

한국타이어(161390)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

유통망 헤게모니 줄다리기

영업이익 컨센서스 11% 하회
 테네시 조기 정상화 및 국내 유통구조 재편
 실적 대비 과도하게 하락한 주가

Facts: 영업이익 컨센서스 11% 하회

1분기 실적은 국내/미국 경쟁심화와 테네시 공장 초기가동비용으로 컨센서스를 하회했다. 영업이익은 1,844억원(-20.6% YoY, 11.4% OPM, +3.1%p QoQ, -2.8%p YoY)으로 추정치와 컨센서스를 각각 18%, 11% 하회했다. 추정치 대비 생산량이 6.3% 적었고, 가격도 1% 낮았으며, 투입원가는 1.1% 높았다. 특히 17년 1분기에는 판가인상으로 인한 선구매 수요가 집중된 시기였기 때문에 기저 또한 높았다. 17년 고인치 타이어 비중은 50.6%(+3.2%p YoY)로 상승하며 믹스개선이 지속됐다. 회사는 고인치 비중을 더 늘리기 위해 설비를 조정하는 중이다. 전년동기대비 지역별 매출은 국내 -20%, 중국 -8%, 유럽 +14%, 미국 -1%다.

Pros & cons: 테네시 조기 정상화 및 국내 유통구조 재편

미국 테네시 공장의 흑자전환 예상시기가 당초 4분기에서 3분기로 앞당겨졌다. 테네시 공장은 1분기에도 매출원가의 1~2%p를 높게 만드는 요인이었다. 회사는 3분기 BEP 돌파, 4분기 완전정상화를 전망하고 있다. 한편 회사는 국내에서 유통구조를 도매 중심에서 소매 중심으로 변경해 과도한 유통마진을 줄이는 전략을 17년 하반기부터 실행 중이다. 기존 유통상들의 반발로 현재 국내 매출에 타격을 입고 있으나 성공할 경우 국내 시장 점유율 및 수익성 상승이 예상된다. 이러한 전략의 일환으로 소비자를 한타의 직영 유통망인 'T-Station'으로 유도하기 위해 해외 타이어 브랜드까지 T-Station에서 직접 판매할 계획이다. 작년 6월 Maxxis(세계 9위)를 시작으로 올해 4월 Michelin(세계 2위) 판매를 시작했으며 규모와 브랜드를 늘려 타사 브랜드 판매물량을 30%까지 높일 계획이다.

Action: 실적 대비 과도하게 하락한 주가

타이어 업황의 개선속도가 예상보다 더디고, 미국과 국내의 부진이 예상보다 길게 진행되는 점은 사실이다(2018/1/18 '눈높이를 낮추자' 참조). 그러나 2분기부터 회복되는 실적을 감안하면 현재 PER 7.6배에서 거래되는 주가는 과도한 저평가로 판단한다. 테네시 정상화와 국내 매출 안정화에 주목할 시점이다. 목표주가 72,000원을 유지한다(12MF PER 11x).

매수(유지)

목표주가: 72,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,492
주가(4/27)	47,350
시가총액(십억원)	5,865
발행주식수(백만)	124
52주 최고/최저가(원)	66,700/47,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,506
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.4/41.0
주요주주(%)	한국타이어월드와이드 외 26인 42.6
	국민연금 8.1

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	11.3	8.0	7.1
PBR(x)	1.1	0.9	0.8
ROE(%)	9.7	11.1	11.5
DY(%)	0.7	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	6.0	4.7	4.2
EPS(원)	4,837	5,932	6,652
BPS(원)	51,340	55,576	60,523

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.2)	(14.1)	(21.6)
KOSPI 대비(%p)	(12.8)	(13.9)	(34.4)

주가추이



자료: WISEfn

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

<실적설명회 Q&A>

Q. 물량 감소는 기저효과를 넘어 수요감소가 얼마나 되는지? 연초 계획과 시장이 달라지고 있는지?

A. 수요감소가 물량감소의 반 정도 차지. 기저효과가 가장 컸던 시장은 북미

Q. 3분기 국내 매출 정상화 근거?

A. 정상화 시점의 변동성은 있음. 유통의 구조적 변화를 시도 중. 가격을 일관성 있게 소비자의 실제 구매 가격과 연결되게 변화. 금타로부터의 영향은 크지 않음

Q. 유통망 투명성 제고, 혁신이라는게 정확히 어떤 작업? 회사에 어떤 영향? 기존 유통채널들의 반발이 있는 건지?

A. 도매를 최소화하고 꼭 필요한 지역에서만 유지하고, 소매로 직접 가겠다는 전략. 현재는 도소매 혼재

Q. 국내 유통망 타 브랜드 판매규모? 수익성?

A. 방어적이나 상징적인 조치만은 아님. 다른 브랜드와도 협상이 진행 중. 규모는 계속 키워나갈 계획(중장기 물량비중 목표 30%). 판매량이나 수익성은 협상에 따라 유동적

Q. 국내에서 제4타이어라는 신규 타이어 업체 탄생 영향?

A. 제4타이어 업체라고 볼 정도로 영향력이 있지는 않을 것. 다만 온라인 판매를 강화하는 건 우리도 추진하는 정책

<표 1> 분기실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,611	(4.2)	(1.7)	1,720
영업이익	232	205	217	139	184	32.2	(20.6)	208
영업이익률	14.2	12.3	11.9	8.3	11.4	3.1	(2.8)	12
세전이익	207	213	225	99	183	85.0	(11.5)	207
순이익	167	176	171	86	146	68.0	(12.6)	164

자료: 한국투자증권

<표 2> 1분기 매출액 변동 요인 분석

(단위: 십억원, %)

	전분기대비	전년동기대비
비교시점매출	16,823	16,392
당기매출	16,114	16,114
차이	(4.2)	(1.7)
변동요인	물량	(3.7)
	판가	0.2
	환율	(0.5)
	기타	(0.2)

자료: 한국투자증권

<표 3> 1분기 실적 비교

(단위: 천 개, 원/개, 달러/톤, %, %p)

	추정	실제	차이
출하량	25,900	24,258	(6.3)
가격	67,119	66,428	(1.0)
투입원가	1,698	1,717	1.1
	천연고무	1,635	1,652
	합성고무	1,957	2,030
매출액 대비 판관비율	23.0	19.5	(3.5)

자료: 한국투자증권

<표 4> 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	7,245	7,847	7,083	7,855	(2.2)	0.1
영업이익	957	1,079	891	1,044	(6.9)	(3.2)
영업이익률	13.2	13.7	12.6	13.3	(0.6)	(0.5)
순이익	747	854	735	824	(1.7)	(3.5)

자료: 한국투자증권

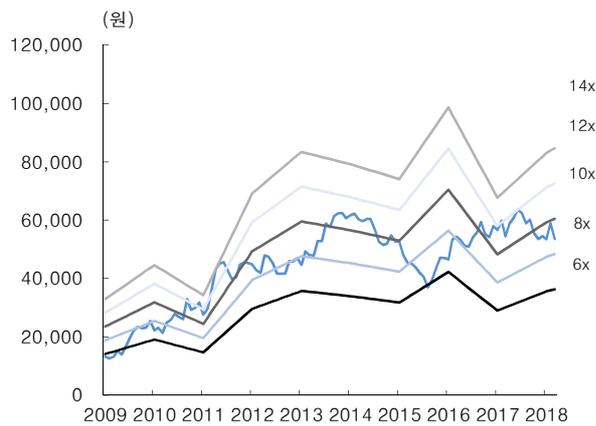
<표 5> 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천 개, 원/개, 달러/톤)

		기존전망	수정전망	차이
생산량	전체	106,800	104,758	(1.9)
	한국	44,500	43,500	(2.2)
	중국	33,100	32,400	(2.1)
	헝가리	16,700	16,558	(0.9)
	인도네시아	8,600	8,300	(3.5)
	미국	3,900	4,000	2.6
가격	전체	67,833	67,611	(0.3)
	한국	77,963	78,014	0.1
	중국	58,248	58,270	-
	헝가리	60,521	60,525	-
	인도네시아	71,683	71,748	0.1
투입원가	전체	1,581	1,581	-
	천연고무	1,662	1,679	1.0
	합성고무	2,064	2,141	3.7

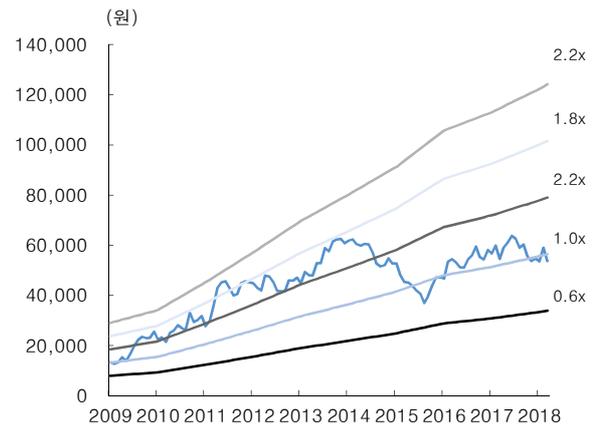
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

〈표 6〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, 천 개, 원/개, 달러/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,611	1,791	1,781	1,900	6,622	6,813	7,083	7,855	8,161
영업이익	232	205	217	139	184	233	240	235	1,103	793	891	1,044	1,072
영업이익률	14.2	12.3	11.9	8.3	11.4	13.0	13.5	12.4	16.7	11.6	12.6	13.3	13.1
세전이익	207	213	225	99	183	242	249	244	1,092	743	918	1,030	1,057
순이익	167	176	171	86	146	194	199	195	873	599	735	824	846
YoY													
매출액	0.8	(3.5)	10.1	4.5	(1.7)	7.4	(2.4)	12.9	3.0	2.9	4.0	10.9	3.9
영업이익	(7.5)	(34.0)	(28.3)	(41.7)	(20.6)	13.6	10.4	68.4	24.7	(28.1)	12.3	17.2	2.6
순이익	(14.4)	(33.6)	(17.4)	(58.6)	(12.6)	10.3	16.9	128.4	33.2	(31.4)	22.6	12.1	2.7
지역별 매출													
한국	247	248	241	250	197	-	-	-	1,131	986	-	-	-
중국	228	201	236	238	209	-	-	-	857	903	-	-	-
북미	452	464	498	506	446	-	-	-	1,873	1,920	-	-	-
유럽	522	532	637	509	596	-	-	-	1,977	2,200	-	-	-
기타	190	222	212	179	163	-	-	-	784	804	-	-	-
YoY 지역별 매출													
한국	(7.5)	(11.4)	(12.0)	(19.4)	(20.2)	-	-	-	(9.8)	(12.8)	-	-	-
중국	13.4	(8.2)	9.8	7.2	(8.3)	-	-	-	2.3	5.4	-	-	-
북미	(4.6)	(4.9)	8.7	11.7	(1.3)	-	-	-	6.5	2.5	-	-	-
유럽	6.3	2.7	20.4	15.9	14.2	-	-	-	9.0	11.3	-	-	-
기타	(1.5)	(0.2)	17.0	(3.9)	(14.1)	-	-	-	2.4	2.6	-	-	-
지역별 매출비중													
한국	15	15	13	15	12	-	-	-	17	14	-	-	-
중국	14	12	13	14	13	-	-	-	13	13	-	-	-
북미	28	28	27	30	28	-	-	-	28	28	-	-	-
유럽	32	32	35	30	37	-	-	-	30	32	-	-	-
기타	12	13	12	11	10	-	-	-	12	12	-	-	-
주요가정													
생산량	25,091	25,544	25,043	24,216	24,258	26,400	26,500	27,600	99,436	102,141	104,758	110,500	112,000
평균가격	65,328	65,255	72,854	69,472	66,428	67,823	67,206	68,839	66,911	66,701	67,611	71,090	72,867
평균원재료 투입단가	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,727	1,758	1,812	1,489	1,655	1,581	1,677	1,759
YoY													
생산량	5.3	1.3	1.4	(5.8)	(3.3)	3.4	5.8	14.0	6.2	2.7	2.6	5.5	1.4
평균가격	(4.3)	(4.0)	6.0	10.9	1.7	3.9	(7.8)	(0.9)	(2.8)	(0.3)	1.4	5.1	2.5
평균원재료 투입단가	13.7	25.9	14.9	11.8	1.2	(5.9)	2.3	7.2	(11.8)	11.2	(4.5)	6.1	4.9

자료: 한국투자증권

기업개요

한국타이어는 국내 시장 1위(점유율 40%), 세계 시장 7위의 타이어 회사로서 매출의 98.2%가 타이어 부문에서 발생한다. 한국, 중국, 헝가리, 인도네시아에 공장을 두고 있으며 미국 테네시에 공장을 신설 중이다. 2016년 기준 생산량은 99백만본이며 그 중 80%를 수출하고 있다. 전체생산량에서 OE가 차지하는 비중은 36%이며, 트럭용 타이어의 비중은 5%다. 2016년 기준 지역별 매출비중은 국내 17%, 중국 13%, 북미 28%, 유럽 30%, 기타 12%이다. 2016년 기준 지역별 생산비중은 국내 45%, 중국 31%, 헝가리 16%, 인도네시아 8%다.

- 신차용 타이어(OE, Original Equipment): 유통채널이 아닌 완성차 업체에 납품되어 신차에 장착되는 타이어
- 교체용 타이어(RE, Replacement Equipment): 유통채널에 납품되어 소비자의 타이어 교체수요에 대응
- PCR/LTR(Passenger Car Radial, Light Truck Radial): 승용차/경트럭용, TBR(Truck Bus Radial): 트럭, 버스용
- UHPT(Ultra High Performance Tire): 주행안정성을 높인 고성능 타이어. 일반타이어 대비 고마진

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,293	3,534	3,732	4,060	4,219
현금성자산	465	694	779	786	816
매출채권및기타채권	1,184	1,254	1,304	1,446	1,502
재고자산	1,436	1,494	1,554	1,723	1,790
비유동자산	6,329	5,984	6,170	6,630	6,975
투자자산	1,102	1,117	1,161	1,288	1,338
유형자산	4,699	4,317	4,437	4,707	4,978
무형자산	146	196	203	225	234
자산총계	9,622	9,519	9,902	10,690	11,193
유동부채	2,447	2,274	2,224	2,283	2,201
매입채무및기타채무	997	903	938	1,041	1,081
단기차입금및단기사채	869	866	764	771	648
유동성장기부채	383	368	368	325	325
비유동부채	1,214	871	773	880	822
사채	809	525	421	521	464
장기차입금및금융부채	266	214	214	207	200
부채총계	3,660	3,145	2,996	3,163	3,024
지배주주지분	5,949	6,359	6,883	7,496	8,131
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	2,993	2,993	2,993	2,993	2,993
기타자본	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	2,951	3,519	4,183	4,935	5,708
비지배주주지분	12	15	22	30	39
자본총계	5,961	6,374	6,905	7,527	8,170

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,218	852	1,218	1,168	1,375
당기순이익	879	606	735	824	846
유형자산감가상각비	489	531	556	585	624
무형자산상각비	14	18	21	23	24
자산부채변동	(237)	(370)	(67)	(241)	(93)
기타	73	67	(27)	(23)	(26)
투자활동현금흐름	(740)	(344)	(858)	(1,148)	(1,088)
유형자산투자	(723)	(472)	(703)	(881)	(924)
유형자산매각	39	39	27	26	29
투자자산순증	(33)	96	(147)	(230)	(153)
무형자산순증	(23)	(7)	(29)	(46)	(33)
기타	0	0	(6)	(17)	(7)
재무활동현금흐름	(650)	(282)	(275)	(13)	(257)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(600)	(228)	(204)	59	(185)
배당금지급	(50)	(54)	(50)	(62)	(62)
기타	0	0	(21)	(10)	(10)
기타현금흐름	(0)	3	0	0	0
현금의증가	(172)	229	85	6	31

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

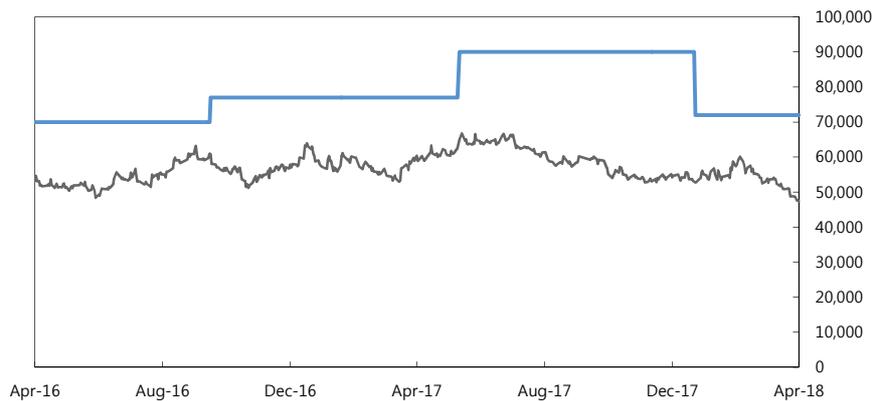
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,622	6,813	7,083	7,855	8,161
매출원가	4,045	4,492	4,682	5,044	5,294
매출총이익	2,577	2,320	2,401	2,812	2,867
판매관리비	1,474	1,527	1,509	1,767	1,795
영업이익	1,103	793	892	1,044	1,072
금융수익	117	130	130	131	131
이자수익	7	12	11	12	12
금융비용	206	145	120	119	118
이자비용	46	59	34	32	31
기타영업외손익	34	(72)	(75)	(83)	(86)
관계기업관련손익	45	36	36	36	36
세전계속사업이익	1,092	743	918	1,030	1,057
법인세비용	213	137	169	189	194
연결당기순이익	879	606	735	824	846
지배주주지분순이익	873	599	735	824	846
기타포괄이익	(9)	(141)	(141)	(141)	(141)
총포괄이익	870	466	594	683	705
지배주주지분포괄이익	865	459	587	675	696
EBITDA	1,606	1,343	1,469	1,652	1,720

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,047	4,837	5,932	6,652	6,829
BPS	48,036	51,340	55,576	60,523	65,645
DPS	400	400	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.0	2.9	4.0	10.9	3.9
영업이익증가율	24.7	(28.1)	12.3	17.2	2.6
순이익증가율	33.2	(31.4)	22.6	12.1	2.7
EPS증가율	33.2	(31.4)	22.6	12.1	2.7
EBITDA증가율	19.5	(16.4)	9.4	12.5	4.1
수익성(%)					
영업이익률	16.7	11.6	12.6	13.3	13.1
순이익률	13.2	8.8	10.4	10.5	10.4
EBITDA Margin	24.3	19.7	20.7	21.0	21.1
ROA	9.2	6.3	7.6	8.0	7.7
ROE	15.8	9.7	11.1	11.5	10.8
배당수익률	0.7	0.7	1.1	1.1	1.1
배당성향	5.7	8.3	8.4	7.5	7.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,694	1,266	972	1,020	802
차입금/자본총계비율(%)	39.1	31.0	25.6	24.2	20.0
Valuation(X)					
PER	8.2	11.3	8.0	7.1	6.9
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.5	6.0	4.7	4.2	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국타이어(161390)	2016.04.19	매수	70,000원	-22.7	-9.7
	2016.10.12	매수	77,000원	-25.2	-17.0
	2017.06.07	매수	90,000원	-34.4	-25.9
	2018.01.18	매수	72,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 27일 현재 한국타이어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.