

2017. 8. 9

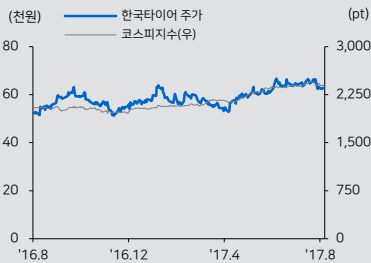


▲ 자동차, 타이어
 Analyst 김준성
 02. 6098-6690
 joonsung.kim@meritz.co.kr
 RA 이종현
 02. 6098-6654
 jonghyun_lee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	54,000 원
현재주가 (8.8)	63,000 원
상승여력	-14.3%
KOSPI	2,394.73pt
시가총액	78,041억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	57.41%
외국인비중	42.32%
52주 최고/최저가	66,700원/51,200원
평균거래대금	126.8억원
주요주주(%)	
한국타이어월드와이드	42.57
국민연금	7.03
자사주	0.02
주가상승률(%)	
	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.33 12.10 20.00
상대주가	-1.85 -4.87 12.02

주가그래프



한국타이어 161390

충분하지 않은 ASP 인상효과

- ✓ 2Q17 5년만의 공식 ASP 인상 불구 매출인식 실질 ASP는 2016년과 1Q17에 이어 여전히 역성장률 기록 (-0.9% YoY)했으며, 매출 또한 -3.5% YoY 감소
- ✓ 이 같은 ASP 하락은 1) 경쟁심화 또는 낮은 수요성장 영향으로 공식 ASP 인상 폭이 제한적이었거나, 2) 인센티브 지급 규모가 확대됐기 때문으로 판단
- ✓ 기업가치 개선 위해서는 매출 성장을 견인할 뚜렷한 수요성장과 이에 근거한 실질 ASP 상승이 선결조건

기대치를 하회한 2Q17 실적 (실질 ASP -0.9% YoY 감소)

2Q17 매출과 영업이익은 1,67조원 (-3.5% YoY), 2,038억원 (-34.3% YoY, 영업이익률 12.2%)으로 시장기대치를 각각 -4.9%, -8.6% 하회했다. 높은 원자재 투입가격 반영으로 수익성 저하는 예상되어왔으나, 1) 기대에 미치지 못한 공식 ASP 인상효과 및 낮은 수요성장 (매출성장 부진)과 2) 높아진 판매관리비 영향으로 부진한 분기실적을 기록했다.

2Q17 실질 ASP는 지난 4월 이후 반영되기 시작한 공식 ASP 인상에도 불구하고 -0.9% YoY를 기록했다. 이는 1) 경쟁심화 또는 낮은 수요성장 영향으로 공식 ASP 인상 폭이 예상보다 제한적이었거나, 2) 2016년 -3.8% YoY, 1Q17 -5.4% YoY의 실질 ASP 하락을 불러일으킨 인센티브 지급규모가 확장됐기 때문으로 판단한다.

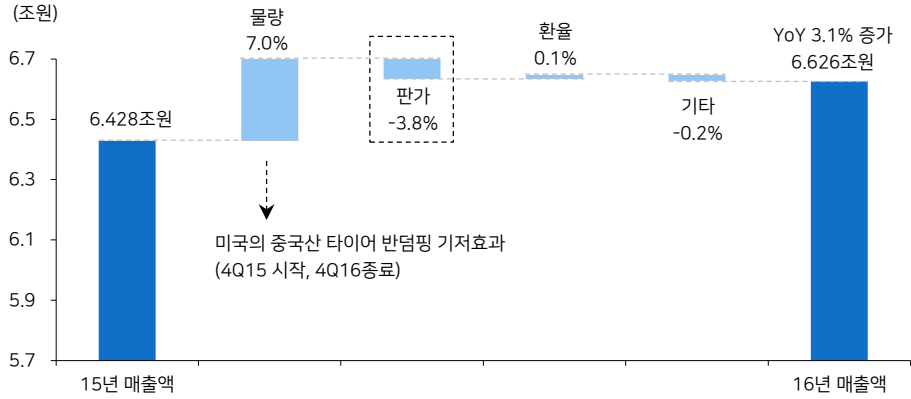
기업가치 개선을 위한 선결조건, 수요 성장의 확인

타이어 업체의 ASP 방향성은 수요의 방향성과 궤적을 함께한다. 높은 수요성장은 주요 원재료 가격상승의 근거이며, 이 같은 건강한 원재료 가격상승은 실질 ASP 상승으로 이어질 수 있다. 즉, 타이어 업종의 주가동행지표인 매출을 구성하는 양대 요소인 판매물량과 ASP는 일반적으로 동행하는 모습을 보여왔으며, 이들 지표가 선순환의 흐름을 이어갈 때 밸류에이션의 확장이 가능하다. 주요 지역별 환율의 변동, 단기 원자재 가격 등락을 통한 이익 기대 값의 변화로 Trading 접근이 가능할 수는 있지만 이는 구조적 기업가치 변화와는 성격이 다르다.

2H17에는 윈터타이어 수요증대, 미국 신 공장 가동으로 판매물량은 전년동기 대비 +5.7% 늘어날 수 있을 전망이다. 다만, 낮은 수요성장 환경 내에서의 Tier 1, 2 업체들 간의 경쟁심화, 신 공장 가동을 확보를 위한 판촉확대 영향으로 실질 ASP는 전년대비 -0.8% 감소하며, 유의미한 매출성장을 기록하기 어려울 전망이다.

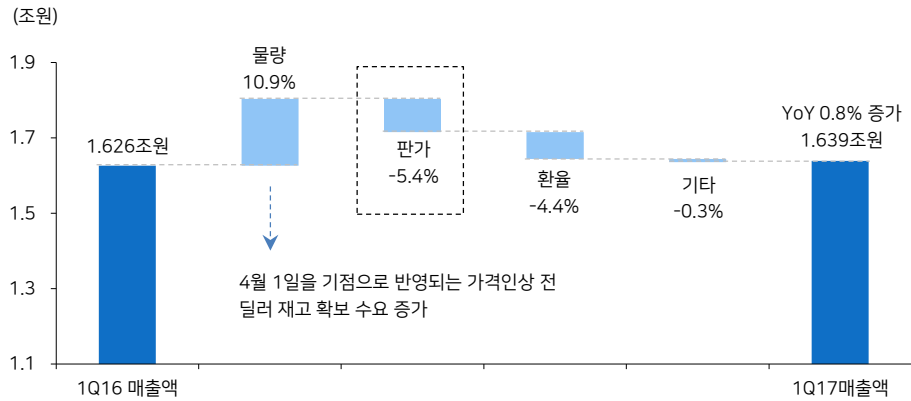
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	6,428	885	655	5,291	-6.4	41,448	11.9	1.5	7.4	13.6	56.3
2016	6,622	1,103	873	7,046	33.2	48,027	8.9	1.3	5.9	15.7	39.0
2017E	6,717	879	711	5,737	-18.6	53,117	11.0	1.2	6.9	11.3	37.2
2018E	7,073	969	787	6,352	10.7	59,060	9.9	1.1	6.4	11.3	34.0
2019E	7,252	984	779	6,286	-1.0	64,887	10.0	1.0	6.2	10.1	30.7

그림1 지난 16년 공식 ASP 변동이 부재했음에도 환율 배제 실질 ASP 전년대비 -3.8% 감소



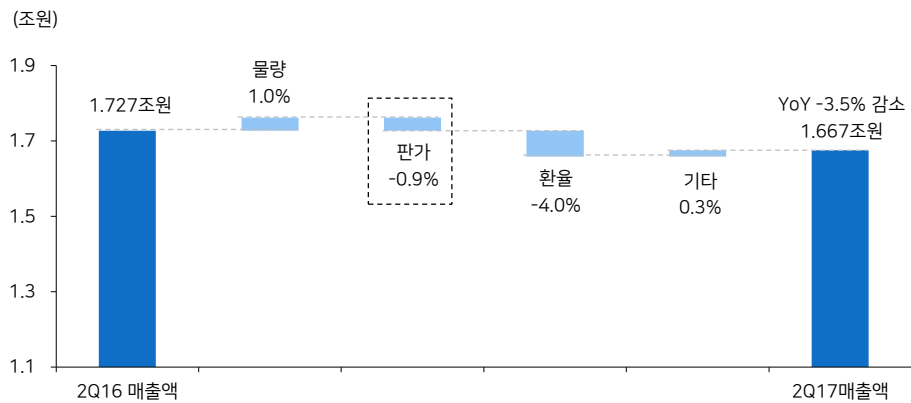
자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

그림2 4월 ASP 인상 전 선수요 발생으로 1Q17 판매볼륨은 일시적으로 크게 증가했으나 매출은 정체. 이는 비우호적 환율과 실질 ASP 하락 (-5.4% YoY)에 근거



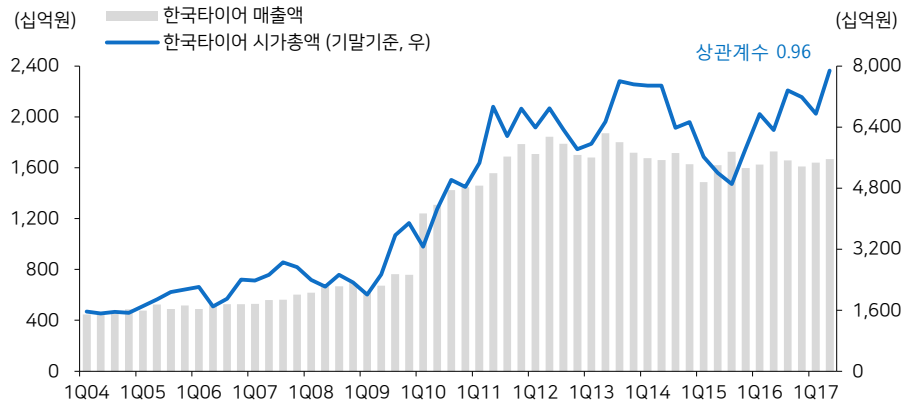
자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

그림3 공식 ASP 인상에도 불구하고 매출인식 실질 ASP는 전년동기대비 -0.9% 감소



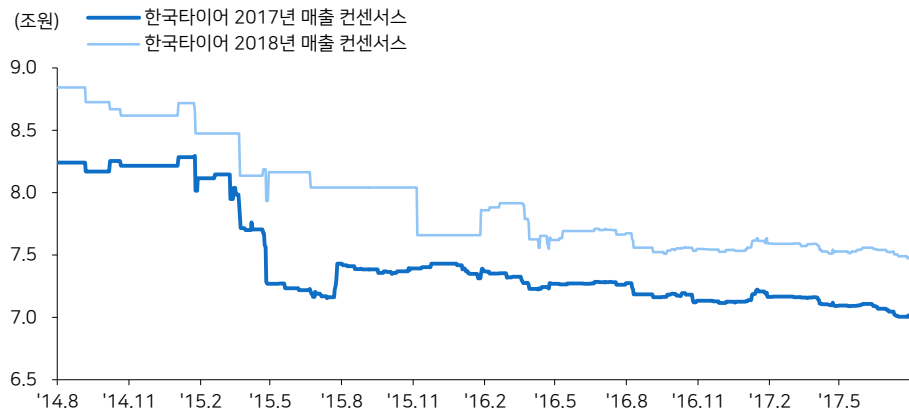
자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국타이어의 주가동행지표는 매출성장 방향성 (시가총액-매출 상관계수 0.96)



자료: 한국타이어, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 지난 3년 동안 한국타이어의 17년·18년 매출 시장 컨센서스는 지속적인 하락세를 이어왔음



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 한국타이어 2Q17 실적, 5년만의 공식 ASP 인상에도 불구하고 시장기대치를 하회

(십억원, %)	2Q16	1Q17	2Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	1,727	1,639	1,667	-3.5	1.7	1,698	-1.8	1,752	-4.9
영업이익	310	232	204	-34.3	-12.3	198	3.1	223	-8.6
세전이익	311	207	223	-28.2	7.9	209	6.8	226	-1.3
순이익	264	167	194	-26.2	16.5	165	17.9	181	7.8
영업이익률(%)	18.0	14.2	12.2			11.6		12.7	
세전이익률(%)	18.0	12.6	13.4			12.3		12.9	
순이익률(%)	15.3	10.2	11.6			9.7		10.3	

자료: 한국타이어, 메리츠증권리서치센터

표2 수요성장 부진으로 17년·18년 매출 및 수익성 시장기대치를 하회할 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,717	7,016	-4.3	7,073	7,480	-5.4
영업이익	879	1,027	-14.4	969	1,172	-17.3
세전이익	892	1,025	-13.0	990	1,199	-17.4
순이익	711	807	-11.9	787	936	-15.9
영업이익률 (%)	13.1	14.6	-1.6%p	13.7	15.7	-2.0%p
세전이익률 (%)	13.3	14.6	-1.3%p	14.0	16.0	-2.0%p
순이익률 (%)	10.6	11.5	-0.9%p	11.1	12.5	-1.4%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권리서치센터

표3 2H17 및 18년에 대한 기존 이익추정치 큰 변동 없이 유지

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	6,622	6,717	7,073
매출액 - 기존 추정	6,622	6,773	7,122
% change	0.0%	-0.8%	-0.7%
영업이익 - 신규 추정	1,103	879	969
영업이익 - 기존 추정	1,103	876	969
% change	0.0%	0.3%	0.0%
세전이익- 신규 추정	1,092	892	990
세전이익- 기존 추정	1,092	889	1,011
% change	0.0%	0.3%	-2.1%
지배주주 순이익 - 신규 추정	873	711	787
지배주주 순이익 - 기존 추정	873	701	784
% change	0.0%	1.4%	0.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	7,046	5,737	6,352
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	7,046	5,656	6,327
% change	0.0%	1.4%	0.4%

자료: 한국타이어, 메리츠증권리서치센터

표4 한국타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,626	1,727	1,658	1,611	1,639	1,667	1,717	1,694	6,622	6,717	7,073
(% YoY)	9.4	6.6	-3.9	0.9	0.8	-3.5	3.6	5.2	3.0	1.4	5.3
타이어	1,564	1,685	1,606	1,677	1,613	1,605	1,657	1,737	6,531	6,612	6,967
(% YoY)	11.1	7.2	-2.6	9.6	3.2	-4.7	3.2	3.6	6.1	1.2	5.4
판매볼륨 (천본)	23,817	25,416	24,117	25,700	25,091	25,544	25,761	26,876	99,050	103,272	107,031
(% YoY)	4.8	4.9	5.7	4.7	5.3	0.5	6.8	4.6	5.0	4.3	3.6
ASP (원)	66,697	66,157	65,601	64,197	63,286	62,849	64,306	64,624	65,633	64,022	65,095
(% YoY)	6.9	-3.4	-6.3	-5.7	-5.1	-5.0	-2.0	0.7	-2.5	-2.5	1.7
기타	63	43	52	-66	26	61	60	-42	90	106	106
(% YoY)	-21.5	-12.8	-32.6	-199.3	-57.8	44.1	16.2	-36.3	-66.8	16.8	0.6
OP	251	310	303	239	232	204	238	205	1,103	879	969
(% YoY)	23.6	54.4	25.2	0.0	-7.5	-34.3	-21.5	-14.3	24.7	-20.4	10.3
RP	247	311	271	264	207	223	247	215	1,092	892	990
(% YoY)	25.9	60.9	23.6	14.3	-16.3	-28.2	-8.8	-18.4	30.1	-18.4	11.0
NP	196	264	207	207	167	194	185	165	873	710.6	786.8
(% YoY)	21.5	71.3	36.8	9.2	-14.4	-26.8	-10.6	-20.1	33.2	-18.6	10.7
이익률 (%)											
OP margin	15.4	18.0	18.3	14.9	14.2	12.2	13.8	12.1	16.7	13.1	13.7
RP margin	15.2	18.0	16.3	16.4	12.6	13.4	14.4	12.7	16.5	13.3	14.0
NP margin	12.0	15.3	12.5	12.8	10.2	11.6	10.8	9.7	13.2	10.6	11.1
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,492	1,458	1,495	1,511	1,697	1,836	1,702	1,673	1,493	1,725	1,708
NR Input cost	1,355	1,279	1,457	1,393	1,576	2,082	1,870	1,800	1,371	1,832	1,850
SR Input cost	1,779	1,888	1,858	1,896	2,453	2,362	2,000	2,000	1,855	2,204	2,100
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	1,330	1,350	1,281	1,287	1,360

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어(161390)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,428	6,622	6,717	7,073	7,252
매출액증가율 (%)	-3.8	3.0	1.4	5.3	2.5
매출원가	4,084	4,045	4,348	4,525	4,647
매출총이익	2,344	2,577	2,369	2,549	2,605
판매비와관리비	1,459	1,474	1,491	1,579	1,620
영업이익	885	1,103	879	969	984
영업이익률 (%)	13.8	16.7	13.1	13.7	13.6
금융수익	-78	-22	-39	-36	-36
종속/관계기업관련손익	14	45	35	36	38
기타영업외손익	2	34	18	20	-7
세전계속사업이익	823	1,160	892	990	980
법인세비용	183	213	176	198	196
당기순이익	640	947	715	792	784
지배주주지분 손이익	655	873	711	787	779

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,389	3,293	3,848	4,052	4,394
현금및현금성자산	637	465	672	707	798
매출채권	1,001	1,058	1,276	1,344	1,450
재고자산	1,430	1,436	1,545	1,627	1,740
비유동자산	6,107	6,329	6,461	6,987	7,362
유형자산	4,494	4,699	4,649	4,895	5,127
무형자산	143	146	212	233	252
투자자산	1,098	1,102	1,142	1,309	1,378
자산총계	9,496	9,622	10,309	11,038	11,755
유동부채	2,907	2,447	2,664	2,661	2,679
매입채무	409	405	411	433	443
단기차입금	1,492	869	1,042	1,094	1,094
유동성장기부채	139	383	499	499	503
비유동부채	1,448	1,214	1,053	1,049	1,026
사채	836	809	567	538	511
장기차입금	429	266	346	363	363
부채총계	4,355	3,660	3,717	3,710	3,705
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	3,567	4,303	5,025
비지배주주지분	6	12	12	12	12
자본총계	5,141	5,961	6,592	7,328	8,050

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,114	1,218	500	955	905
당기순이익(손실)	657	879	715	792	784
유형자산감가상각비	446	489	470	480	496
무형자산상각비	12	14	20	22	24
운전자본의 증감	-81	-237	-695	-336	-423
투자활동 현금흐름	-2,104	-740	-407	-905	-731
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	206	36	90
기초현금	725	637	465	672	707
기말현금	637	465	672	707	798

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018 E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	51,892	53,455	54,225	57,100	58,543
EPS(지배주주)	5,291	7,046	5,737	6,352	6,286
CFPS	11,815	13,535	10,194	10,418	10,719
EBITDAPS	10,848	12,965	11,046	11,875	12,142
BPS	41,448	48,027	53,117	59,060	64,887
DPS	400	400	450	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	11.9	8.9	11.0	9.9	10.0
PCR	5.3	4.7	6.2	6.0	5.9
PSR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EBITDA	1,344	1,606	1,368	1,471	1,504
EV/EBITDA	7.4	5.9	6.9	6.4	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	15.7	11.3	11.3	10.1
EBITDA 이익률	20.9	24.3	20.4	20.8	20.7
부채비율	56.3	39.0	37.2	34.0	30.7
금융비용부담률	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	2,019.5	2,421.6	1,829.8	1,985.1	2,034.2
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 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성, 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 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
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
2017.08.09	기업브리프	Hold	54,000	김준성

