신규 OE 공급 및 계약을 이어나가고 있다.

4) 분석 선정 이유

(1) 유럽 2공장 가동률 향상

'21 년 증설을 시작한 유럽 2 공장이 지난 '23 년 12 월 준공하여 '24 년 초 가동을 시작했으며 상반기 20~30% 가동률을 보이고 있다. 유럽 2 공장 건설으로 연간 550 만 본 수준이었던 유럽 공장 생산량을 추가 550 만 본으로 연간 총 1,100 만 본까지 생산능력을 끌어올릴 수 있을 것으로 기대된다. 하반기까지 50%(약 800 만 본), 내년에는 그 이상으로 가동률이 상승할 것으로 내다보고 있다. 유럽 2 공장의 가동률이 높아지면 ①유럽 타이어 시장의 빠른 수요 증가 속도에 맞추어 현지 수요에 안정적으로 대응할 수 있다는 점, ②지정학적 요인 등으로 해상운임이 불안정한 시기에 비용 절감 효과를 기대할 수 있다는 점, ③한국에서 유럽으로 수출하던 900 만본에 가까운 물량을 유럽 외 지역에 재분배하여 전 지역에서의 고른 성장 기반을 마련할 수 있다는 점을 기대할 수 있다. 앞으로 유럽공장의 가동률 향상 및 Ramp-Up 속도에 따라 추가적인 수익성 개선을 기대해 볼만 한 시점이다.

그림 3) 동사 체코공장 생산능력 확대 추이 및



자료: 키움증권

(2) 고마진 타이어 수요 확대

'24 년 2 분기 고인치 타이어 비중은 YoY 기준 유럽 +4.9%p, 국내 +6.9%p, 기타 +2%p 로 글로벌 지역 전반에서 SUV 와 EV 수요 확대와 함께 증가 중에 있다. 저인치 대비 고인치 타이어의 ASP 는 평균적으로 15~20% 높기 때문에 고인치 제품 판매 확대는 타이어 사의 매출 및 수익성 증대에 긍정적이다. 고마진, 고인치 타이어로 포트폴리오를 개선하는 것이 기업의 생존과 직결되는 현재, 계속해서 타이어 사의 후발주자로서 R&D 에 많은 투자를 해 온 동사의 성장에 가속도가 붙을 시점이다.

Ⅱ. 산업 분석

1) 산업 개요

타이어 산업은 타이어를 제조, 유통하는 산업으로 제조설비 구축에 상당한 규모의 투자가 필요한 자본집약적 산업인 동시에 고무 가공 산업의 특성상 전체 공정을 자동화하는 데에 제약이 존재해 인력에 의존해야 하는 노동집약적 산업이며 대량생산을 동반하고 차량 운전자의 안전과 직접적으로 관련되는 제품이기에 조정 안정성, 제동성 등의 기본적인 요소와 친환경, 저소음 등 소비자의 다양한 요구를 만족하기 위해 지속적인 연구개발이 필요한 기술집약적 산업이다. 한편 동 산업은 자동차 산업의 후방산업으로서 자동차 수요 변화에 큰 영향을 받는데 신차용 타이어의 수요는 자동차 생산량에 비례하고 교체용 타이어의 수요는 운전자들의 평균 운행 거리에 비례하는 특성을 가지고 있다. 또한 타이어의 주요 원재료는 천연고무와 합성고무, 카본블랙 등 석유화학제품으로 모든 원재료가 원재료를 수입하는 국내업체로부터 조달되고 있는 만큼 동 산업은 환율 변동과 유가의 국제 시황 등에 민감한 해외 의존도가 높은 산업이라고 할 수 있다.

타이어시장은 수요에 따라 신차용 타이어인 OE(Original Equipment) 시장과 교체용 타이어인 RE(Replacement Equipment) 시장으로 구분된다. 글로벌 타이어 수요는 OE 시장이 30%, RE 시장이 70%를 차지하고 있다. OE 시장은 완성차 OEM 업체들이 새로 생산하는 차량에 장착하기 위해 타이어 제조사와 공급 계약을 맺는 시장으로 B2B 의 성격을 띈다. OE 타이어 공급 계약은 일반적으로 장기 계약으로 이루어져 특정 차량 모델의 생산 주기 동안 동일한 타이어가 사용되기에 안정적인 수익을 창출할 수 있으나, 가격 경쟁이 치열해 마진율이 낮아질 수 있다. 최근에는 전기차 시장이 크게 성장함에 따라 전기차에 특화된 OE 타이어의 수요가 증가하고 있으며, 동 시장에서의 경쟁이 심화되고 있는 추세이다.

RE 시장은 차량 소유자들이 기존에 사용하던 타이어를 교체하는 시장으로 B2C 의 성격을 띈다. 타이어 교체 시 소비자들이 품질과 브랜드를 중요시하고, 교체 주기마다 반복적인 수요가 발생하기에 RE 시장은 OE 시장보다 마진율이 높다. 일반적인 타이어의 수명은 1 년에 20,000km 를 주행했을 때 3 년(최대 60,000km)이라고 알려져 있으며, 전기차용 타이어의 교체 주기는 전기차의 무게와 가속력 등의 요인으로 인해 상대적으로 마모가 빨라 2 년(최대 40,000km)으로 짧다. RE 시장은 경기 침체 시 소비자들에게서 타이어 교체를 미루는 경향을 확인할 수 있어 경제 상황에 어느 정도 민감하게 반응한다고 할 수 있으나, 경기 변동은 오히려 신차 수요와 더욱 밀접한 관계에 놓여 있고 자동차 운행거리 및 차량 보유 대수가 급격히 줄어들지 않는 한 기존에 운행 중인 차량의 타이어의 교체 주기 도래에 따라 꾸준한 수요가 발생하기에 OE 시장에 비해서는 상대적으로 경기 변동에 적은 영향을 받는다. 또한 타이어 산업 내 RE 시장의 구성 비율이 OE 시장보다 높은 편이기 때문에 전체적인 타이어 산업은 경기 변동의 영향을 비교적 적게 받게 된다. 동 산업은 중국 및 신흥

국가들의 경제 발전에 따라 견조한 수요 성장세가 지속되고 있으며 친환경 전동화로의 급격한 트렌드의 변화가 일어남에 따라 환경규제 수준이 높은 선진국을 중심으로 향후 OE 시장의 확대가 전망된다.

	주 유통채널	수요 변동 요인 및 기타
OE타이어	완성차 OEM업체와의 공급 계약	① 통상 생산(매출)2년전 수주 ② 완성차업체는 차량 모델별 타이어 발주 ③ 모델당 스펙에 따라 2개 이상 업체에 발주하는 경향 ④ 글로벌 자동차 생산량(수요)에 비례 ⑤ 1Tier 업체 제품가격의 단위 변동 시, 낮은 Tier 가격 변동률 큰 편, 가격 상승 국면에서 2Tier 업체의 가격 탄력성이 높음 ⑥ 판매가격 인하 없이 인상만 있는 B2B사업
RE타이어	- 일반적으로 지역별 판매법인/영업소를 운영하며 대형 딜러샵에 납품하는 형태로 도매판매 - 국내의 경우 자체 유통망을 활용한 A/S 사업도 영위: (ex. 넥센-넥스트레벨, 금호-타이어프로, 한국-티스테이션)	① 경기여건, 유가(주행거리), 소비패턴, 정부 안전규제 등에 따라 타이어 교체주기(평균 2.5년)가 짧아지거나 늘어나기도 한다. ② 재사용 타이어 등으로 OE 수요에서 RE 수요로 연결되는 선순환이 쉽지 않은 경우도 발생한다. ③ RE 타이어 북미기준 또한 승용시장이 가장 규모가 크며 평균수익성 또한 28.5%로 가장 크다.

타이어 제조업체들은 주로 시장 점유율과 브랜드 인지도, 기술력과 제품군의 범위 및 품질에 따라 종종 1 티어와 2 티어로 구분되기도 한다. 미쉐린, 브릿지스톤, 굿이어 등의 톱티어 제조사는 세계적으로 규모가 상당하며 기술적으로 앞서 있고 광범위한 제품군을 갖추고 있다. 이들은 글로벌 시장에서 높은 점유율을 차지하고 있으며 기술 혁신 및 품질 관리에 있어 선두를 달리고 있다. 한국타이어나 요코하마 등 2 티어 타이어 제조사들은 시장 점유율이나 브랜드 인지도에 있어서는 1 티어 제조사에 비해서 다소 뒤쳐지지만, 여전히 신뢰할 수 있는 제품과 기술력을 지닌 기업들로 가격 대비 성능이 뛰어난 제품들을 제공한다는 특징을 가진다.

Top tier	미쉐린(15%), 브릿지스톤(13.6%), 굿이어(7.5%), 콘티넨탈(6.5%)	- 상위 4개 사 42.6%로(2024년 기준) 과점 형성 - 2006년 59.5% 대비 영향력 축소
2nd Tier	스미토모(4.2%), 한국타이어(3.5%), 피렐리(3.2%), 요코하마(2.8%) 등	- 점유율 기준 2~4% 사이에 위치

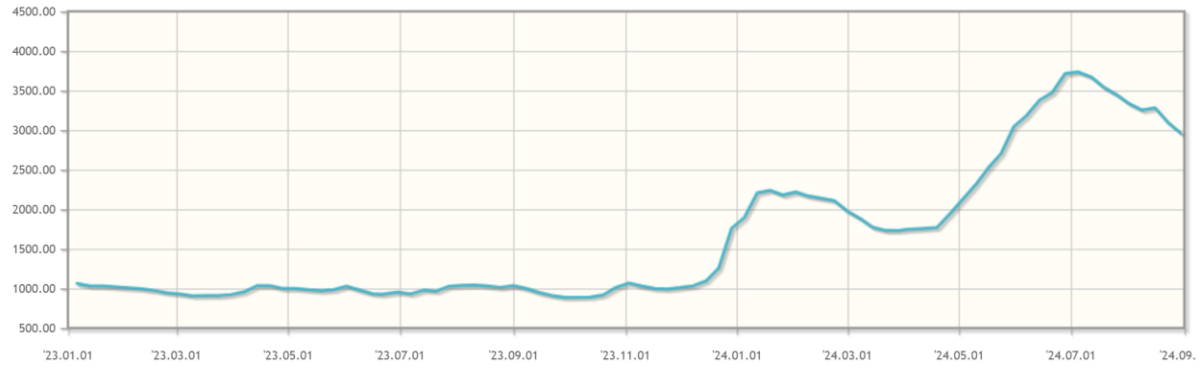
2) 주요 PQC 요소

[P] 타이어 시장은 미쉐린 등 1 티어 기업들이 판가를 상승시키면 2 티어 기업들의 판가 상승이 후행되는 특성을 가진다. '20~'23 년 동안 미쉐린은 여러 차례에 걸친 가격 인상을 통해 20~30%의 인상률을 기록했으며 이에 따라 많은 기업이 판가를 인상하면서 동기간 승용차 타이어 가격 지수는 약 25% 상승하였다. 동사 또한 '24 년 9 월부터 유럽 시장에서 판매하는 타이어 가격을 인상할 예정이다.

[Q] 고인치 타이어 수요가 늘어나고 있다. 고인치 타이어는 18 인치 이상의 타이어를 말하며 SUV 수요가 늘어나고 프리미엄 차량이 확대되면서 전반적인 차량 부품 수의 증가로 무거워진 차체를 부담해야 하는 많은 신차들에도 적용되어 그 수요가 늘어나고 있다. 고인치 타이어는 마진이 높아 기술력을 가진 타이어사들은 수익성과 서장 가능성을 갖춘 고인치 타이어로의 믹스 개선을 이어 가고 있다. 특히 EV(전기차) 타이어의 경우 높은 기술력과 내구성을 요구하며 통상 내연기관에 쓰이는 타이어보다 20~30% 비싸다. 또한 무겁고 출력이 강한 전기차 특성상 타이어 교체 주기가 짧다는 점도 주목할 만하다. 일반 타이어 교체 주기는 4~5 년이지만 전기차 타이어는 2~3 년 정도로 비교적 짧다. EV 로의 모빌리티 시장의 점진적 변화는 타이어 업계에 분명한 호재이다.

[C] 타이어는 바다로 운송되기에 해상운임비에 많은 영향을 받는다. '24 년 1 분기 기준 국내 타이어 3 사의 비용 중 평균 9.2%를 운임비가 차지한다. 해상운임비는 팬데믹 기간 물류대란으로 급등하였으며 '22 년 말부터 하향 안정화되다 '23 년 말 지정학적 이슈로 일시적인 상승세를 보였다. 이후 '24 년 8 월 초까지 글로벌 물동량 증가에 따른 선박 부족, 홍해 사태 장기화 등의 영향으로 3,500 선을 넘어섰다. 그러나 '24 년 8 월 23 일 기준 SCFI(상하이컨테이너운임지수)가 3097.63 을 기록하면서 '24 년 7 월 5 일 기록한 연 고점 3733.80 과 비교하면 17%가량 낮아진 수치를 보였다. 동 수치는 8 월 30 일 2963.38 을 기록하며 3000 선을 깨고 하락하고 있으며, 선박 공급 증가 등으로 더욱 안정화될 것으로 기대된다.

그림 3) SCFI 지수



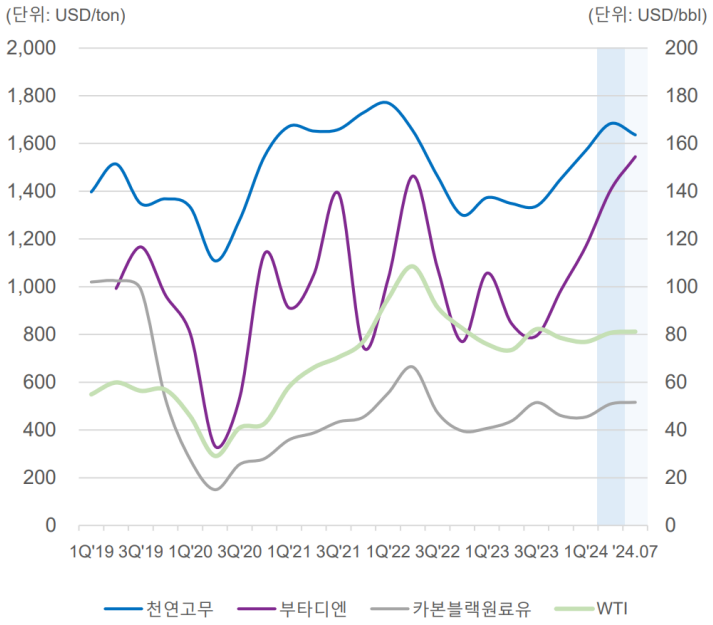
자료: Shanghai Shipping Exchange, SCFI

또한 산업의 특성상 원재료가 차지하는 비중이 매출액의 35% 정도로 적지 않은데, 특히 천연고무와 합성고무를 포함한 고무는 타이어의 생산 원가의 30%를 차지하는 핵심 원자재이다.

천연고무의 가격은 최대 생산국인 동남아시아 전역에 4 월 엘니뇨에 따른 가뭄과 6 월 라니냐에 따른 폭우 등이 잇달아 발생하며 이상 기후가 지속되고 여러 변수에 따른 공급량이 축소되면서 지속적으로 치솟은 상황이다. 이와 더불어 이번 2 분기 가격 하락을 예상하면서 천연고무의 선판매를 진행했던 딜러들이 공급 감소로 인한 급반등으로 급히 숏커버링에 나서며 수요까지 반등하며 현재의 공급 부족 상황에 기폭제로 작용해 추가적인 가격 상승을 야기할 것으로 예상된다. 동남아 지역에서의 생산 차질을 비롯하여 올해 말인 '24 년 12 월 30 일에 발효될 예정인 EU 의 삼림벌채규정(EUDR) 또한 천연고무 생산업체들의 생산 비용을 추가로 증가시켜 수급 타이트 현상에 일조할 것으로 보이기에 천연고무의 가격 상승 현상은 중장기적으로 이어질 전망이다. 실제로 세계 2 위 천연고무 생산국인 인도네시아의 경우 피크 생산 시기인 '17~'18 년 사이에는 연간 350 만 톤의 천연고무를 생산하였으나, 올해는 200 만 톤으로 '17~'18 년에 대비하여 40% 이상 생산량이 급감할 전망이다.

합성고무의 경우 또한 주요 산유국들의 원유 감산 정책과 함께 홍해 사태의 영향으로 나프타 공급에 차질이 발생, 주요 원재료인 부타디엔 생산에 필요한 원유와 나프타 가격의 급등이 존재했다. 이러한 상황 속 합성고무 업체들이 마진 하락에 대응하기 위해 생산량을 조절하고 재고 수준을 낮추며 공급량이 줄어드는 동시에 중국 자동차의 생산 호황으로 합성고무의 주요 원재료인 부타디엔의 수요는 상승하며 공급과 수요 간의 격차만큼 초과 수요가 발생하였다. 이에 추가하여 전술한 EUDR 정책의 올해 말 발효 및 중국의 이구환신 정책의 시행 등 수요 확대 요인도 맞물리게 되며 올해 하반기와 '25 년 상반기까지 고무 가격의 강세가 지속될 것으로 보인다.

그림 4) 천연고무 및 부타디엔의 가격 변화 동향



자료: 동사 IR

3) 산업 전망

3)-1 OE 및 RE 시장 전망

OE 시장은 고인치 타이어의 판매 비중 확대를 통한 믹스 개선 효과와 EV 타이어 수요의 확대로 점진적으로 확대될 전망이다. 고인치 타이어는 고급브랜드에서 다중브랜드로, EV 와 SUV 와 같은 상위 승용차급에서 하위 차급으로, OE 에서 RE 로 확산되는 경향을 보인다. 현대차의 그랜져의 경우 1986 년에는 14 인치, 2005 년에는 15 인치, 2011 년에는 17 인치, 2023 년에는 18 인치 타이어를 적용한 것을 확인할 수 있고 아우디 A4 의 경우 1991 년에는 15 인치, 2000 년에는 16 인치, 2008 년에는 17 인치, 2015 년에는 19 인치 타이어를 적용하며 고인치 타이어 적용 주기가 점점 짧아지고 있는 것을 확인할 수 있다. 시장 성장률에 있어서도 16 인치 이하 타이어가 -6%, 17 인치 이상 타이어가 21%의 평균 성장률을 보여주고 있어 고부가가치를 창출하는 고인치 타이어의 수요는 점점 확대되고 있고, 세계적으로 고인치 타이어를 필요로 하는 SUV, EV 의 인기가 증가하고 있어 그 수치가 앞으로도 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

그러나 6 월 중순 이후 미국에서 발생한 자동차 소매 딜러용 소프트웨어 해킹 이슈로 2 분기 신차 판매량은 잠시 주춤한 상태이며 5~6 월 유럽 지역의 OE 성장률이 급락하며 전체적으로 OE 시장의 성장률은 저조한 모습을 보이고 있다. 따라서 동 시장 내의 기업들은 기존 계약 물량의 매출 인식이

끝나는 4 분기부터 겨울용 타이어 등 계절적 요인에 집중해야 하는 상황에 놓여있으며, 전방 산업인 자동차 시장 역시 금리 인하 등의 비용 측면 이벤트를 제외하면 유의미한 수준의 성장을 기대하기는 힘들 것으로 판단되기에 성장세에 어느 정도의 제동이 걸릴 것으로 예상된다.

반면 RE 시장은 주요 시장을 중심으로 수요 정상화가 지속되면서, 전년의 높은 기저효과로 성장세가 다소 부진했던 중국을 제외하면 시장 수요는 견조할 것으로 판단한다. 다만 타이어 시장 전반에서 하위 티어에 위치한 타이어사들이 가격 경쟁력을 기반 삼아 공격적으로 위치를 확장해 나가는 모습을 보이면서 저가 제품으로의 Shift Down 소비 현상이 예상된다. 이에 따라 가격 경쟁이 심화됨에 따라 2 티어 제조사들은 3, 4 티어 제조사들과의 출혈 경쟁을 지양하는 동시에 프리미엄 제품 라인업을 강화하고 브랜드 인지도를 제고함으로써 상위 수요를 목표로 하는 전략을 사용할 것으로 보인다. 동 전략은 현재 북미 지역에서는 동남아산 제품 수입이 증가하는 등의 방향으로 진행되는 중이고, 이러한 전략의 영향으로 고가와 저가 타이어 시장이 확연하게 갈라지면서 각 시장의 기술 및 가격 경쟁력이 심화될 것으로 판단한다.

3)-2 글로벌 시장 전망

대한타이어산업협회에 따르면 국내 타이어 3 사는 '24 년 상반기 글로벌 시장에서 총 4,452 만 개의 타이어를 판매했는데 이는 승용차와 트럭, 버스 타이어 등 내수 및 수출 판매량을 합산한 수치로 '23 년 동기 대비 3.3% 증가했으며 '19 년 이후 5 년 만의 최고 기록이다. 수출량은 3,383 만 개로 지난해 상반기 대비 4.9% 증가했다.

- 유럽 시장 전망

수출 증가를 견인한 주요 시장은 유럽으로, 동 시장은 수익성이 높은 고인치 타이어와 전기차 타이어의 수요가 크기 때문에 국내 타이어사들은 유럽 시장에서의 점유율을 높여가고 있다. 실제로 지난 1 분기 유럽의 전기차 보급률은 15.9%로 세계 평균인 15.4%보다 높은 수치를 보여준 바 있다. 그 결과 올해 상반기 유럽으로의 수출액은 8 억 8,400 만 달러를 기록하며 전체 수출액(18 억 3,300 만 달러)의 48.2%(YoY +10%p)를 차지했다. 다만 국내 타이어 업계의 유럽 시장 확대 전략의 결과로 북미, 중남미, 아시아 등 유럽을 제외한 다른 지역으로의 수출액은 감소한 상황이다. 올해 2 분기 국내 타이어 3 사의 유럽 시장 매출 비중은 동사가 40%, 한국타이어는 40%, 금호타이어가 30%를 기록했다.

이러한 수출 비중은 국내 타이어 3 사가 유럽 시장 확대 전략의 일환으로 현지 생산 시설 투자에 나서며 앞으로 더더욱 커질 것으로 전망된다. 한국타이어는 약 7,800 억원을 투자하여 헝가리 공장을 증설 중이며 공장이 완공되는 '27 년에는 약 80 만 개를 추가로 생산할 수 있게 된다. 금호타이어는 유럽 시장의 가치를 알아보고 재무여력이 충분하지 않음에도 불구하고 유럽연합(EU) 내의 국가들을

추려 유럽 생산공장 건설 후보지로 검토 중에 있다. 동사의 경우 지난 '23 년 말 1 조 2,000 억 원을 투입해 체코 공장 설립 및 증설을 마쳤으며 올해부터 본격적으로 생산 물량을 늘려가고 있다. 이 외에도 유럽 시장은 유럽 대부분의 국가가 겨울용 타이어 장착을 의무화하는 법률이 있어 추가적인 수요가 존재한다는 것과 동 지역에서 선호도가 높은 EV 타이어의 경우 타이어 교체 주기가 2~3 년으로 짧다는 점에서 규모가 점진적으로 커질 것으로 예상된다. 시장조사업체인 퓨처마켓인사이트에 따르면 '23 년 684 억 달러의 규모를 기록한 유럽 타이어 시장은 CAGR 4.8%로 성장하여 '33 년 약 1,087 억 달러에 이를 것으로 전망된다.

- 미국 시장 전망

글로벌 타이어 시장에서 미국이 차지하는 비중은 판매량을 기준으로 약 20% 내외이며 '23 년 14.4 억본 중 약 2.9 억 본이 미국 시장에서 판매되었다. 이 중 신차용 타이어는 0.4 억 본, 교체용 타이어는 2.5 억 본으로 RE 시장에서 판매량이 가장 많은 것으로 집계되었다. '23 년 미국 자동차 시장은 전년 동기 대비 12% 증가한 1,550 만 대의 승용차 및 경트럭이 판매되었으며, 이 가운데 경트럭이 전체 시장의 80%를 차지하며 호조를 보였다. 포드의 픽업트럭과 램 픽업트럭이 나란히 판매량 1, 3 위를 차지해 여전히 픽업트럭과 SUV 가 도로를 지배하는 모습을 보여주며, 고인치 타이어의 수요 또한 꾸준히 상승하고 있는 것을 확인할 수 있었다. 또한 캘리포니아 주가 2035 년까지 내연기관 차량 판매 금지를 추진하며 정부가 전기차 구매 인센티브, 충전 인프라 자금 지원 등의 정책을 통해 전기차로의 전환을 독려하고, 테슬라와 포드, 스텔란티스 등의 업체들이 저가 전기차 판매 경쟁이 뛰어들며 미국에서의 전기차 판매량은 '27 년 기준 450 만 대에 이를 것으로 전망되고 있기에 후방 산업인 타이어 시장 또한 크게 성장할 것으로 예상된다.

다만 최근 미국과 캐나다에서 각각 항만과 철도 노동자들의 파업이 예상되면서 글로벌 공급망에 큰 혼란이 우려되고 있다는 점을 예의 주시해야 한다. 미국 동부 항만 노동자들은 자동화와 임금 문제로 협상을 중단한 상태이며 캐나다의 철도 노동자들은 정부의 개입으로 파업을 중단하고 업무로 복귀한 상태지만 여전히 파업이 발생할 가능성이 남아있다. '22 년 LA 항 파업이 발생했을 때 아시아에서 수입되는 화물의 40%를 처리하는 동 항구의 물동량이 크게 감소하며 글로벌 공급망에 큰 영향을 미친 바 있기에 이를 주의 깊게 살펴봐야 한다. 한편 국내 타이어 3 사의 북미 지역 매출은 각각 전체 매출의 30% 내외를 차지하고 있다. 한국타이어는 한국, 인도네시아, 미국을 통해, 금호타이어는 한국과 베트남을 통해, 동사는 국내 공장을 통해 북미 지역에 수출하는 타이어를 생산하고 있으며 매출 비중은 순서대로 27.3%, 30.8%, 27% 순이다.

4) 경쟁 현황

4)-1 국내 경쟁 현황

국내 타이어 시장(RE)은 '23 년 상반기 기준 동사와 한국타이어, 금호타이어가 전체 시장의 약 81%를 과점하고 있는 형태로 이루어져 있다. 한국타이어가 32%를, 금호타이어가 29%를, 동사가 20%를 차지하고 있으며 미쉐린(7%)과 콘티넨탈(4%) 등 수입 브랜드는 모두 한 자릿수 점유율을 기록했다. 차량 원산지별로 국산차의 87%, 수입차의 61%가 국산 3 사를 선택했다. 타이어 교체 시 5 명 중 4 명이 국산 타이어를 선택했으며 국산차 보유자 중에는 10 명 중 9 명이, 수입차 보유자는 5 명 중 3 명이 국산을 선택해 수입 비율을 크게 앞서는 모습을 보이며 해외 유수 브랜드가 국내 시장에서는 큰 힘을 발휘하지 못함을 확인할 수 있다. 국내 시장에서도 EV 와 SUV 판매가 확대되며 고인치 타이어의 비중이 커지는 추세로 '23 년 기준 고인치로 분류되는 18 인치 이상이 54%로 매출의 과반수를 차지했다. 고인치 타이어의 마진율은 저인치 타이어의 마진보다 평균 3.4 배~4 배 더 높아 수익성이 뛰어나기에, 국내 3 사는 현재 고인치 위주의 매출 믹스 구성 전략을 펼치고 있다.

금호타이어의 올해 2 분기 실적은 OE 시장과 RE 시장에서의 성장 및 고인치와 EV 등 고수익 타이어의 매출 확대를 기반으로 1.13 조원의 매출(YoY +12.7%)과 1,515 억원의 영업이익(YoY +72%)을 달성했다. 40%의 매출을 유럽 시장에서 벌어들이며 유럽에 집중하고 있는 동사와 달리 금호타이어는 북미 시장에서 약 29%, 유럽에서 약 28%의 매출을 고르게 벌어들이며 두 시장에 모두 집중하는 모습을 보여주었다. 전술한 바와 같이 금호타이어 또한 유럽 시장의 성장 가능성을 파악하고 동유럽에 1 조원 이상을 투입해 공장을 신설하는 방안을 검토 중이지만 미국 조지아 공장의 연이은 적자와 충분하지 않은 재무여력이 발목을 잡고 있는 상황이다. 조지아 공장은 최근 4 개 분기 연속으로 적자를 기록하였고 올해 6 월 말 기준 금호타이어의 차입금 규모는 2 조 934 억원으로 1 조 6,335 억원의 자기자본을 훨씬 상회하는 모습을 보여주며, 차입금 의존도는 42%를 기록했다. 동 지표는 통상 30% 이하일 때 안정적이라고 평가받기에 금호의 재무 건전성은 빨간불이 켜져 있는 상태라고 할 수 있으며, '22 년부터 꾸준히 차입금을 줄이며 재무구조 개선에 나섰던 금호타이어 입장에서 유럽 공장 투자는 부담 요소로 작용할 수밖에 없기에 유럽 시장 착공은 '27 년이 지나서야 가능할 것으로 고려된다.

한편 금호 타이어의 노동조합은 사측의 성의 없는 태도를 지적하고 처우 개선을 요구하며 '24 년 8 월 28 일부터 이틀 간 경고성 파업을 진행한 바 있다. 회사 경쟁력 후퇴를 우려한 사측이 제시한 격려금 500 만원 지급, 기본급 3% 임금인상 등의 조항을 무기한 파업 돌입 하루 전 노조가 수용하며 극적 타결점을 찾았으나 이번 위기를 넘기더라도 타이어 3 사 중 가장 낮은 임금, 잦은 사망사고 등으로 인한 노조의 불만은 여전하기에 상당한 갈등이 남아있을 것으로 예상된다. 감사보고서에 따르면 금호타이어 근로자들의 평균 임금은 7,100 만원으로 한국타이어(8,500 만원),

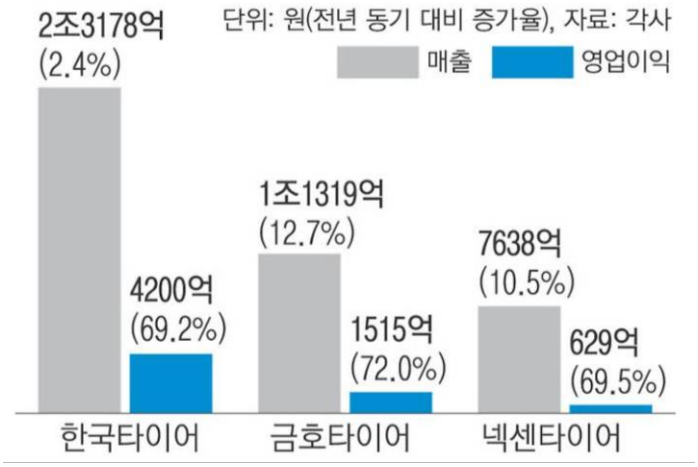
동사(7,600 만원)보다 낮다. 3 사 평균(7,730 만원)과 비교해도 600 만원 이상 차이를 보이며 올해 금호타이어의 국내 사업장에서 3 명, 해외 사업장에서 1 명 등 총 4 명이 사망할 정도로 사망사고도 잦은 편에 속한다.

금호타이어 노조는 지난 2009 년에서 2015 년까지 6 연간 총 160 일에 걸쳐 파업을 진행한 바 있는데 연도별 추정 생산차질 액수는 2009 년 1,235 억원에서 2012 년 1,622 억원, 2014 년 115 억원, 2015 년 1,521 억원 등으로 총 4,493 억원에 달했다. 금호타이어가 부침을 겪는 사이 한국타이어와 동사는 빠르게 체제를 정비하고 설비능력 확충 및 제품 마케팅 강화에 나서며 글로벌 순위를 끌어올렸으며, 금호타이어는 동 기간 10 위권 안에서 18 위로 급락하며 후발주자인 동사에 국내 시장 2 위 자리를 내줄 뻔한 상황까지 내몰렸었다. 따라서 금호타이어는 노조와의 협상을 통해 장기 파업을 반드시 피하는 것이 현재 중요한 과제로 고려되어지고 있다.

한국타이어의 올해 2 분기 실적 또한 고수익 타이어의 매출 확대를 통한 믹스 개선 및 안정적인 판가 유지를 기반으로 2.31 조원의 매출(YoY +2.4%)과 4,200 억원의 영업이익(YoY +69.2%)을 달성했다. 한국타이어의 경우 동사와 비슷하게 유럽으로의 매출 비중이 40%로 가장 높았으며 북미로의 매출 비중이 25.75%로 그 뒤를 따랐다. 한국타이어는 '23 년 8 월부터 12 억 달러를 투자해 미국 테네시 공장 2 단계 증설을 착공하였으며, '26 년 증설 이후 미국 공장의 CAPA 는 550 만개에서 1,100 만개로 늘어날 전망이다. 미국 대선이 다가옴에 따라 국내 타이어 3 사는 트럼프의 관세 정책 시행 가능성을 무시할 수 없게 되었는데 그 중에서도 한국타이어는 미국 공장을 증설, 미국 현지생산 및 판매를 확대하며 기존에 북미 수출 물량의 약 30% 내외를 생산해 온 국내 공장에의 의존도를 낮추고 향후 관세 정책 변경에도 관련 원가 부담을 점진적으로 완화할 수 있을 것으로 보인다.

한편 한온시스템은 '24 년 5 월 3 일 한온시스템 최대주주인 한앤컴퍼니 지분(50.5%)의 절반(25%)을 한국타이어에 1 조 3679 억 원으로 매각하는 안에 의결했는데, 한국타이어는 '14 년 1 조 800 억 원을 투자하여 한온시스템 지분 19.5%를 가지고 있는 상태였기에 유상증자를 통해 발행되는 신주 12.2%를 추가로 취득한다면 지분 50.5%를 확보해 최대 주주로 올라설 수 있다. 한온시스템은 세계 2 위 자동차 열관리 기업으로, 이번 인수로 한국타이어가 타이어, 배터리, 자동차 열관리 시스템까지 자동차 종합 부품 기업으로 입지를 넓힐 수 있을 것이라 기대되었지만 한온시스템 주가가 급락한 데다 한온시스템 노조의 인수 반대 움직임이 심상치 않고, 이에 더해 한국타이어가 제시한 인수대금이 지나치게 높다는 내외부의 지적이 나오며 딜이 위기에 처한 상태이다. 한국타이어와 한앤컴퍼니가 맺기로 했던 주식매매계약(SPA) 본계약 체결 시한이 무기한 연기됐으며 '24 년 8 월 3 일로 예상했던 유상증자 납입도 함께 미뤄진 상황이다.

그림 5) 국내 타이어 3 사 2Q24 실적



자료: 각 사 분기보고서

4)-2 글로벌 경쟁 현황

글로벌 타이어 시장은 미국과 일본, 유럽 등 선진국 타이어 업체들과 한국과 중국, 인도 등의 타이어 업체들 간 치열한 시장 점유율 경쟁이 이뤄지고 있다. '24 년 글로벌 시장 조사기관 크레덴스 리서치가 '23 년 매출액과 시장 지배력 등을 고려하여 내린 종합적인 평가인 글로벌 100 대 타이어 업체 순위에서 한국타이어는 8 위, 금호타이어는 12 위, 동사는 17 위를 기록했다. 동 지표에서는 미쉐린이 1 위를, 브릿지스톤과 굿이어, 콘티넨탈이 각각 2 위와 3 위, 4 위를 기록했다. 이들은 전 세계 타이어 시장 점유율의 42.6%를 차지하고 있으며 국내 타이어 3 사(한국, 금호, 넥센)의 매출을 모두 합해도 2 위의 브릿지스톤의 매출보다 낮은 수준이다. 전통적인 자동차 강국인 유럽과 미국, 일본을 등에 업은 기업들과 비교했을 때 국내 기업들의 경쟁력은 낮은데 타국적 기업의 공장들은 굳이 높은 운임비와 원자재 및 반덤핑 등의 리스크를 감수하며 국내 기업의 제품을 사용할 이유가 없고 상대적으로 고가의 자동차 제조사들이 위치한 국가의 소비자들은 저가보다 고가의 타이어를 희망하기 때문이다. 물론 고급성과 안전성, 주행성에서도 품질과 성능의 차이가 존재한다.

Ⅲ. 기업 주요사항

1) 사업

1)-1 사업 분야

동사는 국내 본사를 중심으로 중국, 미주, 유럽, 중동, 동남아, 오세아니아 등 글로벌판매네트워크를 통해 타이어를 제조, 판매하는 기업이다. 타이어시장은 신차용 타이어인 OE 시장과 교체용 타이어인 RE 시장으로 구분된다. **타이어 부문의 매출이 전체 매출의 약 99%를 차지**한다. 특히 **해외 매출 비중이 85%를 차지**하며 유럽, 미국 등 빅마켓 위주의 해외지역에서 사업을 영위하고 있다.

그림 1) 동사 매출 비중

(단위 : 백만원)

사업부문	매출유형	품 목		제67기 반기	제66기 반기	제65기 반기
타이어	제품	타이어	한국	196,391	200,714	175,151
			해외	2,015,244	1,851,156	1,681,007
			합계	2,211,635	2,051,870	1,856,158
	기타	임대,렌탈 및 용역 등	한국	22,773	17,687	18,024
			해외	10,489	8,701	8,225
			합계	33,262	26,388	26,249
비타이어	운송보관	운송보관수익	한국	7,611	7,402	6,934
비타이어	금형	타이어 몰드	해외	2,736	907	1,952
비타이어	제과제빵 외	제과제빵 외	한국 해외	707	591	581
내부거래제거				(814,114)	(756,147)	(705,532)
합 계				1,441,837	1,331,011	1,186,342

자료: 동사 사업보고서

판매방식에서는 국내와 해외 사이에 차이가 있다. 내수시장부터 살펴보면, OE 시장에서는 자동차기업에 직접 납품하고, RE 시장에서는 직거래 혹은 대리점을 거쳐 소매점에서 소비자에게 판매하는 방식이다. 해외시장에서는 직거래, 판매법인, 본사의 중계무역 등의 방식으로 자동차회사와 바이어에 인도하는 방식을 사용하고 있다.

상대적으로 시장 점유율이 떨어지는 상황에서 동사는 영업 기반의 글로벌 마케팅 체계를 구축하여 R&D 를 통한 고부가가치 제품 생산과 기술 개발을 통해 고객만족주의 전략경영을 추구한다. 또한

소비재 특성상 중요한 브랜드 노출을 위해 스포츠마케팅 등을 통해 브랜드 인지도 향상에도 초점을 두고 A/S 및 렌탈 서비스 등 기존 타이어 시장에서 존재하지 않던 서비스를 통해 신규 고객 유치에 힘을 쏟고 있다. 동사가 국내 최초로 도입한 "타이어 렌탈 서비스"는 타이어를 일시에 교체하는데 드는 가격부담을 해소하고 정기적인 사후관리를 받을 수 있으며, 필요한 기간만큼만 사용함으로써 자원활용의 효율화를 높여 매출 다각화 및 시장 경쟁력 증강 수단으로 사용하고 있다.

1)-2 제품 분야

주요 품목으로는 다양한 브랜드를 보유하고 있다. 그러나 각 모델마다 수출 및 내수에 차이가 존재하며 성능과 가격 역시 천차만별이다.

그림 2) 주요 제품

자료: 동사 IR

엔페라 시리즈 - 동사의 플래그십 브랜드이다. 기존의 플래그십 라인업이던 N 시리즈를 대체하였다. N 시리즈가 타사 최고급 모델보다는 조금 떨어지고, 중급형 모델보다는 좀더 좋은정도의 평가를 받았던 정도였지만, 엔페라 시리즈는 각종 평가에서 한국이나 금호타이어의 플래그십 모델들과 비교평가에도, 일부의 몇몇 항목에서는 오히려 타사 제품을 능가하는 모습을 보여주는 훌륭한 모습을 보인다.

엔프리즈 시리즈 - 동사의 중간 라인 브랜드이다. 비슷한 포지션에 있었던 주력 제품군인 CP 시리즈(특히 CP672)를 대체하였다. AH8 은 중상, AH5 는 중저가 라인업에 포지셔닝되어 있다. 주력인 AH8 의 경우 가격이 타사의 동급 타이어보다 저렴하여 가성비 타이어로 통하고 있다. AH8 은

자동차전문지의 비교 평가에서 타사의 중상급 주력 타이어에 성능적으로 밀리지 않으면서 가격은 저렴하게 나와 가성비가 높다는 평가를 받았다. OE 용 엔프리즈 S 가 코나와 경차급에 출고타이어로 납품하며 경쟁제품 TA31, 키너지 GT 점유율을 깎고 있다.

윈가드 시리즈 - 윈터 타이어 브랜드이다. 로디안과 마찬가지로 구형 모델들만 내수에 팔며, 신형모델들은 수출판매만 한다. 특히 겨울철 온도가 급격히 내려가고 눈이 많이 내리는 유럽 특성상 유럽의 3, 4 분기 매출 상승에 주요 요인으로 작용하는 요소이다.

그림 3) 타이어 가격 추이

(단위 : 원)

품 목	대상회사	제67기 반기	제66기	제65기
타이어	넥센타이어(주)	65,288	63,874	63,348

자료: 동사 사업보고서

타이어의 매출평균가격은 꾸준히 상승하였고, 특히 24 년 반기 기준으로 약 1,400 원 정도 상승하면서 기존 상승률보다 크게 상승했다. 이러한 가격 상승의 원인은 매출된 상품 구성의 변화에 기인한다. 평균적으로 SUV 및 전기차 타이거 가격이 높게 책정되는 상황에서 SUV 수요 증가 및 전기차 타이어 교체시기가 맞물리며 두 제품의 매출 비중이 상승하였다. 또한, 전 지역 고인치 비중이 35.8%(YoY +4.8%p)라는 사실을 통해 확실한 믹스 개선이 있었다는 사실을 알 수 있다.

이에 더해 이상기후 및 공급량 조절 등으로 2023 년 말부터 고무가격 상승세가 지속되었고 중국산 관세부과/인상에 대비한 미국향 물량증가, 중국 등 수요 측면의 펀더멘털 개선에 따른 물동량 증가 등으로 선박 부족 및 운임 상승 현상이 발생 등 복합적인 요인이 P 의 상승요인으로 작용한 것으로 판단된다.

2) 자세한 매출 경로와 실적

'24 년 2 분기 매출액 7,638 억원(+10.5% (YOY), +19.6%(QoQ))으로 사상 최대 분기 매출액 경신했다. 이는 Q 의 증가와 동시에 안정적으로 ASP 도 유지되고 환율 효과도 더해진 영향으로 판단된다. 특히 5 월 이후 해상운임 급등 등 및 선박 확보 경쟁 등 수출 판매에 대한 비우호적 환경에도 불구하고 선박 확보 노력과 함께 기수주 물량 활용하며 고인치 등 고부가가치 제품 판매 확대 등을 반영하였다. 여기에 고무 가격 상승에도 당사의 최근 구매 단가 기준으로 이러한 시장상황이 장기계약과 전략적 구매를 통해 전적으로 반영되지는 않은 상황까지 더해지며 영업이익률까지

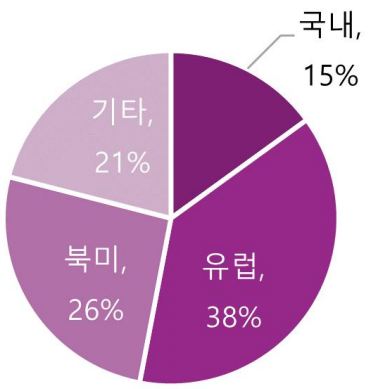
상승시킨 것으로 판단된다. 영업이익은 629 억원으로, 영업이익률 8.2% 달성하며 전년 동기 대비 2.9%p, 전분 기 대비 2.1%p 증가한 수치이다.

동사의 수익성과 직결되는 원재료 조달 관련은 모두 한국법인에서 담당하고 있다. 대부분의 해외법인이 판매법인이기 때문에 유럽공장에만 원재료를 조달해주면 되기 때문이다. 조달 기업 역시 효성, 금호석유화학, LG 화학 등의 국내 기업이다. 이러한 이유로 동남아를 통해 공급받는 천연고무는 유럽 공장으로 직배송, 합성고무와 카본블랙과 같이 국내에서 조달하는 원재료는 국내법인이 조달 후 운송하는 방식을 채택하고 있다. 또한 국내 공장 기준 원재료 매입과 투입 사이에 1 분기 정도 레깅 차이가 존재한다.

그림 4) 매출 실적 및 지역별 비중

(단위: 억원)

구 분	2Q 2023	1Q 2024	2Q 2024	QoQ	YoY
매출액	6,915	6,781	7,638	+12.6%	+10.5%
매출원가	5,159	5,006	5,398	+7.8%	+4.6%
(%)	74.6%	73.8%	70.7%	-3.2%p	-3.9%p
영업이익	371	416	629	+51.3%	+69.5%
(%)	5.4%	6.1%	8.2%	+2.1%p	+2.9%p
법인세비용	9	80	222	+178.0%	+2,266.0%
당기순이익	283	410	444	+8.4%	+57.2%
(%)	4.1%	6.0%	5.8%	-0.2%p	+1.7%p
EBITDA	870	980	1,203	+22.7%	+38.2%
(%)	12.6%	14.5%	15.8%	+1.3%p	+3.2%p

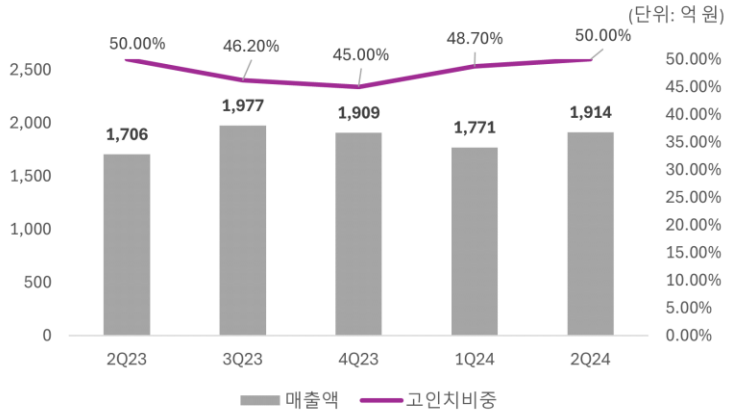


자료: 동사 IR, 바이시그널 2 조

-북미지역

2 분기 매출액은 1,914 억원(+12.2% (YoY))을 기록하였다. 고인치 매출 비중은 50% 정도로 전년도 수준을 회복하였고 OE 에서는 당사 공급 차종인 RAM 픽업 트럭의 판매 호조에 따른 생산 확대로 OE 공급 물량이 증가하여 매출액 상승을 견인하였다. RE 에서는 수출 물동량 증가에 따른 선복 부족으로 오더물량 일부 매출 인식이 지연되기도 했으나 미국 대비 매출 비중은 작지만 수익성과 고인치 매출 비중 은 북미 시장에 뒤처지지 않는 고수입 시장인 캐나다 지역 판매 호조 등이 북미 실적 증대에 기여하며 매출 하락으로 이어지지는 않았다.

그림 5) 북미 매출 실적 및 고인치타이어 매출 비중 추이

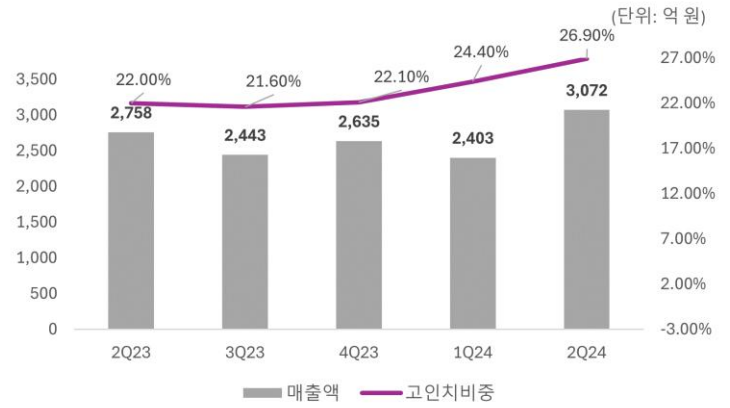


자료: 동사 IR, 바이시그널 2 조

-유럽지역

2 분기 매출액은 3,072 억으로 처음으로 3 천억원대를 달성하였다. 유럽 2 공장 가동 전 약 500 만본의 현지 생산 물량과 한국에서의 수출 물량을 통해 유럽 수요를 대응하면서 다소 들쑥날쑥한 분기 매출을 기록해 왔지만 유럽 2 공장 가동을 통해 추후 안정적인 매출액 유지가 가능할 것으로 판단된다. 유럽 지역 고인치 매출 비중은 26.9%로 지난 1 분기에 이어 다시 상승하였고 OE 에서는 견조한 신차 수요를 바탕으로 매출 성장 지속되면서 추후 매출 상승도 기대해볼 수 있다. 더불어 3, 4 분기에 대비한 윈터타이어 선주문 물량까지 실적에 반영되면서 유럽 분기 매출 3,000 억 돌파에 일조한 것으로 판단된다.

그림 6) 유럽 매출 실적 및 고인치 타이어 매출 비중 추이

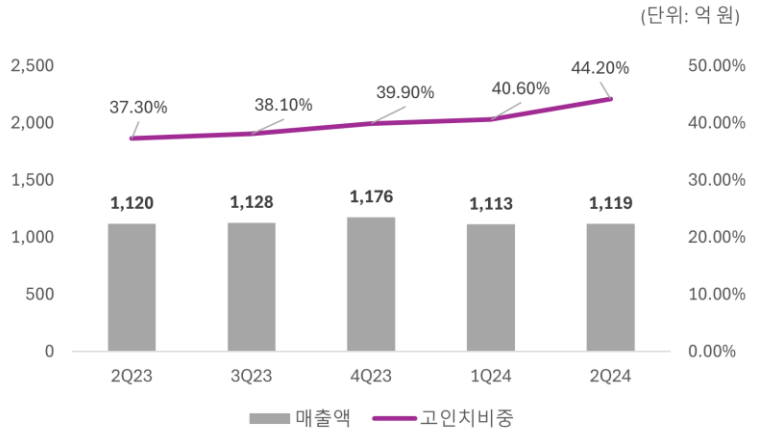


자료: 동사 IR, 바이시그널 2 조

-한국지역

2 분기 매출액은 1,119 억원을 기록했고 고인치 매출 비중은 44.2%로 전분기 대비 3.6%p 상승했다. 한국 시장은 오랜 기간 내수 업체의 치열한 경쟁이 지속되면서 분기별로 유사한 수준의 매출이 지속되고 있는데 동사의 경우 OE 분야에서 수출 차종 대상 다양한 OE 공급 포트폴리오를 보유하였다. 여기에 상반기 자동차 부문의 수출 실적이 역대 최고 기록을 경신하며 이 부분이 동사 실적에도 긍정적으로 작용하였고 국내에 출시되는 EV 중 가장 많은 차종에 OE 를 공급하며 고수익 타이어 매출향 상승이 가능하였다. 그럼에도 현재 한국지역 매출은 전체 매출의 35% 정도가 내부거래 제거되며 재무제표상 마이너스를 기록하고 있다.

그림 7) 한국 매출 실적 및 고인치 타이어 매출 비중 추이



자료: 동사 IR, 바이시그널 2 조

3) 연혁, 지배 구조, 최근 이슈

동사의 최대주주는 ㈜넥센으로 동사 지분 44.95%를 가지고 있다. 넥센 지분의 59.4%를 강회장 일가가 소유하였고 동사 주식의 약 22%를 강병중 회장과 강호찬 부회장이 보유하며 67.65%로 강호찬 부회장 자녀의 상속세까지 고려하여도 경영권 문제는 없을 정도의 높은 지분보유율을 보인다.

동사는 3 인 대표이사(CEO) 체제로 운영하고 있다. CEO 는 창업주인 강병중 회장, 강 회장의 아들인 강호찬 부회장, 이현종 사장이 나눠 맡고 있다.

그림 8) 동사 최대주주 현황

(기준일 : 2024년 06월 30일) (단위 : 천주, %)

성 명	관 계	주식의 종류	소유주식수 및 지분율				비고
			기 초		기 말		
			주식수	지분율	주식수	지분율	
(주)넥센	최대주주	보통주	43,904	44.95	43,904	44.95	-
강병중	대표이사 회장	보통주	19,001	19.45	19,001	19.45	-
강호찬	대표이사 부회장	보통주	3,174	3.25	3,174	3.25	-
계		보통주	66,079	67.65	66,079	67.65	-
		우선주	-	-	-	-	-

자료: 동사 사업보고서

넥센그룹은 국내법인 15 개, 해외법인 18 개 등 총 33 개의 법인을 두고 있다. 2012 년 ㈜넥센을 사업지주회사로 삼는 지배구조 개편을 단행했다. 국내 법인은 타이어 부문에서 내수영업 법인과 해외영업 법인들을 가지고 있으며 해외부문에서는 중국, 미국, 유럽, 일본, 캐나다, 호주, 말레이시아 등 해외판매 주요 국가에 거점을 둔 해외판매법인들로 이루어져 있다. 비타이어부문에서는 재고 및 창고관리, 상품 수배송, 수출입화물 보관업 등의 운송보관을 담당하는 누리네트웍스, 금형 제작, 판매업을 영위하는 Qingdao Nexen Machine Corporation Co.,Ltd., 제과제빵 부분의 엔젤위더스 등의 법인을 보유하고 있다.

4) 재무분석

4)-1 주요 재무지표

동사 유럽법인은 올해 1분기 연결 당기순손실 93억원을 기록했다. 지난해 연간 당기순손실(91억원)보다 많은 규모다. 급격한 손실은 유럽 생산거점인 체코공장 생산능력(CAPA) 투자에 따른 금융비용이 높아진 영향으로 판단된다.

체코공장 설립과 증설에는 1조 2,000억원이 투입됐다. 증설 투자에 대한 자금 소요는 외부 차입에 의존 탓에 부채 규모가 크게 증가했다. 지난해 유럽법인의 부채총계는 1 조원을 넘어섰다. 동사가 유럽법인에 제공한 채무보증액을 고려하면 부채총계는 대부분 차입금으로 분류된다. 이에 모회사인 동사가 유럽법인에 돈을 대며 차입금 의존도가 높아졌다. 실제 동사 '24 년 반기 기준 차입금은 1 조 7,970 억 원으로 부채에서 차입금이 차지하는 비율이 67%로, 현금성 자산을 제외한 순차입금은 1 조 4,530 억 원이다.

연내 상환하거나 차환해야 하는 단기차입금과 유동성장기부채는 약 8,800억 원이다. '25년 2월부터는 매월 만기 회사채에 대응해야 한다. 이에 동사는 최근 공모 회사채(1,480 억원)와 사모 회사채(500억원)를 연이어 발행하며 자금 조달에 나섰다.

현금흐름 측면에서 '23 년 반기 기준 적자였던 영업활동 현금흐름이 흑자로 돌아섰다. 기타지급채무의 증가와 감가상각비 조정 증가에 기인한 것으로 판단된다. 재무활동 현금흐름은 '24년 반기 기준 1 년만에 마이너스로 돌아섰다. 이는 단기차입금과 유동성장기차입금 상환으로 인해 발생하였다. 그러나 부채 상환과 매출채권이 증가하며 현금성 자산은 450억 원 이상 낮아졌다.

CAPA 증설이 장기적으로 매출 증가에 반영되는 타이어 산업의 특성을 고려하면 대대적인 투자에도 꾸준한 매출성장이 가능할 것으로 판단된다. 동종업계 매출액 대비 유형자산 비율은 10 년 평균으로 볼 때, 넥센 95%, 한국타이어 68%, 금호타이어 87%이다. 통상적으로 타이어 산업 등의 제조업들은 CAPA 증설과 같은 유형자산 투자가 시간에 따라 매출로 반영되고 시간이 흐를수록 매출액이 상승하여 매출액 대비 유형자산 비율이 떨어진다. '12 년부터 '21 년까지 동사의 10 년 기준 매출 평균 증가율이 4.9%, CAPA 증가율이 5.6%임을 감안하면 비용절감을 통한 단기적 이익증가가 아닌 CAPA 증설을 통해 장기적 매출 상승을 바라보는 재무 및 경영구조를 구상했음을 알 수 있다. 이를 통해 동사는 '22 년 YOY 24.9%p 매출을 상승시키고 매출액 대비 유형자산 비율이 82%까지 떨어지며 꾸준한 CAPA 증설로 인한 매출액 성장기에 진입하였다고 판단한다.

4)-2 경쟁사와의 비교

유동비율은 '24 년 반기 기준 130%로 전반기 대비 상승하였다. 이는 유동미수금, 유동선급금, 유동선급비용 등의 기타유동자산 항목이 약 300 억 원 증가하면서 상승한 것으로 판단된다. 경쟁사인 한국타이어의 유동비율은 289%, 금호타이어는 102%이다. 한국타이어는 기존의 시장 점유율을 통해 금호타이어, 동사와 다르게 과거부터 꾸준히 흑자매출을 창출하며 자산을 불려왔다. 더불어 기존의 안정적인 재무를 바탕으로 미국과 유럽에 재투자하면서 매출과 영업이익률 볼륨 자체를 키워오며 안정적인 재무 구조를 유지해왔다. 그러나 금호타이어는 모회사인 옛금호아시아나그룹 지원을 위한 차입금 조달 등 내부적 비용과 별개로 차입금을 늘려왔다. 이로 인해 외형성장에도 나서지 못하며 순손실에 허덕였다.

ROE 는 한국타이어 11, 금호타이어 20, 동사 8 이다. 여기서 살펴볼 점은 금호타이어의 수치이다. 한국타이어와 동사는 투자를 위한 부채를 조달하였다. 이로 인해 단기적인 순이익이 줄면서 ROE 가 상대적으로 낮게 형성된 것으로 분석된다. 그러나 금호타이어는 앞서 언급했듯이, 옛금호아시아나그룹지원을 위해 차입금을 조달하여 조달한 부채가 내부적인 투자에 사용되지 않았다. 이로 인해 레버리지율이 높아지게 된 것이다. 결국 금호타이어의 ROE 는 수치적으로는 높게 책정되었으나, 향후 이자비용 등을 감안하면 수익성이 악화될 것으로 판단된다.

IV. 투자포인트

1) 유럽 2 공장의 Ramp-up

동사는 유럽 수요 대응을 위해 약 5,000 억 원을 투자하여 유럽 2 공장(체코) 설립을 진행하였다. '23 년 말 증설이 완료되어 '24 년 1 분기부터 가동을 시작하였다. 생산용량은 최대 550 만본 정도이며, 기존 1 공장(CAPA 550 만본)을 포함할 경우 최대 연 CAPA 1,100 만본까지 생산이 가능한 여력을 갖추게 된다. '24 년 2 분기 기준 유럽 2 공장 가동률은 20~30%이고 연말까지 50%, '25 년 상반기에는 80% 수준까지 끌어올릴 수 있을 것으로 보인다. Full operation 은 '26 년 초로 예상된다.

그림 1) 동사 유럽공장 생산 Capacity 전망

자료: 동사 IR

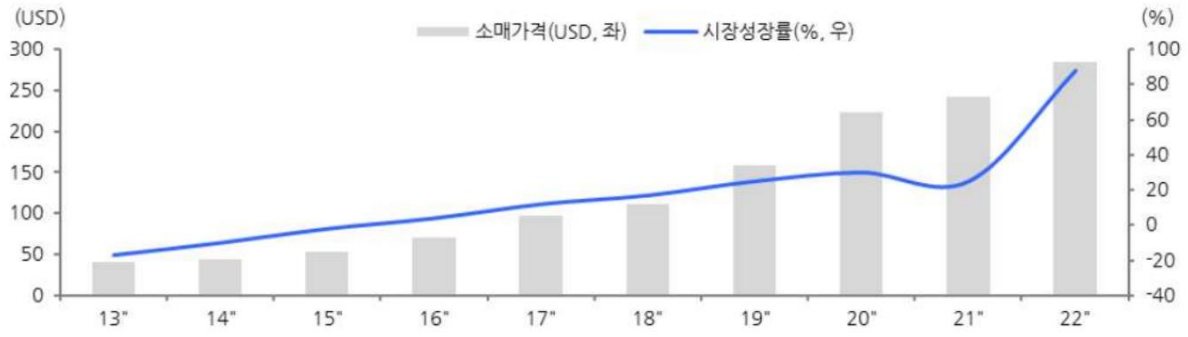
향후 점진적인 가동률 상승을 통해 동사는 이하 다수의 이점을 누릴 수 있을 것이다. **1)** 현지 생산을 통해 유럽 수요에 대해 안정적인 대응이 가능해질 것이다. 이로 인해 주요 고객사인 현지 완성자 업체와 리테일로부터 동사의 신뢰도를 향상시켜 OE 와 RE 계약 확대를 이룰 수 있다. 2) 기존에 한국 공장에서 생산하여 유럽 지역으로 수출하던 약 900 만본에 해당하는 물량을 유럽 외 지역에 재분배 가능하다. 이를 통해 유럽 외 지역에 대한 판매를 통해 새로운 글로벌 시장을 개척 및 확대할 수 있다는 이점이 있다. **3)** 한국에서 해외로 수출할 경우 고려해야 할 해상 운임비에 대한 축소 효과를 영위할 수 있다. **4)** 유럽 2 공장은 기존 1 공장의 증설에 해당한다. 따라서 생산 및 무류 설비는 1 공장과 2 공장이 공유하기에 고정비 감소와 같은 규모의 경제 효과와 원재료 통합 구매에 따른 매출원가 축소 및 영업이익률 향상을 기대할 수 있다.

이러한 이점에 힘 입어, 유럽 2 공장은 동사가 '24 년 목표로 한 영업이익률 10% 이상 달성 뿐만 아니라 추후의 동사의 글로벌 시장에서의 성장을 이룰 체력의 밑바탕이 될 것이다.

2) 고부가가치 및 고마진 제품 확대

18 인치 이상의 타이어를 일컫는 '고인치 타이어' 제품은 타이어 제조 업체에 높은 마진율을 선사한다. 일반적으로 저인치(17 인치 이하) 타이어의 마진율이 약 5%인 반면, 고인치 타이어의 마진율은 약 20%로 4 배가량 높은 마진율이다. 동사는 판매 믹스에서 고인치 타이어의 판매 비중을 늘이려는 시도를 통해 지속적으로 고인치 타이어의 판매량을 늘려 나가고 있다. '21 년 25%였던 고인치 타이어 판매 비중은 지속적으로 증가하여 '24 년 2 분기 기준 약 34%까지 상승하여 역대 최고치를 달성하였고, 매출과 마진율 모두 개선 효과를 보았다. 지역별로는 '24 년 2 분기 기준 고인치 비중은 YoY 유럽 +4.9%p, 국내 +6.9%p, 기타 +2%p 로 글로벌 지역 전반에서 지속적으로 증가 추세이다.

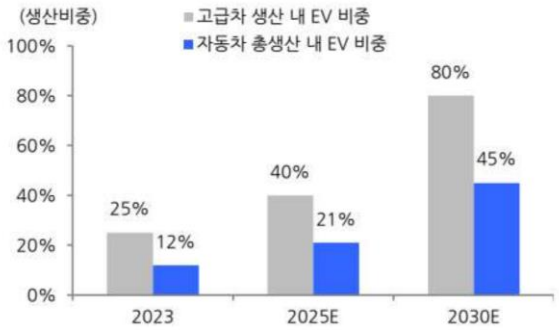
그림 2) 북미 굿이어 기준 타이어 인치별 소매가격 및 산업 성장률



자료: 현대차 증권

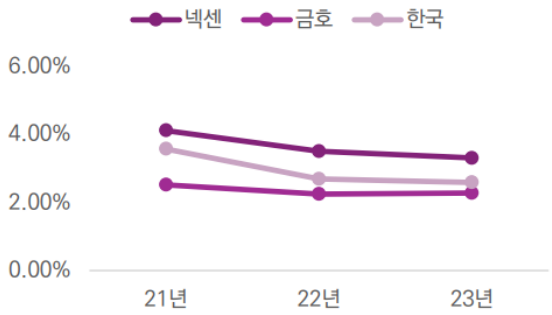
고인치 타이어 판매량 및 비중은 계속해서 확대될 것이다. SUV, 픽업트럭, EV 와 같은 고인치 타이어가 요구되는 차량의 수요가 증가하고 있으며, 고인치 타이어가 장착되는 내연기관 차에 비해 무게가 무겁고 굴림 저항 감소가 요구되며 높은 토크와 마력으로 인해 상대적으로 빠른(2~3 년) 교체주기가 특징인 EV 타이어 시장의 수요로 고인치 타이어 시장의 성장은 가속도가 붙을 것이다. 전체 차량 및 고급차 생산 비중에서 EV 비중이 지속적으로 증가할 것은 자명하다. 전기차 캐즘으로 시장 성장률은 둔화 상태라 하더라도 2030 년까지 자동차 타이어 총생산 내의 EV 비중은 45%까지 증가할 것으로 내다보고 있다. 장기적인 시장 추세에 기반하여 동사는 AI 딥러닝 기반의 노이즈 최적화 등 자체 기술력을 통해 EV 타이어를 생산 중이며 점진적으로 OE 향 EV 공급 물량 비중 확대를 진행하며 고마진의 EV 시장을 적극 공략 중이다.

그림 3) 타이어 전체/고급차용 생산 중 EV 타이어 비중



자료: 현대차증권

그림 4) 국내 타이어 3 사 매출 대비 R&D 비중



자료: 각 사 사업보고서, 바이시그널 2 조

동사는 매출 기준으로 세계 30 대 타이어 제조사 중 유일하게 트럭이나 버스용 타이어(TBR)를 만들지 않고 승용차용 타이어(PCR) 사업만 영위한다. 동사의 PCR 순위는 세계 10 위지만, 전체 매출 순위에서 18 위라는 점은 경쟁사들이 TBR 사업을 통해 매출을 향상시키는 동안 동사가 PCR 분야에 공을 들여 유의미한 성과를 내왔다는 점을 시사한다. TBR 은 가성비가 낮은 사업으로, 동사는 과감히 저마진 타이어를 포기하고 마진이 높은 사업에만 매진해 왔으며, 그 중에서도 고인치 타이어의 전신인 UHPT(고마진 초고성능 타이어)에 선제적인 투자와 집중을 해왔다. 고마진, 고인치 타이어로 포트폴리오를 개선하는 것이 기업의 생존과 직결되는 시점인 현재 그 빛을 볼 준비가 되어 있음을 알 수 있다.

또한 동사는 국내 타이어 3 사 중 매출 대비 가장 높은 R&D 비중을 기록하며 사업의 기본기를 쌓았다. 이 점은 전기차 그리고 자율주행 차량까지 모빌리티 혁명의 초석 단계인 현재, 타이어 시장의 후발주자이자 추격자인 동사의 미래를 기대하게 만든다.

3) 프리미엄 브랜드와의 OE 계약

동사는 '16년 고급 완성차 업체인 '포르쉐'의 공급을 시작으로 프리미엄 OE 공급망 확대에 주력해왔다. 이에 대한 결과로 페라리, 벤츠, BMW와 2023년 OE 계약을 체결, 4대 프리미엄 완성차 업체에 OE 공급을 달성하였고 최근 7월 29일부터 고급 SUV 라인인 '포르쉐 카이엔' 3세대 신형 모델에 신차용 타이어로 '엔페라 스포츠 SUV'를 공급하기 시작했다. 이들 4개 업체 대상으로 OE 공급 중인 타이어 업체는 동사를 포함하여 전 세계 10개 내외에 불과하다. 동사는 2024년 6월 말 기준 115개 차종에 OE 공급 중이다. 프리미엄 OE 공급망 확대는 동사의 타이어를 장착 후 출고되는 완성차 업체 프리미엄 이미지를 활용, 이는 유럽 및 세계 시장에서의 동사에 대한 인지도 및 신뢰도 향상으로 이어져 매출 증대 및 잠재 OE, RE 고객 확보에도 긍정적인 영향 미쳐 향후 OE 공급망을 확대할 수 있는 여지가 충분하다. 프리미엄 브랜드의 경우 고인치 타이어를 장착하는 비중이 일반 브랜드에 비해 높기에 고인치 타이어 매출 비중 확대 전략에 기여할 수 있다.

그림5) 프리미엄 브랜드와의 OE 계약

자료: 동사 IR

Ⅴ. 리스크

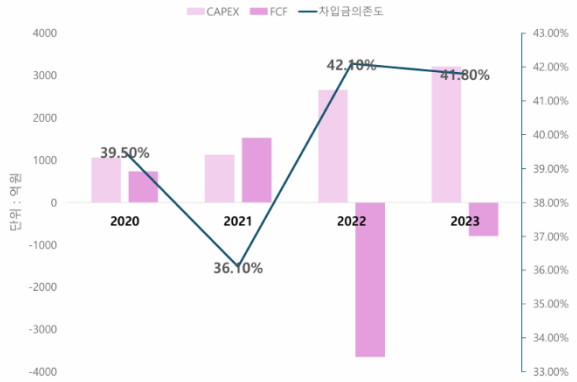
1) 유동성 리스크

동사는 체코공장과 마곡 R&D 센터에 대한 대규모 자본적투자로 인해 현금창출력이 약화되고 있으며, 이는 유동성 리스크로 이어지고 있다.

유럽 2 공장 건설로 인해 CAPEX 가 '21 년 1,126 억 원에서 '22 년 2,657 억원, '23 년 3,211 억 원으로 증가했다. 또한 이에 따른 잉여현금흐름(FCF)은 적자를 기록하고 있다. 특히, '22 년 영업활동현금흐름 적자로 인해 FCF 가 -3,651 억 원으로 전환되었으며, '23 년 -792 억 원, '24 년 1 분기에도 -527 억 원을 기록하며 적자가 지속되었다. 또, 현금 및 현금성자산이 '24 년 상반기 말 기준 1,659 억 원을 기록하면서 전년 동기(2,100 억 원) 대비 441 억 원(21%) 급감했는데, 판매대금을 회수하지 못해 매출채권이 늘어난 것이 영향을 미쳤다. 결과적으로 외부 자금 의존도가 높아지면서 차입금의존도는 '21 년 36.1%에서 지난해 41.8%로 상승했으며 이자부담 또한 증가하고 있는 실정이다.

동사의 미국법인 또한 지난해 순손실 153 억 원을 기록하였고 유럽법인의 채무보증으로 인해 추가적인 금융 리스크가 우려된다. 이러한 유동성 문제는 곧 북미 공장 설립 계획이 지연되는 등 신규투자 지연 및 OE 납품경쟁력 저하로 이어질 가능성이 있다. 유럽 2 공장 증설의 마무리와 유럽법인 정상화가 점진적인 차입부담 감축 및 영업현금창출력을 회복하는데 중요한 변수가 될 것으로 보인다.

그림 1) 주요 현금 흐름



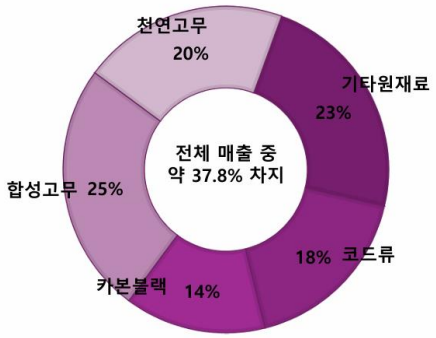
자료: 동사 사업보고서, 바이시그널 2 조

2) 실적 리스크

동사는 3 분기 윈터 타이어 수요 증가로 인해 계절적 성수기를 맞이했지만, 고무가격과 물류비 상승으로 인해 실적 리스크에 직면하고 있다. 타이어 원가의 약 30%를 차지하는 고무가격이 연초 대비 10% 증가했으며, 물류비 또한 하락 중에 있지만 여전히 높은 편이다.

동사의 매출원가율는 37.8%로 원재료 가격 변동이 수익성 유지에 중대한 영향을 미친다. 천연고무의 경우 '23 년 이후 하락세를 보였으나 '24 년 동남아 지역의 이상기후로 인해 가격이 상승하고 있다. 유럽연합의 삼림 벌채 규정 시행 또한 천연고무 가격의 추가 상승을 예고하고 있으며, 합성고무 원재료인 부타디엔 가격도 강세를 보이고 있어 가격 인상까지 협의 중이다. 동사는 원재료 조달의 대부분을 수입업체에 의존하고 있어, 천연고무 및 유가의 국제시황과 환율 변동에 민감할 수밖에 없는 구조이다. 다만, 이러한 상황 속에서도 동사는 고부가 타이어 비중 확대, 견조한 타이어 수요를 감안하여 하반기까지는 수익성과 평균판매가격(ASP) 유지할 것으로 판단된다.

그림 2) 동사 재료비 비중



자료: 동사 IR

3) 사업상 리스크

동사는 미국 대선과 전기차 시장의 변동성이라는 두 가지 주요 리스크에 직면해 있다. '24 년 11 월 미국 대선에서 트럼프 후보가 당선될 경우, 보편적 관세부과 등을 통한 보호무역 강화로 인해 북미 시장에서의 관세 부담이 크게 증가할 수 있다. 이는 동사의 미국향 타이어 매출에 직접적인 영향을 미칠 가능성이 있다. 특히, 트럼프 행정부가 모든 수입품에 대해 10%의 기본 관세를 부과할 경우, 미국 생산 기반을 갖추지 못한 동사는 경쟁사 대비 관세 부담이 상대적으로 클 것으로 예상된다. 동시에, 전기차 시장의 성장세가 둔화되면서 EV 타이어 판매에도 어려움이 발생하고 있다. 전기차 화재, 보조금 축소 등으로 인해 전기차 수요가 감소하며, EV 타이어 시장이 기대만큼 성장하지 못하고 있는 상황이다.

그러나 이러한 리스크에도 불구하고, 동사는 유럽 내 내연기관차 생산 증가와 같은 외부 요인에서 수혜를 볼 가능성이 있으며, 전기차 시장의 장기적 성장성을 고려할 때 EV 타이어는 여전히 중요한 '미래 먹거리'로 남아 있다. 따라서 관세와 전기차 시장의 불확실성에도 불구하고, 전략적 대응을 통해 동사는 이들 리스크를 극복하고 성장 기회를 모색할 수 있을 것이다.

VI. 밸류에이션

동사의 목표주가는 9,675 원으로 제시한다. 밸류에이션은 상대가치평가법을 사용하여 Peer 그룹의 PER 을 활용하였다. 2H24 기준 매출액, 영업이익, 당기순이익을 중심으로 '24 년 하반기에 반영될 여러 자료와 이슈를 계량화하여 '24 년 말 해당 지표와 추정 EPS 를 구했다. 이후 Peer 그룹의 PER 을 이용하여 적정 PER 을 추정하였다.

1) EPS 추정

동사의 EPS 는 발표된 '24 년 1 분기와 2 분기 실적을 반영하여 '24 년 3~4 분기 실적을 추정하여 구했다. 매출액은 크게 타이어 판매, 임대, 렌탈이 포함된 타이어 부문과 운송보관 등이 포함되어 있는 비타이어 부문으로 나누어 볼 수 있다. 2Q24 의 매출액을 살펴보면, 타이어 부문의 매출은 약 7,499 억 3,700 만 원으로 12.7% (QoQ) 증가하였고, 비타이어 부문의 매출은 약 18 억 8,600 만 원으로 -3.6% (QoQ) 감소하였다. 그러나, 2024 년 반기 기준 전체 매출액 중 타이어 부문 매출이 99.74%, 비타이어 부문 매출이 0.26%를 차지하는 만큼, 비타이어 부문의 매출은 전체 매출액에는 가시적인 영향력을 행사하지 못한다는 사실을 알 수 있다. 그렇기 때문에 본 보고서에서는 타이어 부문과 비타이어 부문을 구분하기 보다는 전체 매출액의 성장률을 사용할 것이다. 2Q24 의 매출액은 약 7,637 억 원으로 1Q24 대비 12.6% 증가하였다. 이는 동사의 제품 구성 믹스 중 고가격 · 고마진 제품인 고인치 타이어의 판매 비중이 전체적으로 증가하여 ASP 가 개선되었고, 프리미엄 자동차 브랜드인 페라리, 벤츠, BMW 와 '23 년 OE 계약을 맺으며 유럽시장에서의 인지도 및 신뢰도를 향상시켜 안정적인 유럽 내 윈터 타이어 선주문 물량을 확보한 점에 기인한다.

동사의 2Q24 실적 발표 컨퍼런스 콜에 따르면, '23 년 수준 매출 유지 가정 하에 유럽 2 공장 램프업에 따른 추가 매출을 반영하여 '24 년 예상 매출액을 2 조 9,000 억 원으로 산정했다. '23 년 매출액이 2 조 7,000 억 원으로 이를 계산해보면, 본사에서 제시한 '24 년 유럽 2 공장 램프업에 따른 매출 증가액은 2,000 억 원 수준으로 파악된다. 더 나아가 '24 년 하반기에는 1) 유럽 2 공장 가동률 상승(연말 50% 목표), 2) 윈터타이어 매출 인식 확대, 3) 우호적 환율 기조 유지와 판가 인상 효과를 통한 외형 성장, 4) 유럽 2 공장 증설 물량이 본격적으로 더해지기 시작(23 년 550 만본→24 년 920 만본→25 년 1,100 만본), 5) RE 타이어 볼륨 증가와 고인치 타이어 믹스 개선이 유지될 것으로 예상된다. 물론 천연고무, 부타디엔 등 원재료 가격 강세 기조와 운임비 상승을 고려해야 하지만, 하반기 신규 선박이 인도되고 중국 선수요가 완화될 것으로 보여 점차 운임지수가 정상화될 것으로 예측된다. 앞서 언급한듯이 '24 년 상반기 유럽 2 공장 가동률이 40% 내외이고 하반기에 50%까지 늘릴 것으로 예측되며 100 만본 이상의 타이어가 하반기에 더 생산되어 판매될 것으로 보인다. 컨퍼런스 콜에서 언급한 유럽 2 공장 가동에 따른 예상 매출 증가액 2,000 억 원을 '23 년 대비 증설로 인한 예상 물량 증가량(920 만-550 만=370 만)으로 나누면 1 본 당 54,054 원의 매출이 발생할 것으로

계산된다. 2H24 반기보고서 연결기준으로 볼 때, 컨퍼런스 콜에서 제시한 매출액 2 조 9,000 억 원의 절반을 무난하게 달성하였고, 하반기 유럽 2 공장 본격 가동과 함께 매출액 상승을 이끌 유인들을 고려한다면 '24 년 예상 매출액은 2 조 9,540 억 원 정도로 추정된다.

그림 1) 동사 연간 및 분기 실적

(십억 원)	2022	2023	1H24	2024E
매출액	2597.4	2,701.7	1,441.8	2,954
영업이익	-54.3	187	104.4	265.8
당기순이익	-27.5	103.1	85.4	147.7

자료: 동사 사업보고서, 바이시그널 2 조

영업이익과 당기순이익의 경우, 2Q24 기준 고려해야 할 이슈들의 반영이 가시화된 최근 네 개 분기의 평균 영업이익률과 당기순이익률이 각각 약 9%, 5%임을 감안하여 '24 년 영업이익은 2,658 억 원, 당기순이익은 1,477 억 원이 발생할 것으로 추정했다. 다만, 동사는 현재 우선주를 발행한 상태이므로 EPS 를 구할 때 당기순이익에서 우선주 배당금을 제외할 필요가 있다. 동사 1H24 반기보고서 재무제표 주석에 따르면, 배당수준은 회사의 지속 성장을 위한 투자와 경영실적 및 Cash Flow 상황 등을 전반적으로 고려하여 결정하고 있다. 배당은 해당년도 재무제표 승인 후 정기 주주총회에서 결의하므로 '24 년 배당금은 아직 확정되지 않았으나, '23 년 우선주 DPS(주당배당금)는 120 원이었고 영업이익, 당기순이익 등 실적 개선이 예상됨에 따라 주주환원의 원칙에 입각하여 '24 년 우선주 DPS 가 '23 년보다 높을 것으로 추정한다. 동사의 최근 5 년 간 DPS 변동이 5 원 단위로 이루어짐을 고려했을 때, '24 년 우선주 DPS 를 125 원으로 추정하면 예상되는 총 우선주 배당금은 125*6,500,000(주)=812,500,000(원)이다. 따라서 추정 EPS 는 '24 년 추정 당기순이익 1,477 억 원에서 추정 우선주 배당금 8 억 1,250 만 원을 뺀 값을 유통주식수 102,663,426 주로 나눈 1,430(원)으로 산출했다.

2) Peer 그룹 선정

Peer 그룹으로는 타이어 판매 사업을 영위하는 국내 및 해외사 4 개 기업으로 선정했다. 국내 기업으로는 한국타이어앤테크놀로지(이하 한국타이어)와 금호타이어, 외국 기업으로는 Sailun Group 과 Sumitomo Rubber 를 포함시켜 평가하였다. 해당 기업들은, 1) 타이어 판매 부문의 매출액 비중이 의미 있는 규모이며, 2) 세계 시장에서 활발하게 활동하며 해당 산업에서 지배적인 위치를 형성하고 있는 한·중·일 기업들로 적절하게 가치평가를 받고 있다고 판단했다. 세계 타이어 시장 점유율 1~2 위를 다투는 프랑스의 미쉐린과 일본의 브릿지스톤은 현재 지나치게 높은 밸류에이션 PER 을 지니고 있다는 점에서, 미국의 굿이어는 현재 PER 이 마이너스로 비교 및 추정 PER 의 신뢰도가

부족하다는 판단 하에 제외하였다. 각 기업의 PER 은 '24 년 8 월 1 일 발행된 메리츠증권 리서치센터 보고서에서 제시한 24E PER 을 활용하였다.

그림 2) Peer 그룹의 관련 매출액 비중에 따른 Target P/E

Peer Group	관련 매출 비중	매출액(Euro)	관련 매출액(Euro)	가중치	PER(배)	PER X 가중치
한국타이어	100%	6,235.5	6,236.5	0.33	4.5	1.49
금호타이어	98.5%	2,818.9	2,776.7	0.15	4.7	0.71
Sailun Group	100%	3,309.0	3,309.0	0.18	9.88	1.78
Sumitomo Rubber	85.5%	7,531.5	6,439.4	0.34	7.6	2.584
						6.55

Peer Group	현재 PER(240905)
한국타이어	4.3
금호타이어	4.4
Sailun Group	9.88
Sumitomo Rubber	5.92

자료: 바이시그널 2 조

3) Target P/E 선정

해당 Peer 그룹의 Target P/E 를 계산한 결과, 6.55(배)의 PER 이 도출되었다. 이는 피어 그룹으로 선정한 4 개 기업의 매출액 중 타이어 판매와 관련된 매출액에 가중치를 두어 각 기업의 PER 을 가중평균하여 산출하였다. 세계 타이어 시장 점유율에 따라 나누고 싶었지만, 선정 기업별로 구체적인 점유율이 제시되어 있는 자료가 존재하지 않아 부득이하게 관련 매출액 기준으로 대체하였다.

4) 목표주가

추정 EPS 와 산정한 Target P/E 를 바탕으로 목표주가는 1,430*6.55=**9,367(원)**이고, 이에 따라 2024 년 9 월 5 일 **현재 주가 7,540 원에서 24% 정도의 upside** 가 있다고 판단된다.