

2017. 7. 19



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월) 54,000 원

현재주가 (7.18) 66,200 원

상승여력 -18.5%

KOSPI 2,426.04pt

시가총액 82,005억원

발행주식수 12,388만주

유동주식비율 57.41%

외국인비중 42.33%

52주 최고/최저가 66,700원/51,200원

평균거래대금 147.4억원

## 주요주주(%)

한국타이어월드와이드 42.57

국민연금 7.03

자사주 0.02

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.76 8.52 21.92

상대주가 1.36 -12.01 6.65

## 주가그래프



## 한국타이어 161390

## 변곡점, 가격인상 충분히 반영될까?

- ✓ 2Q17은 5년만의 공식 ASP 인상 반영과 확대되어왔던 인센티브가 충돌하는 첫 분기
- ✓ 지속됐던 인센티브 상승을 공식 ASP 인상으로 상쇄 또는 극복할 수 있는지 여부에 따라 향후 중장기 매출성장 기대치의 방향성이 달라지는 상황
- ✓ 당사는 수요 부진·공급 과잉·경쟁 강화에 따른 인센티브 상승으로 실질 ASP 하락이 불가피하다고 판단. 2Q17 매출·영업이익은 각각 시장기대치를 4%, 17% 하회할 전망
- ✓ 기업가치 개선 위해서는 매출 확대를 견인할 뚜렷한 수요성장 근거 발현이 필요

## 2Q17, 공식 ASP 인상 vs. 인센티브 상승의 첫 번째 충돌

ASP: 한국타이어는 지난해 4월 1Q16 실적발표 간담회에서 당시 톤당 \$1,200 내외 (천연고무)·\$1,500 내외 (합성고무)였던 주요 원재료 가격이 \$2,000대 중반 이상으로 상승할 경우 ASP 인상이 가능하다고 언급 → 지난 17년 2월, 재고 restocking 및 투기적 수요 영향으로 이들 가격이 각각 톤당 \$2,200·\$3,100까지 상승하자 5년만의 공식적인 ASP 인상을 발표 → 2Q17은 ASP 인상이 반영되는 첫 번째 분기

인센티브: 공식 ASP 인상 또는 인하가 부재했던 16년 연간기준 실질 ASP는 RV Mix 개선과 프리미엄 OE 모델 공급 증가에도 인센티브 지급 확대로 -3.8% 하락 (환율 영향 배제 기준) → 마찬가지로 공식 ASP 인상·인하가 부재했던 1Q17 실질 ASP 또한 -5.4%로 하락 폭을 확대 (환율 영향 배제 기준)

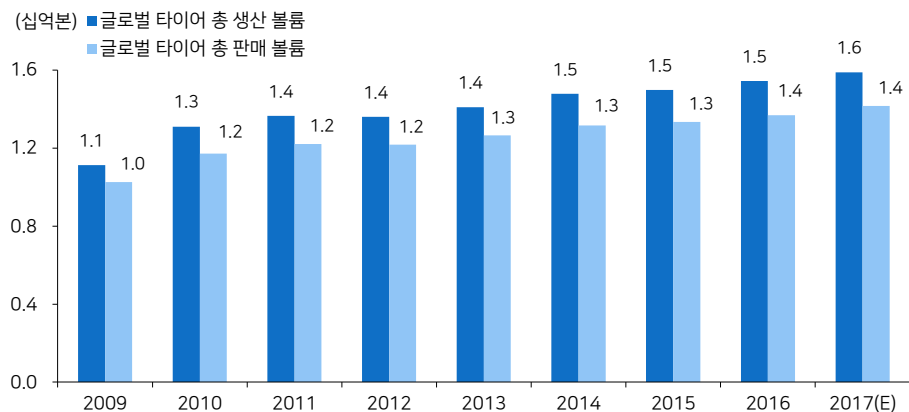
2Q17은 공식 ASP 인상분 반영과 확대되어왔던 인센티브가 충돌하는 첫 번째 분기이다. '실질 ASP 변동 폭'을 통해 수요 부진·공급 과잉·경쟁 강화에 따른 인센티브 상승을 공식 ASP 인상으로 상쇄할 수 있는지를 확인하는 것이 실적의 핵심이다. 당사는 실질 ASP 하락이 불가피하다고 판단하며, 매출은 전년동기 대비 -2% 감소한 1,69조원, 영업이익은 -36% 줄어든 1,976억원 (이익률 11.6%)을 전망한다.

## 밸류에이션 확장을 위한 매출 성장 불확실, 시장 추정치 하락세 지속 중

타이어 업체의 주가동행지표는 매출이었으며, 중장기 매출성장 가시성이 커지고 이를 통한 지속적 이익개선 기대감이 상승할 때 밸류에이션이 확장되었다. 매출성장을 위해서는 판매볼륨 증가와 실질 ASP 인상이 필요하나, Michelin과 LMC의 시장수요 전망은 올해 2~3%에 불과하며, 이 같은 보수적 추정도 지난 5년간 하향조정된 결과 값이다. 수요 불확실성을 반영해 원자재 가격은 낮은 수준을 기록하고 있으며, 실질 ASP 방향성 또한 하향정체 중이다 (글로벌 Top 3 단기 원자재 오버슈팅 국면에서 2차 평가인상 단행했으나, 이후 원자재 가격하락으로 Tier-2 이하 업체들의 동조 부재). 기업가치 개선 위해서는 3년째 내려가고 있는 17년·18년 매출 시장기대치 반등을 위한 '시장수요 개선의 명확한 근거'가 필요하다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	6,428	885	655	5,291	-6.4	41,448	12.5	1.6	7.7	13.6	56.3
2016	6,622	1,103	873	7,046	33.2	48,027	9.4	1.4	6.2	15.7	39.0
2017E	6,773	876	701	5,656	-19.7	53,037	11.7	1.2	7.2	11.2	37.3
2018E	7,122	969	784	6,327	11.9	58,955	10.5	1.1	6.7	11.3	34.1
2019E	7,334	996	811	6,549	3.5	65,046	10.1	1.0	6.4	10.5	30.6

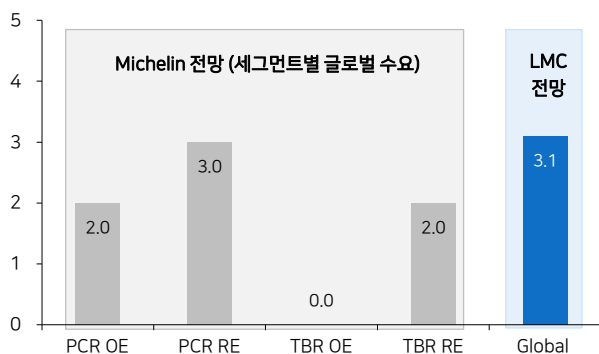
그림1 지난 09년 이후 글로벌 타이어 시장의 공급과잉 지속



자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

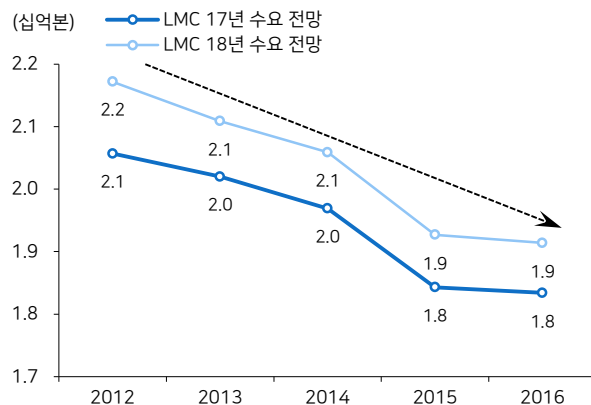
그림2 Michelin-LMC의 17년 수요성장 전망 +2-3% 수준

(%) 2017년 타이어 수요 전망



자료: Michelin, LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 이 같은 보수적 전망 또한 지난 5년간 조정된 결과 값

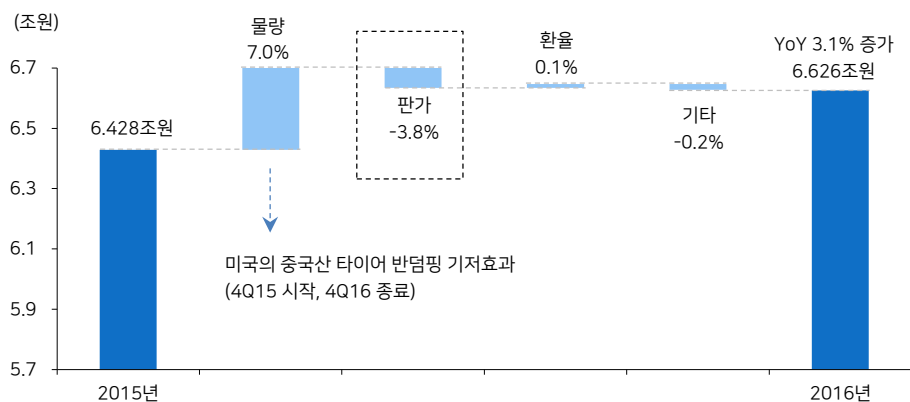


자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

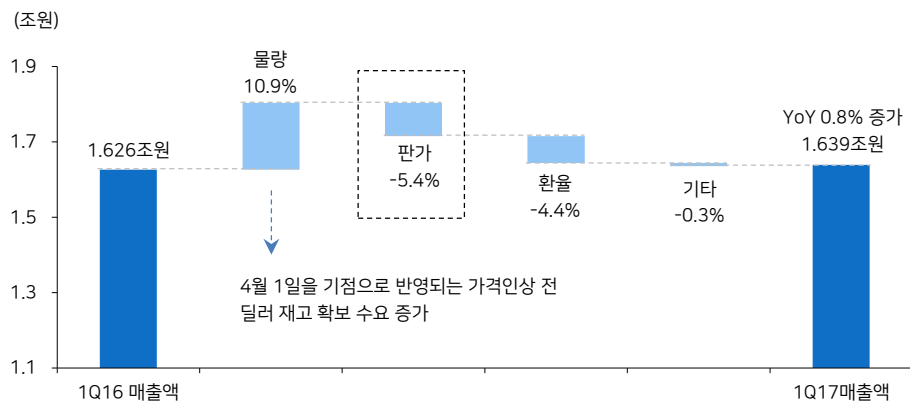
그림4 Restocking 및 투기적 수요로 단기 급등했던 BD가격, 수요 부재로 다시 급락



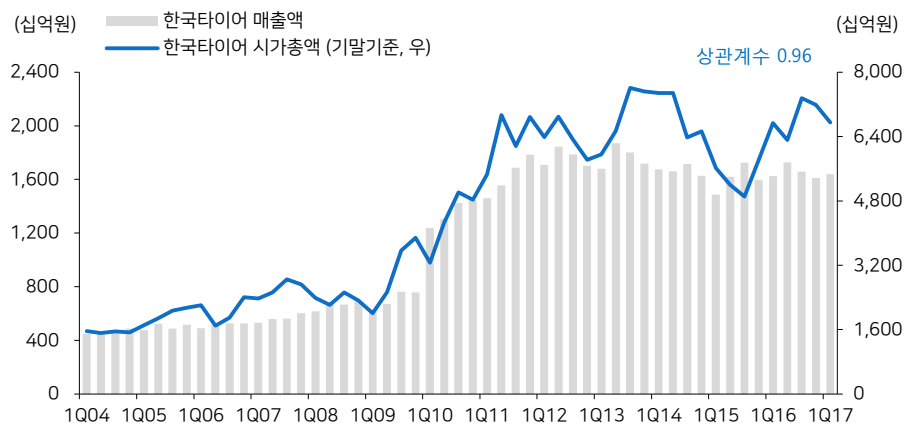
자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림5** 지난 16년 공식 ASP 변동이 부재했음에도 환율 배제 실질 ASP 전년대비 -3.8% 감소

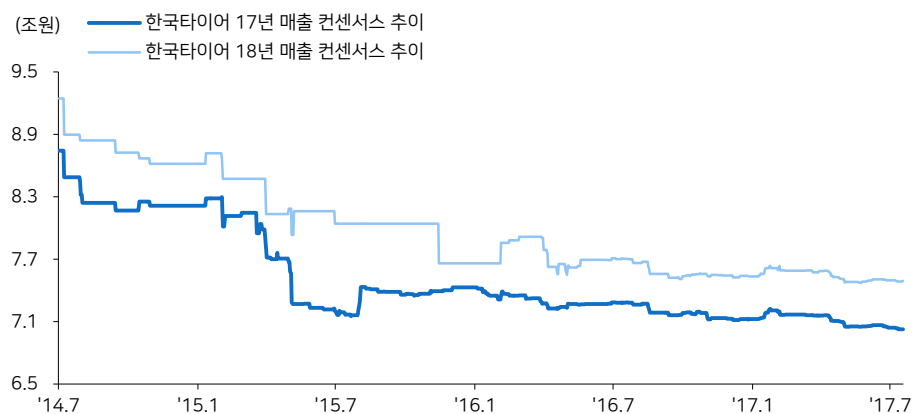
자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

**그림6** 4월 ASP 인상 전 선수요 발생으로 1Q17 판매볼륨은 일시적으로 크게 증가했으나 매출은 정체. 이는 비우호적 환율과 실질 ASP 하락 (-5.4% YoY)에 근거

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

**그림7** 한국타이어의 주가동행지표는 매출성장 방향성 (시가총액-매출 상관계수 0.96)

자료: 한국타이어, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림8** 지난 3년 동안 한국타이어의 17년·18년 매출 시장 컨센서스는 지속적인 하락세를 이어왔음

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

타이어 업체의 주가동행지표는 매출. 중장기 매출성장 가시성이 증가하고 이를 통해 지속적인 이익개선 기대감이 상승할 때 밸류에이션이 확장될 수 있었다. 매출 성장을 위해서는 판매볼륨 성장과 실질 ASP 인상이 필요하나, Michelin과 LMC의 시장수요 전망은 올해 전년대비 +2~3%에 불과하며, 이 같은 보수적 추정도 지난 5년간 하향 조정되어온 결과 값이다.

수요부진 불확실성을 반영해 원자재 가격은 낮은 수준을 유지하고 있으며, 실질 ASP의 방향성은 하향정체 중이다. 글로벌 Top 3는 단기 원자재 오버슈팅 국면이었던 지난 1Q17 중 지난해 연말 1차 평가인상에 이어 2차 평가인상을 단행했으나, 이후 원자재 가격이 급락하며 과거와 같은 Tier-2 이하 업체들의 동조는 부재했다. Tier-2 업체들은 선제적 가격인상을 결정했던 Top 3 업체들이 달러와의 공급가격 협상 과정에서 인센티브를 확대할 수 밖에 없을 것으로 전망하고 있다.

기업가치 개선을 위해서는 지난 14년 이후 3년째 줄어들고 있는 17년·18년 매출 시장기대치의 반등을 위한 시장수요 개선의 명확한 근거가 필요하다고 판단한다. 지난 90년대 이후 한국타이어의 Trading PER은 매출성장 정체국면에서 약 9배 수준으로 거래되어 왔다. 17년 지배주주 순이익은 원자재 가격 급등에 따른 원가율 악화로 전년대비 -20% 감소할 7,007억원이 전망되며, 18년은 유로화 강세, 원자재 가격 하향 안정화에 따른 기저효과로 전년대비 +12% 증가한 7,837억원이 예상된다. 2H17에 들어선 지금 17년·18년 평균 EPS 추정치에 기존 적정 PER 9.0배를 적용해 적정 기업가치를 산출하며, 이에 따라 적정 주가는 기존 54,000원을 유지한다. 현 주가가 정당화되기 위해서는 시장 수요전망 상향조정에 근거한 매출성장 가시성 확대와 이를 통한 밸류에이션 확장, 또는 비용구조 개선과 원자재 가격의 추가적 하락에 근거한 손익 개선이 필요할 전망이다.

**표1 17E·18E 평균 EPS 추정치에 매출 정체기에 적용됐던 적정 PER 9.0배를 적용했을 때, 산출 가능한 적정주가는 현 주가대비 18.5% 낮은 54,000원**

적정 PER (배, a) - 90년대 이후 3년 이상 매출이 정체됐을 때 부여했던 평균 PER 9.0배	9.0배
한국타이어 17E·18E 평균 EPS (원, b)	5,992원
Fair Value (원, c = a x b)	53,924원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>54,000원</b>
현재 주가 (7월 18일 기준 종가)	66,200원
<b>괴리율 (%)</b>	<b>-18.5%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권리서치센터

표2 한국타이어 2Q17 영업이익, 기대 이하의 매출 성장과 높아진 원자재 가격 반영으로 시장기대치 17% 하회 전망

(십억원)	2Q16	1Q17	2Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	1,727	1,639	-1.7	3.6	1,698	-3.9	1,768
영업이익	310	232	-36.3	-14.9	198	-17.4	239
세전이익	311	207	-32.8	1.0	209	-14.8	245
순이익	264	167	-37.4	-1.2	165	-12.8	190
영업이익률(%)	18.0	14.2			11.6		13.5
세전이익률(%)	18.0	12.6			12.3		13.9
순이익률(%)	15.3	10.2			9.7		10.7

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표3 17년·18년 매출 및 수익성 시장기대치를 하회할 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,773	7,028	-3.6	7,122	7,491	-4.9
영업이익	876	1,035	-15.4	969	1,159	-16.4
세전이익	889	1,029	-13.6	1,011	1,179	-14.2
순이익	701	809	-13.4	784	921	-14.9
영업이익률 (%)	12.9	14.7	-1.8%p	13.6	15.5	-1.9%p
세전이익률 (%)	13.1	14.6	-1.5%p	14.2	15.7	-1.5%p
순이익률 (%)	10.3	11.5	-1.2%p	11.0	12.3	-1.3%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표4 2Q17 부진 반영 17년 이익추정치 하향, 유료화 강세 반영 18년 이익추정치 소폭 상향

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	6,622	6,773	7,122
매출액 - 기존 추정	6,622	6,814	7,221
% change	0.0%	-0.6%	-1.4%
영업이익 - 신규 추정	1,103	876	969
영업이익 - 기존 추정	1,103	911	951
% change	0.0%	-3.8%	1.9%
세전이익- 신규 추정	1,092	889	1,011
세전이익- 기존 추정	1,092	928	991
% change	0.0%	-4.2%	2.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	873	701	784
지배주주 순이익 - 기존 추정	873	727	771
% change	0.0%	-3.6%	1.7%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	7,046	5,656	6,327
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	7,046	5,871	6,224
% change	0.0%	-3.7%	1.7%

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표5 한국타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,626	1,727	1,658	1,611	1,639	1,698	1,729	1,707	6,622	6,773	7,122
(% YoY)	9.4	6.6	-3.9	0.9	0.8	-1.7	4.3	6.0	3.0	2.3	5.2
타이어	1,564	1,685	1,606	1,677	1,613	1,639	1,668	1,750	6,531	6,669	7,015
(% YoY)	11.1	7.2	-2.6	9.6	3.2	-2.7	3.9	4.3	6.1	2.1	5.2
판매볼륨 (천본)	23,817	25,416	24,117	25,700	25,091	25,490	25,413	26,588	99,050	102,582	106,308
(% YoY)	4.8	4.9	5.7	4.7	5.3	0.3	5.4	3.5	5.0	3.6	3.6
ASP (원)	66,697	66,157	65,601	64,197	63,286	64,291	65,635	65,813	65,633	65,015	65,991
(% YoY)	6.9	-3.4	-6.3	-5.7	-5.1	-2.8	0.1	2.5	-2.5	-0.9	1.5
기타	63	43	52	-66	26	59	60	-43	90	104	107
(% YoY)	-21.5	-12.8	-32.6	-199.3	-57.8	39.5	17.0	-35.8	-66.8	14.7	3.1
OP	251	310	303	239	232	198	237	209	1,103	876	969
(% YoY)	23.6	54.4	25.2	0.0	-7.5	-36.3	-21.6	-12.7	24.7	-20.6	10.7
RP	247	311	271	264	207	209	250	223	1,092	889	1,011
(% YoY)	25.9	60.9	23.6	14.3	-16.3	-32.8	-7.6	-15.5	30.1	-18.6	13.8
NP	196	264	207	207	167	165	191	177	873	700.7	783.7
(% YoY)	21.5	71.3	36.8	9.2	-14.4	-37.4	-7.5	-14.4	33.2	-19.7	11.9
이익률 (%)											
OP margin	15.4	18.0	18.3	14.9	14.2	11.6	13.7	12.2	16.7	12.9	13.6
RP margin	15.2	18.0	16.3	16.4	12.6	12.3	14.5	13.1	16.5	13.1	14.2
NP margin	12.0	15.3	12.5	12.8	10.2	9.7	11.0	10.4	13.2	10.3	11.0
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,492	1,458	1,495	1,511	1,697	1,878	1,789	1,709	1,493	1,765	1,678
NR Input cost	1,355	1,279	1,457	1,393	1,576	1,975	1,800	1,700	1,371	1,763	1,700
SR Input cost	1,779	1,888	1,858	1,896	2,453	2,750	2,550	2,300	1,855	2,513	2,150
FX 가정 (원)											
원·달러 평균 환율	1,195	1,162	1,121	1,158	1,153	1,130	1,130	1,130	1,159	1,136	1,130
원·유로 평균 환율	1,316	1,312	1,248	1,246	1,228	1,239	1,290	1,300	1,281	1,264	1,350

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

## 한국타이어(161390)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,428	6,622	6,773	7,122	7,334
매출액증가율 (%)	-3.8	3.0	2.3	5.2	3.0
매출원가	4,084	4,045	4,428	4,577	4,721
매출총이익	2,344	2,577	2,345	2,545	2,613
판매비와관리비	1,459	1,474	1,469	1,576	1,616
영업이익	885	1,103	876	969	996
영업이익률 (%)	13.8	16.7	12.9	13.6	13.6
금융수익	-78	-22	17	-1	-1
종속/관계기업관련손익	14	45	35	36	38
기타영업외손익	2	34	-38	7	14
세전계속사업이익	823	1,160	889	1,011	1,047
법인세비용	183	213	183	222	230
당기순이익	640	947	706	789	816
지배주주지분 손이익	655	873	701	784	811

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,389	3,293	3,880	4,080	4,443
현금및현금성자산	637	465	677	712	807
매출채권	1,001	1,058	1,287	1,353	1,467
재고자산	1,430	1,436	1,558	1,638	1,760
비유동자산	6,107	6,329	6,470	6,996	7,377
유형자산	4,494	4,699	4,649	4,895	5,127
무형자산	143	146	212	233	252
투자자산	1,098	1,102	1,151	1,318	1,393
자산총계	9,496	9,622	10,350	11,075	11,820
유동부채	2,907	2,447	2,714	2,710	2,723
매입채무	409	405	414	436	448
단기차입금	1,492	869	1,042	1,094	1,094
유동성장기부채	139	383	499	499	503
비유동부채	1,448	1,214	1,054	1,050	1,027
사채	836	809	567	538	511
장기차입금	429	266	346	363	363
부채총계	4,355	3,660	3,768	3,760	3,751
자본금	62	62	76	76	76
자본잉여금	2,993	2,993	2,993	2,993	2,993
기타포괄이익누계액	-48	-43	-43	-43	-43
이익잉여금	2,134	2,951	3,557	4,290	5,045
비지배주주지분	6	12	12	12	12
자본총계	5,141	5,961	6,582	7,315	8,070

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,114	1,218	472	933	869
당기순이익(손실)	657	879	706	789	816
유형자산감가상각비	446	489	470	480	496
무형자산상각비	12	14	20	22	24
운전자본의 증감	-81	-237	-714	-334	-436
투자활동 현금흐름	-2,104	-740	-373	-883	-691
유형자산의 증가(CAPEX)	-863	-723	-600	-700	-700
투자자산의 감소(증가)	-4	-23	-78	-21	-19
재무활동 현금흐름	889	-650	135	-15	-84
차입금증감	160	-771	109	52	5
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	-88	-172	212	35	95
기초현금	725	637	465	677	712
기말현금	637	465	677	712	807

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018 E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	51,892	53,455	54,676	57,495	59,204
EPS(지배주주)	5,291	7,046	5,656	6,327	6,549
CFPS	11,815	13,535	10,117	10,222	10,540
EBITDAPS	10,848	12,965	11,023	11,876	12,238
BPS	41,448	48,027	53,037	58,955	65,046
DPS	400	400	450	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	9.4	11.7	10.5	10.1
PCR	5.6	4.9	6.5	6.5	6.3
PSR	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
PBR	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
EBITDA	1,344	1,606	1,365	1,471	1,516
EV/EBITDA	7.7	6.2	7.2	6.7	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	15.7	11.2	11.3	10.5
EBITDA 이익률	20.9	24.3	20.2	20.7	20.7
부채비율	56.3	39.0	37.3	34.1	30.6
금융비용부담률	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	2,019.5	2,421.6	1,823.9	1,985.4	2,058.9
매출채권회전율(x)	6.9	7.1	6.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	4.5	4.6	4.5	4.5	4.3



## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight(비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral(중립)	
	Underweight(비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 06월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국타이어(161390)투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.08.03	기업브리프	Hold	46,000	김준성	
2015.10.15	산업브리프	Hold	46,000	김준성	
2015.10.29	기업브리프	Hold	46,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Hold	46,000	김준성	
2016.01.18	산업브리프	Hold	46,000	김준성	
2016.04.18	산업브리프	Hold	46,000	김준성	
2016.05.02	기업브리프	Hold	51,000	김준성	
2016.07.11	산업브리프	Hold	51,000	김준성	
2016.08.17	기업브리프	Trading Buy	55,000	김준성	
2016.10.18	산업브리프	Hold	55,000	김준성	
2016.11.03	기업브리프	Trading Buy	60,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	60,000	김준성	
2017.02.06	기업브리프	Hold	54,000	김준성	
2017.04.05	산업분석	Hold	54,000	김준성	
2017.05.02	기업브리프	Hold	54,000	김준성	
2017.07.19	기업브리프	Hold	54,000	김준성	