



Buy(Maintain)

목표주가: 76,000원

주가(2/3): 58,900원

시가총액: 72,962억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/3)		2,073.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,900 원	47,100 원
등락율	-7.82%	25.05%
수익률	절대	상대
1W	2.6%	1.2%
1M	11.1%	6.9%
1Y	24.5%	13.6%

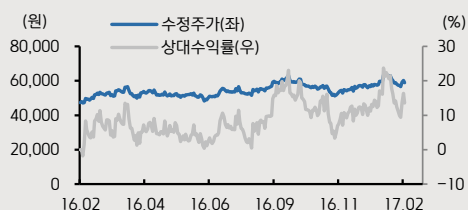
Company Data

발행주식수	123,875천주
일평균 거래량(3M)	245천주
외국인 지분율	43.8%
배당수익률(17E)	0.9%
BPS(17E)	54,817원
주요 주주	한국타이어월드와이드 42.6%
	국민연금공단 6.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	64,282	66,261	71,999	75,537
영업이익	8,850	11,038	11,340	12,142
EBITDA	13,438	15,445	16,136	17,319
세전이익	8,394	10,848	11,514	12,212
순이익	6,565	8,530	9,065	9,627
지배주주지분순이익	6,554	8,497	9,053	9,614
EPS(원)	5,291	6,859	7,308	7,761
증감율(%YoY)	-6.4	29.6	6.6	6.2
PER(배)	8.9	6.9	6.4	6.1
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.9	5.0	4.7	4.2
영업이익률(%)	13.8	16.7	15.7	16.1
순이익률(%)	10.2	12.9	12.6	12.7
ROE(%)	13.6	15.4	14.2	13.3
순부채비율(%)	41.6	32.1	25.0	17.9

Price Trend



4Q16 Review

한국타이어 (161390)

평가 인상 시즌의 도래, 한국타이어에 우호적!



4Q16 영업이익은 0.2% yoy 증가한 2,397억원으로 예상대비 부진했지만, 일회성 성과급 지급을 제외 시 컨센서스와 당사 예상치에 부합 했습니다. 지난 2Q16 평가 인상에도 GPM이 전분기대비 변동이 없음에 주목합니다. 1Q17 투입원가도 전분기 비 8% 상승 전망되어 원가 상승에 따른 마진 훼손은 시장 기대보다 적을 것으로 판단합니다. 이제는 평가 인상에 따른 이익 개선으로 관심이 모아질 전망입니다.

>>> 우려와 달랐던 실적 부진 요인, 역시 원가보다 판매비

4Q16 매출액 1.62조원(+1.2% yoy, -2.6% qoq), 영업이익 2,397억원(+0.3% yoy, -20.8% qoq, OPM 14.8%), 경상이익 2,563억원(+11.1% yoy, -5.2% qoq) 기록. 성과급 등 일회성 비용을 제외 시 영업이익은 2,550억원(OPM 15.8%)으로 추정, 영업이익 기준 컨센서스 2,675억원(OPM 16.2%)과 당사 예상치 2,790억원(OPM 16.7%)에 부합. 2017년 한국타이어 가이던스는 매출액 7.22조원(+9.0% yoy), 영업이익 1.10조원(-0.1% yoy, OPM 15.3%)로 시장예상 매출액(7.04조원), 영업이익(1.11조원) 부합하는 목표

>>> 평가 인상 시즌의 도래, 한국타이어에 우호적 영업 환경

이번 실적의 관전포인트는 1) 실적부진 이유가 원가율 급등이 아닌 일회성이고, 2) 2Q16 급등한 원가에도 매출원가율은 3Q16 60.3% vs. 4Q16 60.5%로 “원가 상승, 매출원가율 급등” 우려 완화, 3) 회사의 평가인상 의지 확인한 점 ANRPC(천연고무생산협회)의 2017년 천연고무가 상승 지속 가능성 언급 후, 타이어 산업은 1) 수요 저성장, 2) 원재료가 상승으로 마진 하락 가능성 제거. 하지만, 굿이어 첫 평가인상 언급(8%) 후, 쿠파, 칼스터(8~12%), 요코하마(미국), 넥센(미국, 5%) 동참. 한국타이어도 미국, 유럽 중심 평가인상 가능 시사. 평가 인상은 1) 원가율 방어, 2) 매출 성장 기여. 가격이 Top tier 대비 낮은 국내 타이어의 탄력적 가격 상승은 영업 레버리지, Valuation 상승에 영향 1Q17 영업이익은 투입원가 상승이 8% qoq 상승에 그칠 것으로 추정됨에 따라 전년동기비 2.9% 증가한 2,572억원(OPM 15.4%)로 상향. 2Q17 원가율 상승은 하반기 평가 인상에 따른 상쇄로 기존 예상 수준으로 회귀 전망

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 76,000원 유지

한국타이어에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 76,000원 유지. 투입 원가 상승으로 2Q17 일시적 마진 하락하나 평가 인상으로 이익과 Valuation 상승 여력 클 전망. 목표가는 2017년 예상 EPS와 2013년 이후 PER 평균 + 1std 인 10.3배를 목표 PER로 적용. 평가 상승국면에서 국내 타이어사의 영업 레버리지가 큰 점을 감안 시 이익 레벨은 2017년도 우상향하며 주가 Trading Band 높일 전망. 평가 인상 가능한 미국, 유럽의 매출비중(3Q16 누적) 높은 한국 61%, 넥센 47%, 금호 36% 순으로 유리. 타이어 업종 Top-pick 유지

한국타이어 4Q16 Review: 영업이익은 2,397억원을 기록해 컨센서스 10.4% 하회 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16P	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	키움 전망치	% Diff
매출액	1,596.5	1,657.6	1,615.0	1.2	(2.6)	1,648.6	(2.0)	1,675.0	(3.6)
영업이익	239.1	302.6	239.7	0.2	(20.8)	267.5	(10.4)	279.0	(14.1)
세전이익	230.9	270.5	256.3	11.0	(5.2)	270.5	(5.2)	283.1	(9.4)
지배순이익	189.2	206.5	183.6	(3.0)	(11.1)	195.6	(6.1)	200.0	(8.2)
영업이익률	15.0	18.3	14.8	(0.1)	(3.4)	16.2	(1.4)	16.7	(1.8)
세전이익률	14.5	16.3	15.9	1.4	(0.4)	16.4	(0.5)	16.9	(1.0)
지배순이익률	11.8	12.5	11.4	(0.5)	(1.1)	11.9	(0.5)	11.9	(0.6)

자료: 한국타이어, FnGuide, 키움증권

한국타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	7,021.1	7,157.4	7,199.9	7,553.7	2.5	5.5
영업이익	1,143.7	1,183.3	1,134.0	1,214.2	(0.8)	2.6
영업이익률(%)	16.3	16.5	15.7	16.1	(0.5)	(0.5)
EBITDA	1,623.3	1,701.0	1,613.6	1,731.9	(0.6)	1.8
EBITDA 이익률(%)	23.1	23.8	22.4	22.9	(0.7)	(0.8)
영업이익률	908.1	929.9	906.5	962.7	(0.2)	3.5

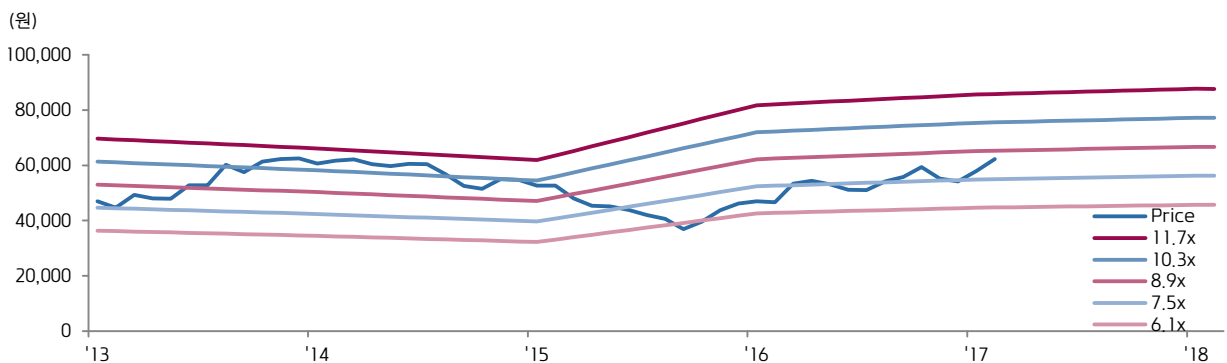
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	10.3	배	(a), 2013년 이후 PER 평균 + 1 표준편차
적용 EPS	7,308	원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	76,000	원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 종가	58,900	원	2017년 2월 5일 종가
주가상승여력	29.0	%	2017년 2월 5일 종가대비
투자 의견	BUY 투자 의견 유지		

자료: 키움증권

한국타이어 PER Band: 평가 상승으로 PER Upside를 11배 수준까지 열어두고 봐야할 상황



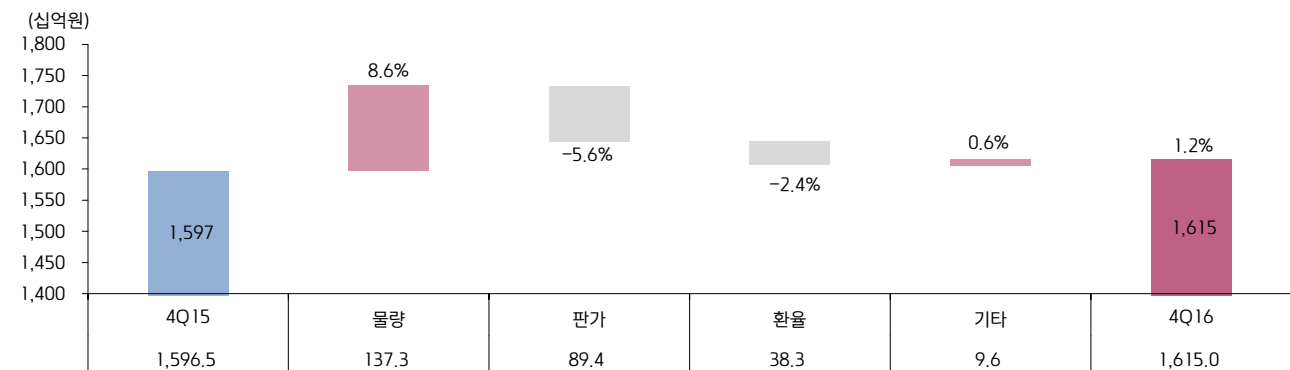
자료: Bloomberg, 키움증권

한국타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016P	2017E	2018E
매출액	1,626.0	1,727.4	1,657.6	1,615.0	1,673.8	1,776.6	1,882.6	1,866.9	6,626.1	7,199.9	7,553.7
영업이익	251.1	310.3	302.6	239.7	257.2	267.9	307.8	301.1	1,103.8	1,134.0	1,214.2
세전이익	247.2	310.7	270.5	256.3	262.0	273.1	312.3	304.0	1,084.8	1,151.4	1,221.2
순이익	196.7	265.2	207.6	183.6	202.9	211.4	241.8	250.4	853.0	906.5	962.7
영업이익률	15.4	18.0	18.3	14.8	15.4	15.1	16.3	16.1	16.7	15.7	16.1
세전이익률	15.2	18.0	16.3	15.9	15.7	15.4	16.6	16.3	16.4	16.0	16.2
순이익률	12.1	15.4	12.5	11.4	12.1	11.9	12.8	13.4	12.9	12.6	12.7
% yoy											
매출액	9.4	6.6	(3.9)	1.2	2.9	2.8	13.6	15.6	3.1	8.7	4.9
영업이익	23.6	54.4	25.2	0.2	2.4	(13.6)	1.7	25.6	24.7	2.7	7.1
세전이익	25.9	60.9	23.6	11.0	6.0	(12.1)	15.4	18.6	29.2	6.1	6.1
순이익	22.0	72.3	36.6	(3.1)	3.2	(20.3)	16.5	36.4	29.9	6.3	6.2
% qoq											
매출액	1.8	6.2	(4.0)	(2.6)	3.6	6.1	6.0	(0.8)			
영업이익	5.0	23.5	(2.5)	(20.8)	7.3	4.2	14.9	(2.2)			
세전이익	7.1	25.7	(12.9)	(5.2)	2.2	4.2	14.4	(2.7)			
순이익	3.8	34.9	(21.7)	(11.5)	10.5	4.2	14.4	3.6			

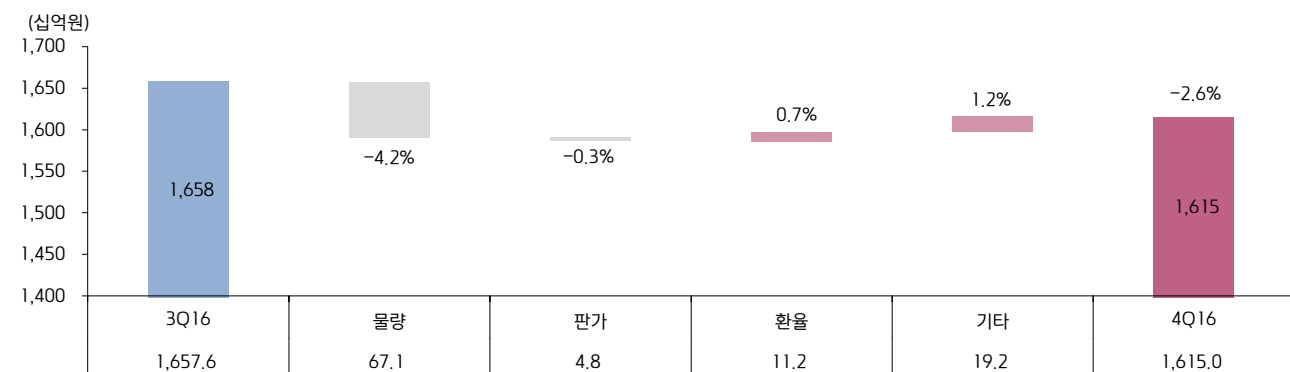
자료: 한국타이어, 키움증권 추정

한국타이어 매출액 변동분석(전년동기비): 물량증가(+8.6%)가 매출액 증가(+1.2%)를 견인



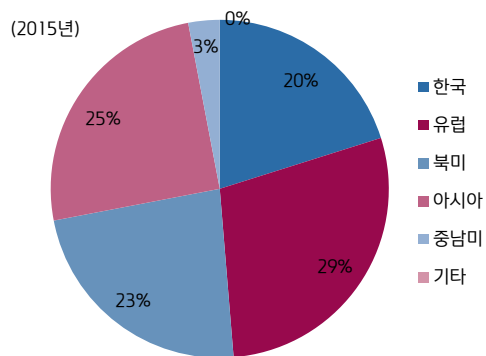
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 매출액 변동분석(전분기비): 제한적 판가하락(-0.3%)에도 계절적 물량감소(-4.2%)가 매출 감소(-2.6%)



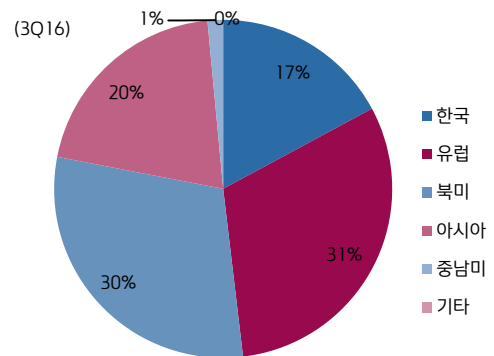
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 지역별 매출비중 (2015년)



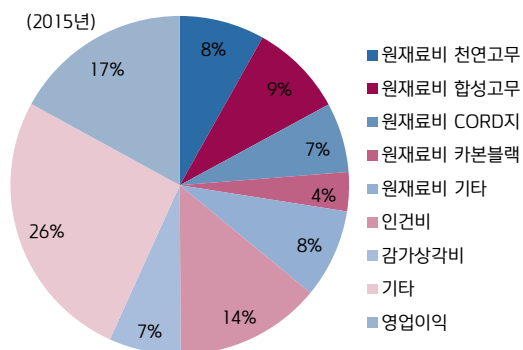
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 지역별 매출비중 (3Q16 누적)



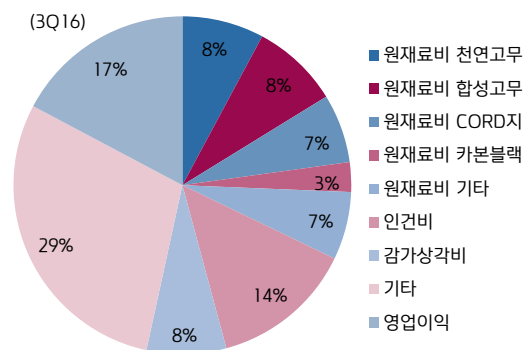
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 비용의 분류 (2015년, 매출액 대비)



자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 비용의 분류 (3Q16 누적, 매출액 대비)



자료: 한국타이어, 키움증권

실적발표 주요 질의응답

1. (가격인상) 경쟁사 가격 인상에 따른 한국타이어 전략은?

- 가격 인상에 무게. 이미 가격인상 반영한 곳도 있음
- 판매 주체에 인상에 대한 가이드스를 제시하고 상황을 보는 중
- 시장별로 상이한 가격 전략으로 일관된 커뮤니케이션을 위한 상황을 정리 중

2. (가이드스) 주요 가정은?

- 판가 인상은 반영
- 2H16의 환율 편차가 커졌고, 미국 상황에 대한 불확실성은 확대 중
- 내부적으로 지난 2년간 매출액 7조원 달성을 못했기 때문에
- 테네시 생산능력 증가, 늘어난 볼륨, 가격 인상을 통한 공격적 가이드스 제시

3. (현금흐름) 늘어난 잉여현금 흐름, 향후 투자나 배당에 대한 전략 변화는?

- 대부분 유보할 것. 배당은 과거 기조 유지, 투자 활동이나 M&A는 긍정적 고려 중
- 트럼프 정책 변화에 따른 미국 2기 가동 시점 고민 중
- 배당이나 투자 건은 과거 기조에서 큰 변화 없을 것
- JAX(호주 유통업체 인수)는 투자 금액이 크지 않았음

4. (재고) 판가 인상 국면에서 리테일 재고 Restocking 가능성은?

- 소매업체의 경우 유통 재고가 적은 것은 사실 (가격 하락을 염두한 전략)
- 지난 4년간 소매업체의 재고는 하락 추세이나,
- 한국타이어의 재고는 동일한 수준을 유지 중
- 가격 인상 시 판매법인 - 리테일 딜러간 재고 이동이 빨라질 것으로 예상 가능
- 판매법인 - 소매상 관계를 잘 유지하며 가격 인상에 대한 여지를 풀어갈 것

5. (실적) 4Q16 실적 요인 분석

- 원가율 변동 없었음. 판관비 상승이 시장 예상대비 부진한 사유
- 실적 호조로 인센티브가 평균 반영 수준보다 높아 4분기 일시 반영
- 유가 상승에 따른 해상 운임료 상승

6. (라우펜) 라우펜 장기 비중 목표는?

- 양적 성장을 위해서 2nd brand 육성은 필수적 (동일 브랜드로 시장 대응하는데 한계)
- 아직은 한자리수 비중이나, 한국타이어 브랜드 포지션 좋아 시장에 통하는 상황
- 미국과 유럽을 중심으로 대응할 것이며, 점진적으로 두자리수까지 비중 확대 예정

7. (예상 실적) 4분기 실적 수준을 감안 시 가이던스 수익성 가능한지?

- 영업이익률을 분기별, 월별로 관리하진 않음
- 연간 반영할 비용(인센티브 등)은 월간 분할해 적정수준 배분
- 4Q16 실적은 일회성 상여지급 규모가 컸다는 점에 주목
- 연간으로 15.3% 달성에 무리가 없는 상황
- 평가 인상에 대한 부분이 마진 가시성을 높일 것

8. (OE 수주) 신규 수주 기대 업체는?

- 업체 변동으로 인한 수익성 변동은 제한적
- 업체 상황에 따른 볼륨 증감이 있어 거래선 변경이 실적에 미치는 영향이 적기 때문
- 신규 OE 거래선은 늘어나는 중 (일본 OE 주요 차급 볼륨 증가 중)
- 신규 OE 상담 또한 다수 있으나, 매출 발생 시점은 2-3년 뒤
- 전기차 브랜드를 비롯 주요 메이저 업체의 수주 상담 지속 중

9. (테네시) 트럼프 취임 이후 생산능력 변동 여지는?

- 신규 생산능력 확대 시 인허가 과정 있어 기존 발표와 크게 달라지지는 않을 것
- 다만 현지 주정부가 협조적이기 때문에 늘어질 가능성도 없음
- 정부 정책에 따라 탄력적으로 방향성은 가져갈 계획

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	66,808	64,282	66,261	71,999	75,537
매출원가	42,808	40,840	40,481	44,719	46,773
매출총이익	24,000	23,441	25,780	27,280	28,764
판매비및일반관리비	13,684	14,591	14,742	15,940	16,622
영업이익	10,316	8,850	11,038	11,340	12,142
영업이익률(%)	15.4%	13.8%	16.7%	15.7%	16.1%
영업외손익	-960	-456	-189	174	70
이자수익	213	190	73	28	30
배당금수익	1	0	2	2	2
외환이익	2,158	2,693	2,409	2,326	2,667
이자비용	499	438	486	406	379
외환손실	2,905	3,259	3,054	3,094	3,573
관계기업지분법손익	0	137	362	447	478
투자및기타자산처분손익	-60	-25	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	55	84	74	28	10
기타	77	161	429	843	836
법인세차감전이익	9,356	8,394	10,848	11,514	12,212
법인세비용	2,363	1,829	2,318	2,449	2,585
유호법인세율(%)	25.3%	21.8%	21.4%	21.3%	21.2%
당기순이익	6,993	6,565	8,530	9,065	9,627
지배주주지분순이익(억원)	7,004	6,554	8,497	9,053	9,614
EBITDA	14,606	13,438	15,445	16,136	17,319
현금순이익(Cash Earnings)	11,283	11,153	12,938	13,861	14,804
수정당기순이익	6,997	6,520	8,473	9,044	9,619
증감율(% YoY)					
매출액	-5.5	-3.8	3.1	8.7	4.9
영업이익	0.1	-14.2	24.7	2.7	7.1
법인세차감전이익	-5.5	-10.3	29.2	6.1	6.1
당기순이익	-4.9	-6.1	29.9	6.3	6.2
지배주주지분 당기순이익	-5.1	-6.4	29.6	6.6	6.2
EBITDA	1.2	-8.0	14.9	4.5	7.3
EPS	-5.1	-6.4	29.6	6.6	6.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	11,470	11,137	12,141	12,158	13,550
당기순이익	6,993	6,565	8,530	9,065	9,627
감가상각비	4,178	4,465	4,061	4,532	4,985
무형자산상각비	112	124	346	264	192
외환손익	386	375	644	768	906
자산처분손익	113	103	-2	0	0
지분법손익	0	-137	-362	-447	-478
영업활동자산부채 증감	-623	-806	-433	-1,255	-774
기타	311	449	-645	-769	-908
투자활동현금흐름	-9,048	-21,037	-9,713	-10,148	-10,427
투자자산의 처분	357	-12,651	-41	-115	-71
유형자산의 처분	107	140	0	0	0
유형자산의 취득	-9,366	-8,630	-9,268	-9,546	-9,833
무형자산의 처분	-145	-40	-44	-32	-23
기타	0	144	-360	-454	-500
재무활동현금흐름	-1,959	8,887	-1,732	-1,720	-1,786
단기차입금의 증가	-3,479	1,596	310	336	353
장기차입금의 증가	2,015	7,786	-1,873	-2,035	-2,135
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-495	-495	-495	-495	-495
기타	0	0	327	474	491
현금및현금성자산의순증가	428	-878	696	289	1,337
기초현금및현금성자산	6,824	7,252	6,374	7,069	7,358
기말현금및현금성자산	7,252	6,374	7,069	7,358	8,695
Gross Cash Flow	12,094	11,943	12,574	13,413	14,324
Op Free Cash Flow	1,866	2,034	3,029	2,557	3,750

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	38,798	33,888	35,431	38,176	41,027
현금및현금성자산	7,252	6,374	7,069	7,358	8,695
유동금융자산	4,535	1,187	1,224	1,330	1,395
매출채권및유동채권	12,546	11,950	12,318	13,385	14,043
재고자산	14,460	14,303	14,744	16,020	16,808
기타유동비금융자산	5	74	76	83	87
비유동자산	44,403	61,074	66,747	72,558	78,293
장기매출채권및기타비유동채권	714	1,303	1,343	1,459	1,531
투자자산	1,182	11,949	12,315	12,772	13,257
유형자산	40,204	44,940	50,147	55,161	60,009
무형자산	1,321	1,428	1,125	894	725
기타비유동자산	983	1,453	1,817	2,271	2,771
자산총계	83,201	94,961	102,177	110,733	119,320
유동부채	30,693	29,069	27,266	26,019	24,218
매입채무및기타유동채무	11,215	11,668	12,028	13,069	13,712
단기차입금	14,624	14,924	15,233	15,570	15,923
유동성장기차입금	3,818	1,387	-1,118	-3,840	-6,696
기타유동부채	1,038	1,089	1,123	1,220	1,280
비유동부채	7,343	14,485	15,469	16,702	17,958
장기매입채무및비유동채무	441	811	836	908	953
사채및장기차입금	5,795	12,646	13,278	13,965	14,685
기타비유동부채	1,107	1,028	1,355	1,829	2,320
부채총계	38,036	43,553	42,735	42,721	42,177
자본금	619	619	619	619	619
주식발행초과금	29,935	29,935	29,935	29,935	29,935
이익잉여금	15,424	21,341	29,342	37,901	47,021
기타자본	-868	-551	-551	-551	-551
지배주주지분자본총계	45,110	51,344	59,346	67,904	77,024
비지배주주지분자본총계	55	64	97	108	120
자본총계	45,165	51,408	59,443	68,012	77,144
순차입금	12,449	21,396	19,100	17,007	13,822
총차입금	24,236	28,957	27,393	25,695	23,912

투자지표

(단위: 원, 배, %)

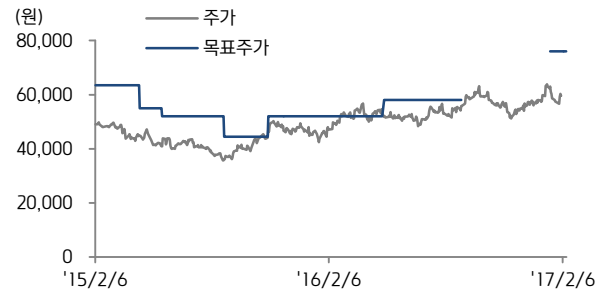
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	5,654	5,291	6,859	7,308	7,761
BPS	36,416	41,448	47,908	54,817	62,179
주당EBITDA	11,791	10,848	12,468	13,026	13,981
CFPS	9,108	9,004	10,444	11,189	11,951
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	9.3	8.9	6.9	6.4	6.1
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.3	5.9	5.0	4.7	4.2
PCFR	5.8	5.2	4.5	4.2	3.9
수익성(%)					
영업이익률	15.4	13.8	16.7	15.7	16.1
순이익률	10.5	10.2	12.9	12.6	12.7
EBITDA margin	21.9	20.9	23.3	22.4	22.9
총자산이익률(ROA)	8.7	7.4	8.7	8.5	8.4
자기자본이익률(ROE)	16.6	13.6	15.4	14.2	13.3
투자자본이익률(ROIC)	14.2	11.9	13.3	12.5	12.4
안정성(%)					
부채비율	84.2	84.7	71.9	62.8	54.7
순차입금비율	27.6	41.6	32.1	25.0	17.9
이자보상배율(배)	20.7	20.2	22.7	27.9	32.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	5.2	5.5	5.6	5.5
재고자산회전율	4.6	4.5	4.6	4.7	4.6
매입채무회전율	6.2	5.6	5.6	5.7	5.6

- 당사는 2월 3일 현재 '한국타이어 (161390)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국타이어 (161390)	2015/02/02	Buy(Maintain)	63,500원
	2015/04/16	Buy(Maintain)	55,000원
	2015/05/21	Buy(Maintain)	52,000원
	2015/08/26	Buy(Maintain)	44,500원
	2015/11/03	Buy(Maintain)	52,000원
	2016/05/02	Outperform(downgrade)	58,000원
	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	76,000원
	2017/02/06	Buy(Maintain)	76,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%