

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우
soonwoo@sk.com
02-3773-8882

Company Data

| | |
|-----------------|-----------|
| 자본금 | 619 억원 |
| 발행주식수 | 12,388 만주 |
| 자사주 | 2 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 66,273 억원 |
| 주요주주 | |
| 한국타이어월드와이드(외26) | 42.57% |
| 국민연금공단 | 7.02% |
| 외국인지분율 | 39.90% |
| 배당수익률 | 0.70% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(18/02/08) | 53,500 원 |
| KOSPI | 2407.62 pt |
| 52주 Beta | 0.31 |
| 52주 최고가 | 66,700 원 |
| 52주 최저가 | 52,700 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 211 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -1.1% | 3.2% |
| 6개월 | -15.1% | -15.5% |
| 12개월 | -4.8% | -18.3% |

한국타이어 (161390/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(유지))

P의 상승 지속, 이제는 Q의 가세

4Q17 Review - 생산차질과 비용반영으로 기대치 하회, 평가 상승은 긍정적

타이어 산업의 투자포인트는 외형성장, 지금까지는 P의 상승만이 매출에 기여, 18년에는 테네시 공장 물량과 국내공장 정상화로 상대적으로 아쉬웠던 Q의 성장도 동반. 동시에 실적 개선과 중장기적인 valuation 상승요인을 감안하면 지금부터 답아갈 필요

4Q17 Review - 생산차질과 비용반영으로 기대치 하회, 평가 상승은 긍정적

17년 4분기 실적은 매출액 1조 6,828 억원(YoY +4.5%), 영업이익 1,398 억원(YoY -41.6%, OPM 8.3%), 당기순이익 1,147 억원(YoY -45.3%, NIM 6.8%)을 기록하였다. 평가는 지난 분기 +3.7%에 이어 +1.1% 상승하며 가격전가와 믹스개선을 통한 ASP 개선은 지속되었다. 하지만 가격요인을 제외하면, 영업이익은 1)국내 금산공장 생산차질과 2)미국 테네시 공장의 감가상각비용, 3)주요 통화대비 불리한 환율 환경, 4)계절적 요인에 따른 물류비 증가와 기타비용 반영, 5)유가와 민감한 기타 원재료투입단가 상승 등이 일시적으로 반영되며 시장기대치를 하회하였다.

P의 상승 지속, 이제는 Q의 가세

2018년 실적은 매출액 7조 4,823 억원(YoY +9.8%), 영업이익 1조 275 억원(YoY +29.4%, OPM 13.7%), 당기순이익 8,882 억원(YoY +40.1%)으로 전망한다. 타이어 산업의 투자포인트는 외형성장이다. 지금까지는 P의 상승만이 매출에 기여했다면, 18년에는 고인치 중심인 테네시 공장의 가세와 국내공장의 생산정상화로 상대적으로 아쉬웠던 Q의 성장도 동반될 전망이다. 원재료 가격의 변동성이라는 변수는 존재하지만, 4분기 반영된 일회성 비용의 소멸과 가격인상에 따른 스프레드 확대, 물량 증가를 통한 고정비 부담 완화를 통해 실적 개선도 예상된다. 우려요인이었던 내수시장의 부진 또한 차량 등록대수와 교체주기를 감안할 때, 18년 회복을 예상한다. 또한 OE 확대를 통한 매출처 다변화, EV 및 Intelligent Tire의 확대는 가격인상과 함께 동사의 중장기적인 valuation 상승요인이다. 가격인상에도 불구하고, 4분기 불확실성으로 주가는 부진하였다. P의 상승과 Q의 가세, 실적 개선과 중장기적인 valuation 상승요인을 감안하면 지금부터 답아갈 필요가 있다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 66,808 | 64,282 | 66,218 | 68,134 | 74,823 | 78,494 |
| yoy | % | -5.5 | -3.8 | 3.0 | 2.9 | 9.8 | 4.9 |
| 영업이익 | 억원 | 10,316 | 8,850 | 11,032 | 7,938 | 10,275 | 10,856 |
| yoy | % | 0.1 | -14.2 | 24.7 | -28.1 | 29.4 | 5.7 |
| EBITDA | 억원 | 14,606 | 13,438 | 16,060 | 13,794 | 16,592 | 17,019 |
| 세전이익 | 억원 | 9,356 | 8,394 | 10,924 | 7,554 | 11,249 | 11,528 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 7,004 | 6,554 | 8,729 | 6,257 | 8,767 | 8,989 |
| 영업이익률% | % | 15.4 | 13.8 | 16.7 | 11.7 | 13.7 | 13.8 |
| EBITDA% | % | 21.9 | 20.9 | 24.3 | 20.2 | 22.2 | 21.7 |
| 순이익률 | % | 10.5 | 10.2 | 13.3 | 9.3 | 11.9 | 11.6 |
| EPS | 원 | 5,654 | 5,291 | 7,046 | 5,051 | 7,077 | 7,256 |
| PER | 배 | 9.3 | 8.9 | 8.2 | 10.8 | 7.6 | 7.4 |
| PBR | 배 | 1.5 | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.4 | 6.0 | 5.6 | 5.8 | 4.3 | 3.7 |
| ROE | % | 16.6 | 13.6 | 15.8 | 10.0 | 12.5 | 11.4 |
| 순차입금 | 억원 | 12,450 | 21,396 | 16,975 | 11,929 | 4,026 | -4,028 |
| 부채비율 | % | 84.2 | 84.7 | 61.4 | 50.0 | 38.5 | 29.8 |

<표 1> 한국타이어 17년 4분기 실적 Review

(단위: 억원)

| | 16.4Q | 17.1Q | 17.2Q | 17.3Q | 17.4Q | YoY | QoQ |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 16,107 | 16,392 | 16,669 | 18,245 | 16,828 | 4.5% | -7.8% |
| 매출원가 | 9,747 | 10,649 | 10,844 | 12,068 | 11,320 | 16.1% | -6.2% |
| % | 60.5 | 65.0 | 65.1 | 66.1 | 67.3 | 6.7%p | 1.1%p |
| 판매비 | 3,967 | 3,421 | 3,779 | 4,005 | 4,110 | 3.6% | 2.6% |
| % | 24.6 | 20.9 | 22.7 | 22.0 | 24.4 | -0.2%p | 2.5%p |
| 영업이익 | 2,392 | 2,322 | 2,047 | 2,171 | 1,398 | -41.6% | -35.6% |
| % | 14.9 | 14.2 | 12.3 | 11.9 | 8.3 | -6.5%p | -3.6%p |
| 영업외손익 | 247 | -254 | 80 | 75 | -284 | 적전 | 적전 |
| % | 1.5 | -1.5 | 0.5 | 0.4 | -1.7 | -3.2%p | -2.1%p |
| 세전이익 | 2,639 | 2,068 | 2,127 | 2,246 | 1,113 | -57.8% | -50.4% |
| % | 16.4 | 12.6 | 12.8 | 12.3 | 6.6 | -9.8%p | -5.7%p |
| 법인세 | 543 | 394 | 328 | 526 | -33 | 적전 | 적전 |
| % | 20.6 | 19.0 | 15.4 | 23.4 | -3.0 | -23.5%p | -26.4%p |
| 당기순이익 | 2,097 | 1,675 | 1,799 | 1,720 | 1,147 | -45.3% | -33.3% |
| % | 13.0 | 10.2 | 10.8 | 9.4 | 6.8 | -6.2%p | -2.6%p |

자료: 한국타이어, SK 증권

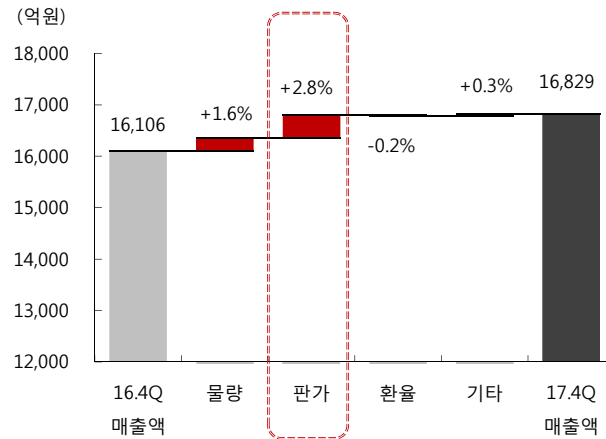
<표 2> 한국타이어 실적추정

(단위: 억원)

| | 17.1Q | 17.2Q | 17.3Q | 17.4Q | 18.1Q(F) | 18.2Q(F) | 18.3Q(F) | 18.4Q(F) | 2017 | 2018(F) | YoY |
|-------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|--------|---------|--------|
| 매출액 | 16,392 | 16,669 | 18,245 | 16,828 | 18,315 | 18,716 | 19,178 | 18,614 | 68,134 | 74,823 | 9.8% |
| 매출원가 | 8,013 | 8,653 | 8,609 | 8,389 | 8,484 | 8,732 | 8,522 | 8,388 | 44,881 | 47,886 | 6.7% |
| % | 3,959 | 4,139 | 4,257 | 4,421 | 4,324 | 4,381 | 4,314 | 4,439 | 65.9 | 64.0 | -1.9%p |
| 판매비 | 2,301 | 2,315 | 2,410 | 2,659 | 2,886 | 2,697 | 2,577 | 2,788 | 15,315 | 16,662 | 8.8% |
| % | 1,318 | 1,107 | 1,175 | 1,148 | 1,658 | 1,526 | 1,674 | 1,674 | 22.5 | 22.3 | -0.2%p |
| 영업이익 | 0 | 0 | 239 | 601 | 663 | 780 | 891 | 1,125 | 7,938 | 10,275 | 29.4% |
| % | 801 | 454 | 1,555 | -390 | 300 | 600 | 1,200 | 200 | 11.7 | 13.7 | 2.1%p |
| 영업외손익 | 10,649 | 10,844 | 12,068 | 11,320 | 11,758 | 11,941 | 12,293 | 11,894 | -383 | 974 | 흑전 |
| % | 65.0 | 65.1 | 66.1 | 67.3 | 64.2 | 63.8 | 64.1 | 63.9 | -0.6 | 1.3 | 1.9%p |
| 세전이익 | 3,421 | 3,779 | 4,005 | 4,110 | 4,157 | 4,155 | 4,143 | 4,207 | 7,554 | 11,249 | 48.9% |
| % | 20.9 | 22.7 | 22.0 | 24.4 | 22.7 | 22.2 | 21.6 | 22.6 | 11.1 | 15.0 | 3.9%p |
| 법인세 | 394 | 328 | 526 | -33 | 516 | 601 | 662 | 586 | 1,215 | 2,367 | 94.8% |
| % | 19.0 | 15.4 | 23.4 | -3.0 | 20.0 | 21.0 | 22.0 | 21.0 | 16.1 | 21.0 | 5.0%p |
| 당기순이익 | 1,675 | 1,799 | 1,720 | 1,147 | 2,066 | 2,262 | 2,349 | 2,206 | 6,340 | 8,882 | 40.1% |
| % | 10.2 | 10.8 | 9.4 | 6.8 | 11.3 | 12.1 | 12.2 | 11.9 | 9.3 | 11.9 | 2.6%p |

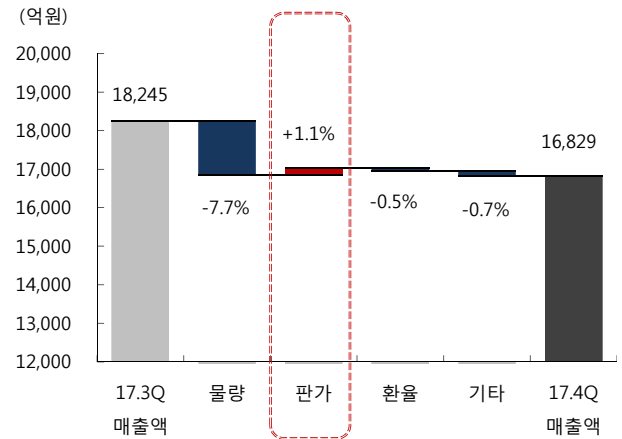
자료: 한국타이어, SK 증권 추정

<그림 1> 글로벌 매출액 변동 요인 - 전년동기 대비(YoY)



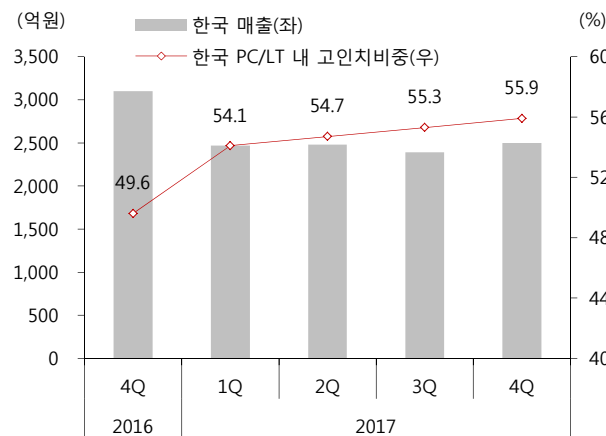
자료: 한국타이어, SK 증권

<그림 2> 글로벌 매출액 변동 요인 - 전분기 대비(QoQ)



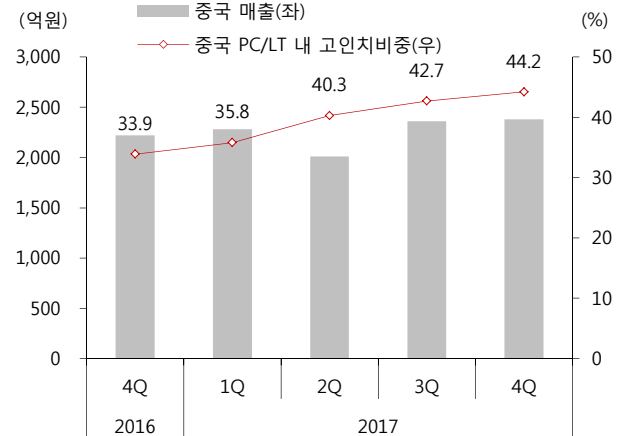
자료: 한국타이어, SK 증권

<그림 3> 지역별 판매 - 한국



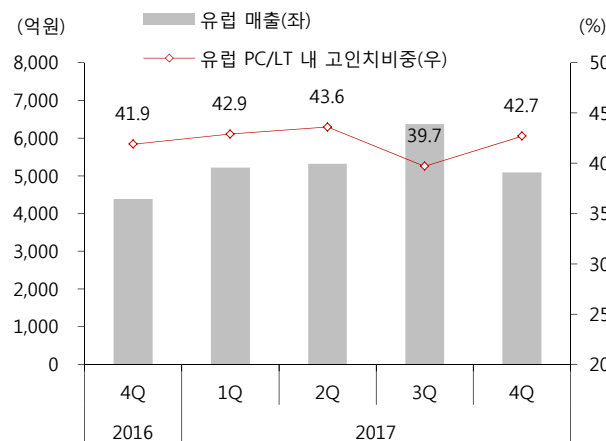
자료: 한국타이어, SK 증권

<그림 4> 지역별 판매 - 중국



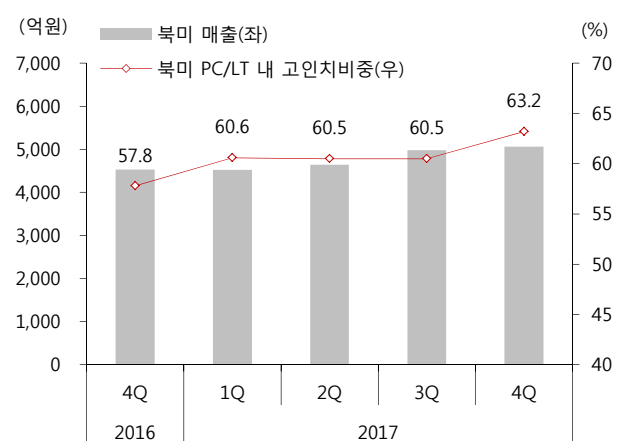
자료: 한국타이어, SK 증권

<그림 5> 지역별 판매 - 유럽



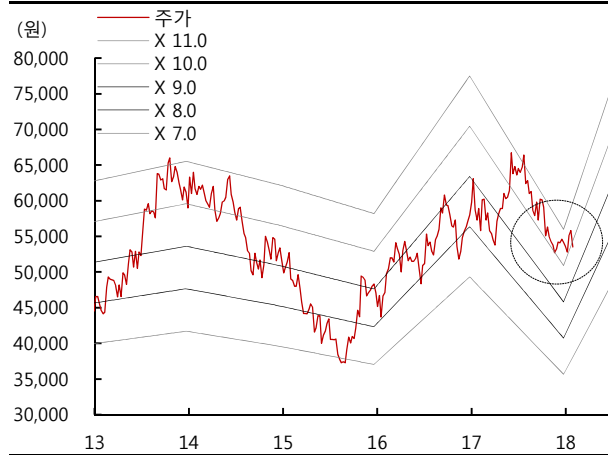
자료: 한국타이어, SK 증권

<그림 6> 지역별 판매 - 북미



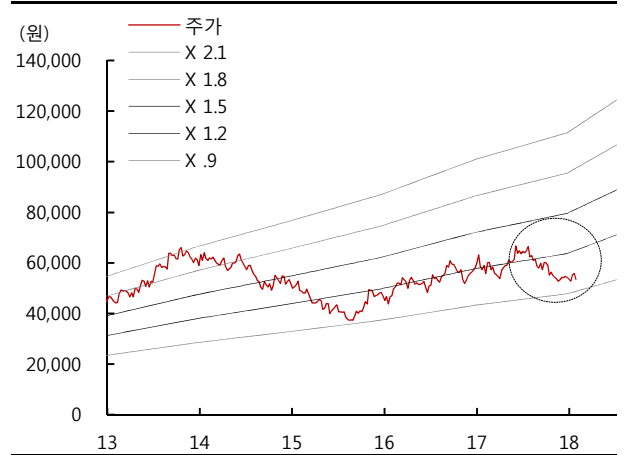
자료: 한국타이어, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 한국타이어



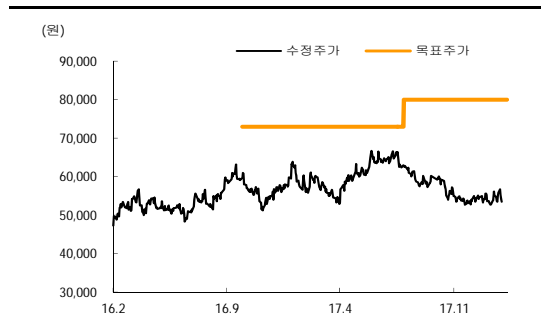
자료: Quantivise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 한국타이어



자료: Quantivise, SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2018.02.09 | 매수 | 80,000원 | 6개월 | | |
| 2017.12.08 | 매수 | 80,000원 | 6개월 | -29.45% | -21.50% |
| 2017.11.07 | 매수 | 80,000원 | 6개월 | -28.02% | -21.50% |
| 2017.08.09 | 매수 | 80,000원 | 6개월 | -26.38% | -21.50% |
| 2017.04.18 | 매수 | 73,000원 | 6개월 | -19.02% | -8.63% |
| 2017.02.06 | 매수 | 73,000원 | 6개월 | -21.95% | -12.47% |
| 2016.11.23 | 매수 | 73,000원 | 6개월 | -21.84% | -12.47% |
| 2016.10.10 | 매수 | 73,000원 | 6개월 | -23.38% | -16.44% |
| 2016.08.15 | 담당자 변경 | | | | |



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 9일 기준)

| | | | | | |
|----|-------|----|-------|----|----|
| 매수 | 89.8% | 중립 | 10.2% | 매도 | 0% |
|----|-------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 유동자산 | 33,888 | 32,931 | 36,857 | 42,630 | 47,759 |
| 현금및현금성자산 | 6,374 | 4,654 | 7,002 | 9,905 | 13,459 |
| 매출채권및기타채권 | 11,167 | 11,813 | 13,858 | 15,219 | 15,966 |
| 재고자산 | 14,303 | 14,363 | 14,921 | 16,386 | 17,190 |
| 비유동자산 | 61,074 | 63,289 | 61,996 | 60,856 | 61,052 |
| 장기금융자산 | 104 | 105 | 155 | 155 | 155 |
| 유형자산 | 44,940 | 46,993 | 44,756 | 42,606 | 41,617 |
| 무형자산 | 1,428 | 1,462 | 2,229 | 2,291 | 2,346 |
| 자산총계 | 94,961 | 96,220 | 98,852 | 103,486 | 108,811 |
| 유동부채 | 29,069 | 24,468 | 23,729 | 22,361 | 20,983 |
| 단기금융부채 | 16,311 | 12,532 | 12,195 | 9,695 | 7,695 |
| 매입채무 및 기타채무 | 8,819 | 7,041 | 6,813 | 7,482 | 7,849 |
| 단기충당부채 | 425 | 417 | 429 | 471 | 494 |
| 비유동부채 | 14,485 | 12,137 | 9,238 | 6,385 | 4,009 |
| 장기금융부채 | 12,646 | 10,753 | 7,354 | 4,854 | 2,354 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 582 | 403 | 409 | 453 | 495 |
| 부채총계 | 43,554 | 36,605 | 32,967 | 28,746 | 24,992 |
| 지배주주지분 | 51,344 | 59,494 | 65,722 | 74,460 | 83,421 |
| 자본금 | 619 | 619 | 619 | 619 | 619 |
| 자본잉여금 | 29,935 | 29,935 | 29,935 | 29,935 | 29,935 |
| 기타자본구성요소 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 |
| 자기주식 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 |
| 이익잉여금 | 21,341 | 29,506 | 35,273 | 43,544 | 52,038 |
| 비지배주주지분 | 64 | 121 | 163 | 279 | 398 |
| 자본총계 | 51,408 | 59,615 | 65,885 | 74,739 | 83,819 |
| 부채외자본총계 | 94,961 | 96,220 | 98,852 | 103,486 | 108,811 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 11,422 | 12,149 | 10,775 | 12,502 | 13,658 |
| 당기순이익(손실) | 6,565 | 8,791 | 6,340 | 8,882 | 9,107 |
| 비현금성항목등 | 8,071 | 7,975 | 7,865 | 7,709 | 7,911 |
| 유형자산감가상각비 | 4,465 | 4,890 | 5,696 | 6,150 | 5,989 |
| 무형자산감가상각비 | 124 | 139 | 160 | 167 | 174 |
| 기타 | 1,169 | 653 | 1,362 | -188 | -179 |
| 운전자본감소(증가) | -803 | -2,368 | -2,135 | -1,723 | -940 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 664 | -444 | -236 | -1,361 | -747 |
| 재고자산감소(증가) | -46 | -118 | -506 | -1,465 | -804 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -638 | -1 | -1,216 | 669 | 367 |
| 기타 | -783 | -1,805 | -178 | 433 | 244 |
| 법인세납부 | -2,412 | -2,249 | -1,294 | -2,367 | -2,421 |
| 투자활동현금흐름 | -20,807 | -6,871 | -3,794 | -3,243 | -4,182 |
| 금융자산감소(증가) | -2,037 | -379 | 1,020 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -8,490 | -6,834 | -4,640 | -4,000 | -5,000 |
| 무형자산감소(증가) | -40 | -229 | -229 | -229 | -229 |
| 기타 | -10,241 | 570 | 55 | 985 | 1,047 |
| 재무활동현금흐름 | 8,373 | -6,997 | -4,785 | -6,356 | -5,922 |
| 단기금융부채증가(감소) | 1,596 | -7,708 | -2,981 | -2,500 | -2,000 |
| 장기금융부채증가(감소) | 7,786 | 1,704 | -666 | -2,500 | -2,500 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -495 | -495 | -495 | -495 | -495 |
| 기타 | -514 | -497 | -601 | -860 | -927 |
| 현금의 증가(감소) | -878 | -1,720 | 2,348 | 2,903 | 3,554 |
| 기초현금 | 7,252 | 6,374 | 4,654 | 7,002 | 9,905 |
| 기말현금 | 6,374 | 4,654 | 7,002 | 9,905 | 13,459 |
| FCF | 3,901 | 5,776 | 4,685 | 8,479 | 8,571 |

자료 : 한국타이어, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 64,282 | 66,218 | 68,134 | 74,823 | 78,494 |
| 매출원가 | 40,840 | 40,450 | 44,881 | 47,886 | 50,313 |
| 매출총이익 | 23,441 | 25,767 | 23,253 | 26,936 | 28,182 |
| 매출총이익률 (%) | 36.5 | 38.9 | 34.1 | 36.0 | 35.9 |
| 판매비와관리비 | 14,591 | 14,735 | 15,315 | 16,662 | 17,326 |
| 영업이익 | 8,850 | 11,032 | 7,938 | 10,275 | 10,856 |
| 영업이익률 (%) | 13.8 | 16.7 | 11.7 | 13.7 | 13.8 |
| 비영업손익 | -456 | -108 | -383 | 974 | 673 |
| 순금융비용 | 248 | 388 | 150 | -125 | -120 |
| 외환관련손익 | -566 | -430 | 218 | 63 | 60 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 137 | 449 | 252 | 599 | 314 |
| 세전계속사업이익 | 8,394 | 10,924 | 7,554 | 11,249 | 11,528 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 13.1 | 16.5 | 11.1 | 15.0 | 14.7 |
| 계속사업법인세 | 1,829 | 2,133 | 1,215 | 2,367 | 2,421 |
| 계속사업이익 | 6,565 | 8,791 | 6,340 | 8,882 | 9,107 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 6,565 | 8,791 | 6,340 | 8,882 | 9,107 |
| 순이익률 (%) | 10.2 | 13.3 | 9.3 | 11.9 | 11.6 |
| 지배주주 | 6,554 | 8,729 | 6,257 | 8,767 | 8,989 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 10.2 | 13.18 | 9.18 | 11.72 | 11.45 |
| 비지배주주 | 11 | 62 | 83 | 116 | 119 |
| 총포괄이익 | 6,739 | 8,702 | 6,807 | 9,350 | 9,575 |
| 지배주주 | 6,729 | 8,646 | 6,724 | 9,233 | 9,456 |
| 비지배주주 | 10 | 57 | 83 | 116 | 119 |
| EBITDA | 13,438 | 16,060 | 13,794 | 16,592 | 17,019 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | -3.8 | 3.0 | 2.9 | 9.8 | 4.9 |
| 영업이익 | -14.2 | 24.7 | -28.1 | 29.4 | 5.7 |
| 세전계속사업이익 | -10.3 | 30.2 | -30.9 | 48.9 | 2.5 |
| EBITDA | -8.0 | 19.5 | -14.1 | 20.3 | 2.6 |
| EPS(계속사업) | -6.4 | 33.2 | -28.3 | 40.1 | 2.5 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 13.6 | 15.8 | 10.0 | 12.5 | 11.4 |
| ROA | 7.4 | 9.2 | 6.5 | 8.8 | 8.6 |
| EBITDA마진 | 20.9 | 24.3 | 20.2 | 22.2 | 21.7 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 116.6 | 134.6 | 155.3 | 190.6 | 227.6 |
| 부채비율 | 84.7 | 61.4 | 50.0 | 38.5 | 29.8 |
| 순차입금/자기자본 | 41.6 | 28.5 | 18.1 | 5.4 | -4.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 30.7 | 35.3 | 26.8 | 19.3 | 18.4 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 5,291 | 7,046 | 5,051 | 7,077 | 7,256 |
| BPS | 41,448 | 48,027 | 53,055 | 60,109 | 67,342 |
| CFPS | 8,995 | 11,105 | 9,778 | 12,176 | 12,231 |
| 주당 현금배당금 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 10.2 | 9.0 | 13.2 | 8.0 | 7.8 |
| PER(최저) | 6.7 | 6.0 | 10.4 | 7.5 | 7.3 |
| PBR(최고) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 0.9 | 0.8 |
| PBR(최저) | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| PCR | 5.2 | 5.2 | 5.6 | 4.4 | 4.4 |
| EV/EBITDA(최고) | 6.6 | 6.0 | 6.9 | 4.5 | 3.9 |
| EV/EBITDA(최저) | 4.9 | 4.4 | 5.6 | 4.2 | 3.6 |