

# 한국타이어 (161390)

## 회복은 이미 시작되었다

### 2분기 이후 증익 국면으로 전환

한국타이어에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 6.4만원을 유지한다. 미국 공장의 초기 적자폭이 감소 중에 있고, 물량 증가와 수출 상승에 힘입어 하반기에 BEP를 넘어설 것이다. 또한, 2017년 2분기/3분기에 단행되었던 가격인상이 2018년 온기 내내 반영되고, 주요 원재료의 투입원가는 하락 안정화된 상태라 판가-원가 Spread도 확대되었다. 즉, 연결 실적은 2017년 4분기에 저점을 기록하고, 2018년 하반기로 갈수록 개선되는 흐름을 보일 전망이다. 비록 1분기까지 테네시 공장의 초기 적자와 내수 경쟁심화 등이 영향을 미치면서 영업이익은 전년 동기대비 감소하겠지만, 2분기 이후로는 낮은 기저와 미국 개선을 기반으로 증익 국면으로 전환될 것이다. 지나간 전년 실적과 그 여파인 1분기 실적보다는 중장기 성장동력(=신공장과 Mix 개선)을 반영하지 못하는 현재 Valuation에 초점을 맞춘 긍정적 접근이 필요하다.

### 1분기 업황과 사업 점검: 유럽/중국 호조

1분기 중순이 지난 현재 글로벌 업황과 이에 연동한 한국타이어의 영업은 유럽/중국 호조, 북미/내수 부진의 흐름이 이어지고 있다. 1월 지역별 RE 시장은 유럽/북미/중국이 각각 +5%/-2%/+10% (YoY) 변동했고, 한국타이어의 영업도 시장흐름과 유사하게 변동한 것으로 파악된다. 내수 RE 시장은 양호한 편이지만, 경쟁사의 저가 공세로 경쟁심화가 이어지면서 한국타이어의 점유율이 하락했다. 즉, 한국타이어의 글로벌 물량은 유럽/중국 위주로 3% (YoY) 증가할 전망이다. ASP는 전년 상반기에 진행된 판가인상과 지속적인 Mix 개선이 +3% (YoY) 기여하지만, 원화 강세가 일부 상쇄하면서 1% (YoY) 상승할 것이다. 원가는 전년 수준이고, 미국 공장의 초기 적자가 반영된다는 점을 추가 감안할 때, 1분기 매출액/영업이익은 1,70조원/1,920억원으로 예상된다.

### 미국 테네시 공장: 하반기 BEP 기대 중

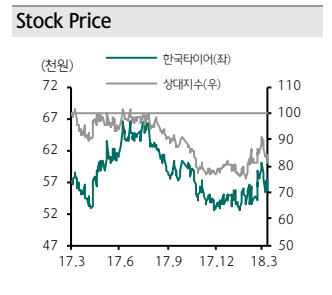
테네시 공장은 2017년 3분기 400만본 생산능력으로 완공되었지만, 인력 미숙련과 생산성 부진으로 2017년 90만본 생산에 그쳤다. 초기 폐기 손실과 감가상각비 등으로 2017년 적자 규모가 컸지만(-500~-1,000억원 추정), 3분기/4분기로 갈수록 적자폭은 줄었다. 2018년에는 400만본 생산을 목표로 하고, 물량 증가와 관련 가동을 상승을 감안할 때 빠르면 3분기, 늦어도 4분기 중 공장 BEP를 예상하고 있다. 즉, 상반기까지는 연결 실적에 적자 기여를 하겠지만, 하반기부터는 흑자 기여로 전환하고 특히, 전년 하반기의 큰 폭 적자를 감안할 때 전년 동기대비 변동폭은 클 것이다. 미국 공장은 생산 확대를 통해 중장기 성장동력이 되는 동시에, 미국 보호무역 정책에 대한 대응 수단으로도 유용하다.

**BUY**

| TP(12M): 64,000원 | CP(3월 13일): 55,800원

Key Data			
KOSPI 지수 (pt)	2,494.49		
52주 최고/최저(원)	66,700/52,700		
시가총액(십억원)	6,912.2		
시가총액비중(%)	0.57		
발행주식수(천주)	123,875.1		
60일 평균 거래량(천주)	401.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	22.0		
17년 배당금(예상.원)	400		
17년 배당수익률(예상.%)	0.73		
외국인지분율(%)	39.95		
주요주주 지분율(%)			
한국타이어월드와이드 외	42.57		
27 인			
국민연금	7.03		
주가상승률			
1M	6M	12M	
절대	2.6	(4.0)	(2.3)
상대	(1.5)	(9.1)	(17.0)

Consensus Data		
	2017	2018
매출액(십억원)	6,848.1	7,355.0
영업이익(십억원)	850.2	987.0
순이익(십억원)	677.4	785.3
EPS(원)	5,428	6,290
BPS(원)	53,062	58,762



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	6,428.2	6,621.8	6,813.4	7,372.2	7,746.7
영업이익	십억원	885.0	1,103.2	793.4	934.5	986.4
세전이익	십억원	839.4	1,092.4	743.0	919.9	980.8
순이익	십억원	655.4	872.9	602.2	694.2	740.1
EPS	원	5,291	7,046	4,861	5,604	5,975
증감률	%	(6.4)	33.2	(31.0)	15.3	6.6
PER	배	8.89	8.23	11.23	9.96	9.34
PBR	배	1.13	1.21	1.04	0.97	0.88
EV/EBITDA	배	5.93	5.54	6.08	5.20	4.61
ROE	%	13.59	15.75	9.67	10.17	9.88
BPS	원	41,457	48,036	52,497	57,701	63,275
DPS	원	400	400	400	400	400



Analyst **송선재**  
02-3771-7512  
sunjae.song@hanafn.com

RA **신동아**  
02-3771-7794  
asdfnjkl@hanafn.com

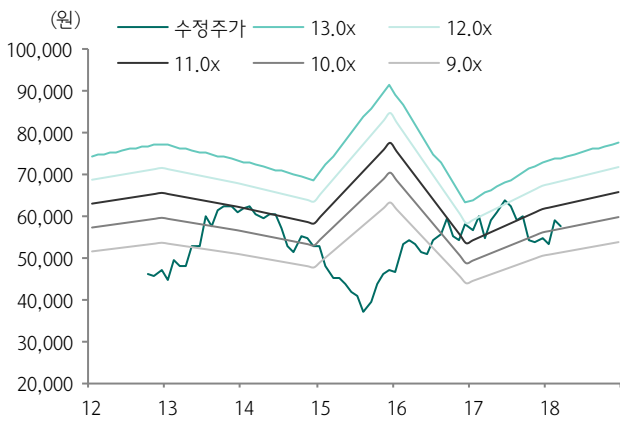
표 1. 한국타이어 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017P	2018F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,683	1,703	1,777	1,990	1,902	6,428	6,622	6,813	7,372
한국	247	248	239	250	242	258	251	266	1,254	1,131	984	1,017
아시아	228	201	236	238	239	241	260	255	838	857	903	995
북미	452	464	498	506	520	534	548	544	1,758	1,873	1,920	2,145
유럽	522	532	637	509	574	585	669	538	1,813	1,977	2,200	2,366
기타	190	222	214	180	200	233	217	199	765	784	806	848
매출원가	1,065	1,084	1,207	1,132	1,152	1,162	1,287	1,220	4,084	4,045	4,488	4,821
매출원가율	65.0%	65.1%	66.1%	67.3%	67.7%	65.4%	64.7%	64.1%	63.5%	61.1%	65.9%	65.4%
원재료 투입단가 (\$)	1,697	1,836	1,718	1,690	1,696	1,680	1,759	1,809	1,693	1,489	1,735	1,727
천연고무	1,576	2,082	1,911	1,691	1,635	1,680	1,720	1,720	1,562	1,371	1,815	1,689
합성고무	2,453	2,362	1,959	1,984	1,960	2,050	2,050	2,000	1,987	1,855	2,190	2,015
판매비	342	378	401	411	359	399	424	435	1,459	1,474	1,532	1,617
판매비율	20.90%	22.70%	22.00%	24.4%	21.1%	22.5%	21.3%	22.9%	22.7%	22.3%	22.5%	21.9%
영업이익	232	205	217	139	192	216	280	247	885	1,103	793	934
영업이익률	14.2%	12.3%	11.9%	8.3%	11.3%	12.1%	14.1%	13.0%	13.8%	16.7%	11.6%	12.7%
세전이익	207	213	225	99	196	222	283	219	839	1,092	743	920
세전이익률	12.6%	12.8%	12.3%	5.9%	11.5%	12.5%	14.2%	11.5%	13.1%	16.5%	10.9%	12.5%
순이익	167	180	172	87	149	169	215	167	657	879	606	699
순이익률	10.2%	10.8%	9.4%	5.2%	8.7%	9.5%	10.8%	8.8%	10.2%	13.3%	8.9%	9.5%
지배주주순이익	167	176	171	89	148	168	213	166	655	873	602	694

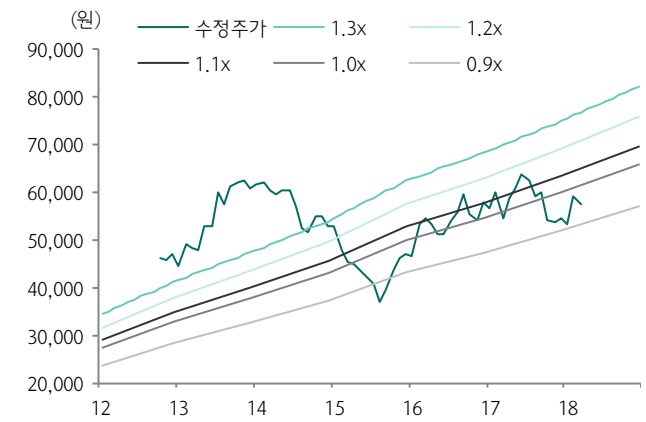
주: 4Q17 세전이익/순이익은 하나금융투자 추정치  
 자료: 한국타이어, 하나금융투자

그림 1. 한국타이어 P/E 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 한국타이어 P/B 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

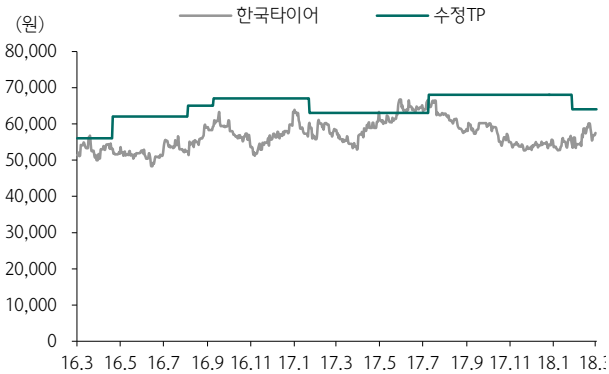
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	6,428.2	6,621.8	6,813.4	7,372.2	7,746.7
매출원가	4,084.0	4,045.0	4,488.1	4,820.7	5,066.2
매출총이익	2,344.2	2,576.8	2,325.3	2,551.5	2,680.5
판매비	1,459.1	1,473.5	1,531.8	1,617.0	1,694.1
영업이익	885.0	1,103.2	793.4	934.5	986.4
금융손익	(61.2)	(89.6)	(44.7)	(68.1)	(61.5)
중속/관계기업손익	13.7	44.9	42.0	46.2	48.5
기타영업외손익	1.8	33.9	(47.7)	7.3	7.3
세전이익	839.4	1,092.4	743.0	919.9	980.8
법인세	182.9	213.3	136.6	220.8	235.4
계속사업이익	656.5	879.1	606.5	699.1	745.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	656.5	879.1	606.5	699.1	745.4
비지배주주지분 손이익	1.1	6.2	4.3	5.0	5.3
지배주주순이익	655.4	872.9	602.2	694.2	740.1
지배주주지분포괄이익	672.9	864.6	602.5	694.6	740.5
NOPAT	692.2	887.8	647.6	710.2	749.7
EBITDA	1,343.8	1,606.0	1,336.4	1,501.4	1,569.7
성장성(%)					
매출액증가율	(3.8)	3.0	2.9	8.2	5.1
NOPAT증가율	(10.2)	28.3	(27.1)	9.7	5.6
EBITDA증가율	(8.0)	19.5	(16.8)	12.3	4.5
영업이익증가율	(14.2)	24.7	(28.1)	17.8	5.6
(지배주주)순이익증가율	(6.4)	33.2	(31.0)	15.3	6.6
EPS증가율	(6.4)	33.2	(31.0)	15.3	6.6
수익성(%)					
매출총이익률	36.5	38.9	34.1	34.6	34.6
EBITDA이익률	20.9	24.3	19.6	20.4	20.3
영업이익률	13.8	16.7	11.6	12.7	12.7
계속사업이익률	10.2	13.3	8.9	9.5	9.6
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,291	7,046	4,861	5,604	5,975
BPS	41,457	48,036	52,497	57,701	63,275
CFPS	11,815	13,535	9,902	11,982	12,534
EBITDAPS	10,848	12,965	10,788	12,120	12,672
SPS	51,892	53,455	55,002	59,513	62,537
DPS	400	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	8.9	8.2	11.2	10.0	9.3
PBR	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
PCFR	4.0	4.3	5.5	4.7	4.5
EV/EBITDA	5.9	5.5	6.1	5.2	4.6
PSR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	13.6	15.8	9.7	10.2	9.9
ROA	7.4	9.1	6.2	7.0	7.0
ROIC	11.5	13.9	9.7	10.4	10.7
부채비율	84.7	61.4	49.0	42.9	37.9
순부채비율	41.6	28.4	20.6	12.2	3.8
이자보상배율(배)	20.2	24.2	22.2	32.3	38.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,388.8	3,293.1	3,308.5	3,784.4	4,345.0
금융자산	759.3	634.6	429.5	669.2	1,071.6
현금성자산	637.4	465.3	255.4	480.8	873.6
매출채권 등	1,130.7	1,184.4	1,310.3	1,417.7	1,489.8
재고자산	1,430.3	1,436.3	1,514.1	1,638.3	1,721.5
기타유동자산	68.5	37.8	54.6	59.2	62.1
비유동자산	6,107.4	6,328.9	6,406.6	6,461.4	6,499.3
투자자산	1,097.9	1,102.0	1,102.6	1,104.4	1,105.5
금융자산	21.0	20.9	21.5	23.3	24.5
유형자산	4,494.0	4,699.3	4,770.8	4,819.0	4,851.2
무형자산	142.8	146.2	151.7	156.6	161.0
기타비유동자산	372.7	381.4	381.5	381.4	381.6
자산총계	9,496.1	9,622.0	9,715.1	10,245.8	10,844.3
유동부채	2,906.9	2,446.8	2,067.6	1,996.2	1,930.4
금융부채	1,631.1	1,253.2	784.7	616.3	485.5
매입채무 등	1,108.7	996.6	1,083.1	1,171.9	1,231.5
기타유동부채	167.1	197.0	199.8	208.0	213.4
비유동부채	1,448.5	1,213.7	1,129.1	1,081.6	1,050.1
금융부채	1,264.6	1,075.3	986.7	927.6	888.2
기타비유동부채	183.9	138.4	142.4	154.0	161.9
부채총계	4,355.3	3,660.5	3,196.7	3,077.8	2,980.4
지배주주지분	5,134.4	5,949.4	6,502.0	7,146.6	7,837.1
자본금	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
자본잉여금	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5
자본조정	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
기타포괄이익누계액	(54.0)	(55.5)	(55.5)	(55.5)	(55.5)
이익잉여금	2,134.1	2,950.6	3,503.2	4,147.8	4,838.4
비지배주주지분	6.4	12.1	16.4	21.4	26.7
자본총계	5,140.8	5,961.5	6,518.4	7,168.0	7,863.8
순금융부채	2,136.3	1,693.9	1,341.9	874.6	302.1
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	1,113.7	1,217.8	968.2	1,148.4	1,250.9
당기순이익	656.5	879.1	606.5	699.1	745.4
조정	537.8	575.3	488.9	576.8	590.9
감가상각비	458.8	502.8	543.0	566.9	583.3
외환거래손익	37.5	22.4	(10.0)	58.1	58.1
지분법손익	(13.7)	(44.9)	(42.0)	(46.2)	(48.5)
기타	55.2	95.0	(2.1)	(2.0)	(2.0)
영업활동 자산부채 변동	(80.6)	(236.6)	(127.2)	(127.5)	(85.4)
투자활동 현금흐름	(2,103.7)	(740.0)	(573.5)	(647.9)	(640.3)
투자자산감소(증가)	(1,077.8)	(4.0)	41.4	44.4	47.3
유형자산감소(증가)	(849.0)	(683.4)	(600.0)	(600.0)	(600.0)
기타	(176.9)	(52.6)	(14.9)	(92.3)	(87.6)
재무활동 현금흐름	888.7	(649.7)	(606.7)	(277.1)	(219.8)
금융부채증가(감소)	472.0	(567.2)	(557.1)	(227.5)	(170.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	466.2	(33.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
배당지급	(49.5)	(49.5)	(49.5)	(49.5)	(49.6)
현금의 증감	(87.8)	(172.0)	(210.0)	225.4	392.8
Unlevered CFO	1,463.6	1,676.6	1,226.6	1,484.3	1,552.6
Free Cash Flow	250.7	495.1	368.2	548.4	650.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국타이어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.8	BUY	64,000		
17.11.6	BUY	68,000	-15.83%	-2.35%
17.7.21	Neutral	68,000	-11.86%	-2.35%
17.2.3	Neutral	63,000	-4.80%	5.87%
16.9.21	BUY	67,000	-14.27%	-4.63%
16.8.16	BUY	65,000	-13.68%	-8.00%
16.5.2	BUY	62,000	-15.80%	-8.71%
16.3.16	BUY	56,000	-4.74%	1.25%
15.10.14	BUY	52,000	-8.60%	2.69%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 3월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 3월 14일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.