

2018/04/30

한국타이어(161390)

테네시공장 초기 가동 부담

■ 1Q18 Review – 감가상각 부담으로 원가 부담 가중

1분기 매출액은 전년동기비 1.7% 감소한 1.61조, 영업이익은 20.6% 감소한 1,844억원을 기록했다. 매출이 부진했던 이유를 살펴보면, 첫째, 매출액에서 전년 4월, 가격인상을 예견한 Carry over Effect가 있어서 유럽을 제외한 전지역에서 역기저효과가 발생했고, 둘째, 완성차의 생산량 감소로 한국, 중국, 유럽 OE부문에서 부진한 성과가 지속되고 있으며, 셋째, RE에서 수입타이어 확산과 HMG, 한국GM의 가동을 하락에 기인한 OE부진, 경쟁심화 등으로 내수 부진이 생각보다 오래가고 있다. 넷째, Full capa 대비 추정 가동률이 90%를 살짝 넘는 수준으로 여전히 효율성에서 아쉬움이 남는다. 재료비는 NR의 안정세가 지속되고 SR은 Spot price 상승에도 Rolling plan으로 안정적 흐름을 보이고 있다. 그럼에도 불구하고, 미국공장 가동에 따른 감가상각 부담이 커지고 있음은 원가율에서 부담요인이다. 또한 올해부터 시행되는 K-IFRS 1115로 인해 수출비용 중 선임 498억원(매출액의 약 3%에 해당)이 판관비에서 매출원가로 이전되어 2012년 이후 가장 높은 원가율인 69%를 기록했다. 판관비와 원가가 다소 변경되었을 뿐, 영업이익에 미치는 영향은 없다. 따라서 영업이익률은 11.4% 수준인 1,844억원을 기록했다. 수익성은 부진했지만 감가상각 부담에 기인한 바 크므로 EBITDA 3,284억원(20.4%)에 주목할 필요가 있다. 감가상각비가 16년 4,889억원, 17년 5,314억원으로 계속 커지고 있고, 1분기에만 1,440억원을 기록했다. 감가상각비가 영업이익의 78.1%에 달할만큼 큰 부담으로 작용하고 있다. 테네시공장의 부담이 얼마나 빠르게 줄어드느냐가 턴어라운드의 단초가 될 수 있다. 1분기 실적은 고려할 것이 많지만 분명 실망스러운 수준이다.

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

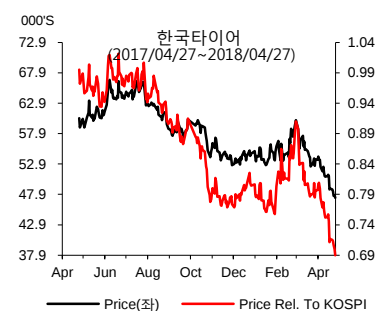
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000원
종가(2018/04/27)	47,350원

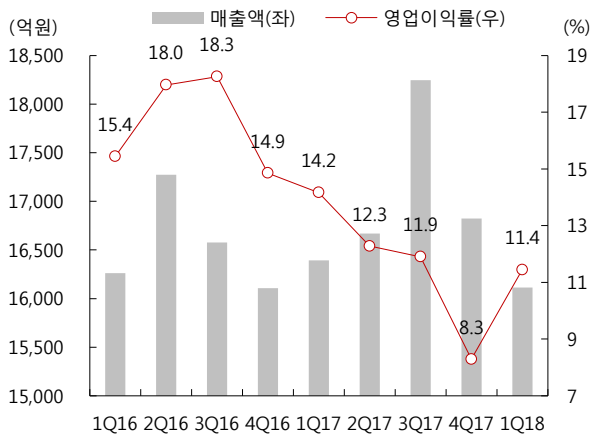
Stock Indicator

자본금	62십억원
발행주식수	12,388만주
시가총액	5,865십억원
외국인지분율	41.0%
배당금(2017)	400원
EPS(2018E)	5,355원
BPS(2018E)	55,150원
ROE(2018E)	10.1%
52주 주가	47,350~66,700원
60일평균거래량	298,428주
60일평균거래대금	16.2십억원

Price Trend

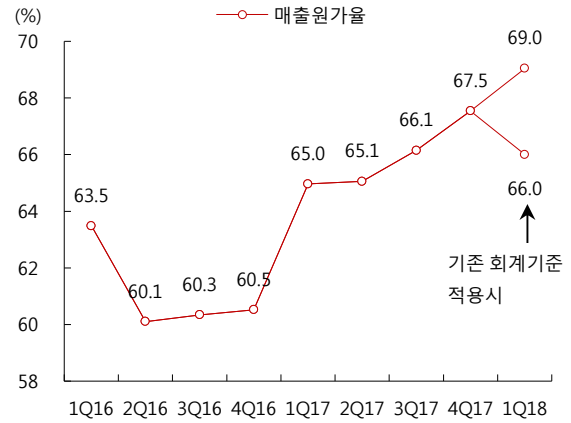


<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 원가 부담 작용



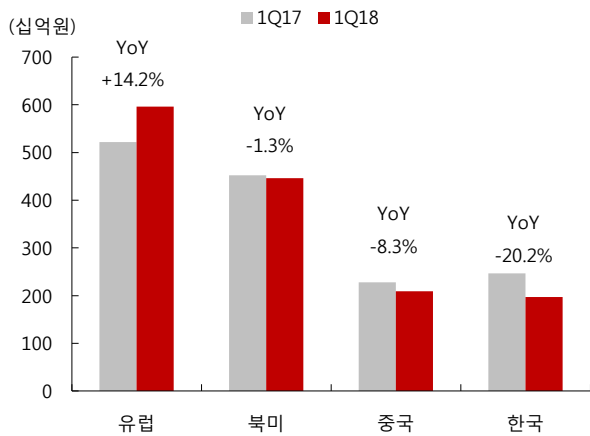
자료: 한국타이어, 하이투자증권

<그림 2> 매출원가율 추이 - 2012년 이후 가장 높은 수준



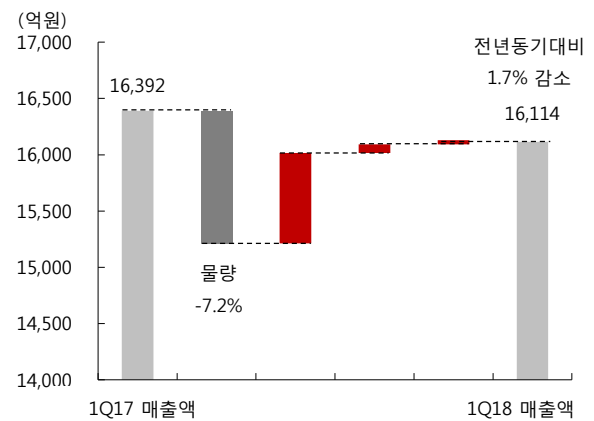
자료: 한국타이어, 하이투자증권

<그림 3> 지역별 매출액 및 전년동기비 증감 - 국내 부진



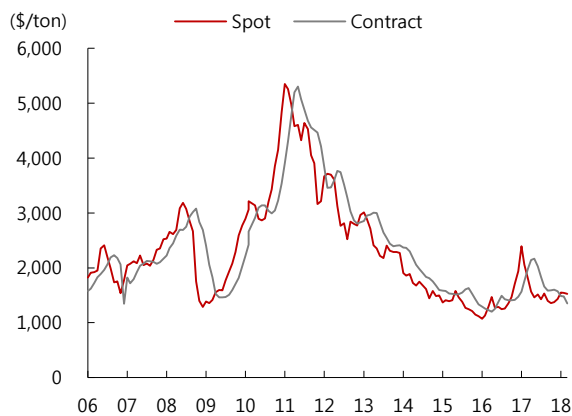
자료: 한국타이어, 하이투자증권

<그림 4> 18년 1분기 매출액 전년동기대비 변동 요인 분석



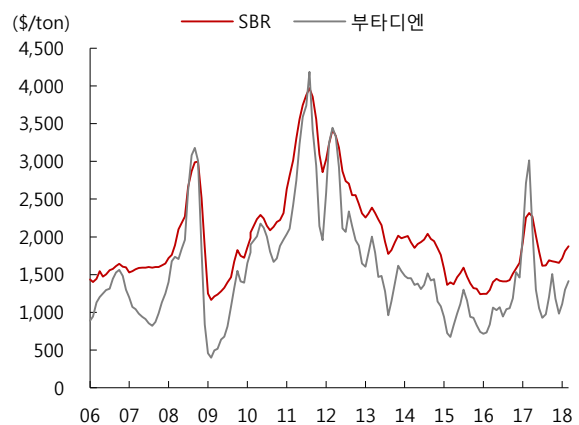
자료: 한국타이어, 하이투자증권

<그림 5> 천연고무 Spot, Contract 가격 추이 - 원자재가 횡보



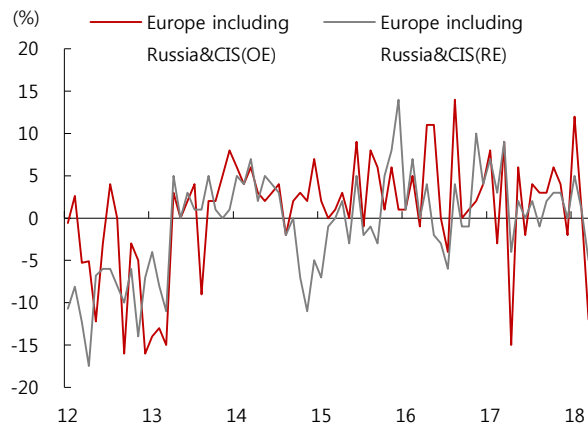
자료: Datastream, KITA, 하이투자증권

<그림 6> 부타디엔, SBR 가격 추이 - 올해 들어 상승 추세



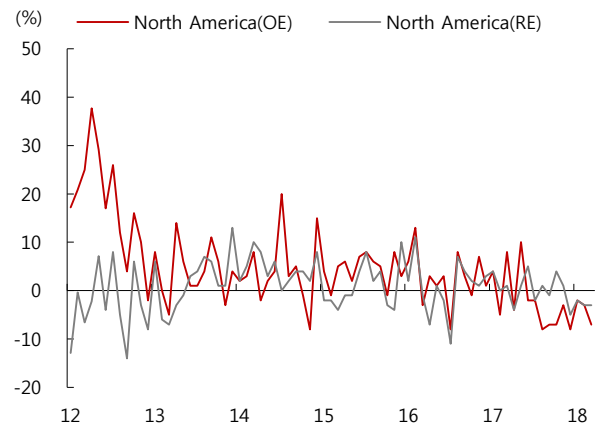
자료: KITA, 하이투자증권

<그림 7> 유럽시장 OE, RE 시장수요 전년동기비 증감 추이



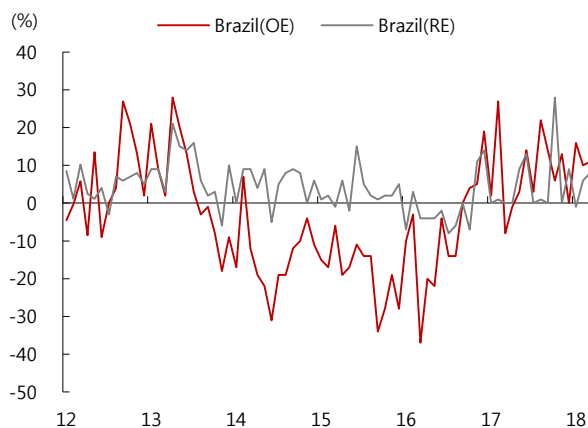
자료: Michelin, 하이투자증권

<그림 8> 북미시장 OE, RE 시장수요 전년동기비 증감 추이



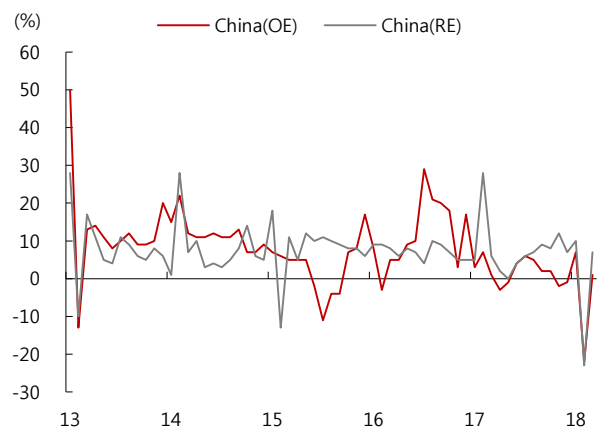
자료: Michelin, 하이투자증권

<그림 9> 브라질시장 OE, RE 시장수요 전년동기비 증감 추이



자료: Michelin, 하이투자증권

<그림 10> 중국시장 OE, RE 시장수요 전년동기비 증감 추이



자료: Michelin, 하이투자증권

2Q18 Preview

테네시공장의 조기 안정화 기대

천연고무가격의 안정세가 지속되고 있어 합성고무 가격이 유가상승으로 조금 오른다해도 2분기 원가에서 변동사항은 크게 없을 것으로 보인다. 완성차의 생산량 회복에 따른 OE 실적개선과 미국 테네시 공장의 조기 안정화가 핵심이다. 다행히 4월부터 미국에서 미국, 일본메이커향 OE Performance가 개선되는 등 정상화가 진행되고 있다. 테네시공장의 Ramp up은 감가상각 부담을 상쇄시켜 줄 이익 증가의 전제조건이다. 또 어려운 내수시장은 OE회복과 금호타이어 해외매각에 따른 가격파괴 경쟁 종료, T-Station의 Multi-brand 유통전략 등을 지켜봐야 할 것 같다. 우린 1분기 대비 2분기는 업황이나 환경의 변화를 봤을 때, 소폭 개선되는 방향으로 전망한다. 2분기 매출액을 전년동기비 1.7% 증가한 1,69조, 영업이익은 5.2% 증가한 2,152억원으로 예상한다.

<표 1> 18년 1분기 실적 및 18년 2분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	2Q18E	YoY
매출액	16,392	16,669	18,245	16,823	16,114	-1.7%	-4.2%	16,945	1.7%
매출원가	10,649	10,844	12,068	11,363	11,126	4.5%	-2.1%	11,692	7.8%
%	65.0	65.1	66.1	67.5	69.0	4.1%p	1.5%p	69.0	3.9%p
판관비	3,421	3,779	4,005	4,066	3,144	-8.1%	-22.7%	3,101	-17.9%
%	20.9	22.7	22.0	24.2	19.5	-1.4%p	-4.7%p	18.3	-4.4%p
영업이익	2,322	2,046	2,171	1,394	1,844	-20.6%	32.2%	2,152	5.2%
%	14.2	12.3	11.9	8.3	11.4	-2.7%p	3.2%p	12.7	0.4%p
영업외이익	-254	80	75	-405	-14	적자지속	적자지속	-68	적자전환
%	-1.5	0.5	0.4	-2.4	-0.1	1.5%p	2.3%p	-0.4	-0.9%p
세전이익	2,068	2,127	2,246	989	1,830	-11.5%	85.0%	2,084	-2.0%
%	12.6	12.8	12.3	5.9	11.4	-1.3%p	5.5%p	12.3	-0.5%p
법인세	394	328	526	118	367	-6.7%	212.0%	459	39.7%
%	19.0	15.4	23.4	11.9	20.1	1.0%p	8.2%p	22.0	6.6%p
당기순이익	1,675	1,799	1,720	872	1,463	-12.6%	67.9%	1,626	-9.6%
%	10.2	10.8	9.4	5.2	9.1	-1.1%p	3.9%p	9.6	-1.2%p
지배주주	1,675	1,755	1,705	855	1,445	-13.7%	69.0%	1,606	-8.5%
%	10.2	10.5	9.3	5.1	9.0	-1.2%p	3.9%p	9.5	-1.1%p

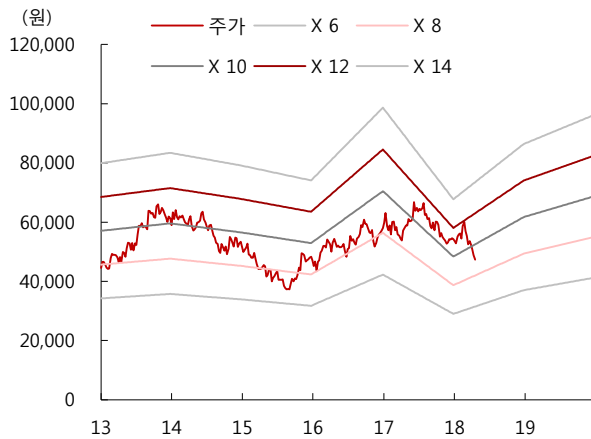
자료: 한국타이어, 하이투자증권

투자전략

가동률 회복 기대, 목표주가 6만원으로 하향

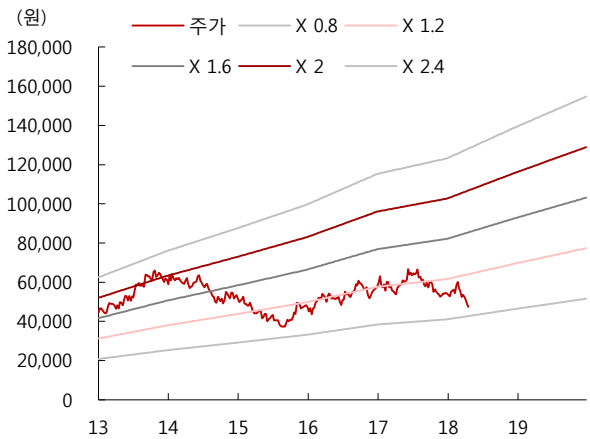
전방산업인 자동차 생산량이 감소하는 상황에서 OE가, 경쟁심화로 RE가 어려움을 겪고 있다. 재료비 부담이 크지 않은 상황에서 아쉽게 글로벌 플랜트의 전반적 가동률 하락이 나타나고 있어, Efficiency 추구할 수가 없는 상황이다. 90%대에 머물고 있는 Full capa 대비 가동률의 회복이 외형과 수익성을 결정지를 변수다. 실적 추정치를 하향한 EPS 5,355원에 기존 Target multiple 11배를 적용, 목표주가를 6만원으로 하향한다. 다만 주가의 턴어라운드는 감가상각 부담을 상쇄시켜줄 가동률 회복에 달려있다.

<그림 11> 한국타이어 PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 12> 한국타이어 PBR Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

질의응답

1. 작년 선수요 효과로 물량이 빠질 것이라고 예상했지만 이렇게 많이 빠질 줄은 몰랐다. 전반적 시장 약세에 따라 물량이 빠진 것인지, 사업계획 세웠을 때와 시장 상황이 바뀌었는지 궁금하다.

→ 1분기 실적이 당초 기대에 미치지 못한 것이 사실이다. 정성적으로 봤을 때 시장 영향에 의한 것이 50%, 회사 내부적 문제가 50%정도 될 것 같다. 테네시공장, 미국 판매가 생각했던 것 보다 빨리 ramp up 되지 못하고 있는 것이 가장 큰 이유이다. 최근 미국에서의 가격정책, 마케팅 프로그램이 어느정도 자리 잡아 가고 있다. 4월부터는 숫자로 확인 가능할 것이다. 가격 영향을 제일 많이 본 지역은 북미였다. 북미지역에서 가격인상 직전 수요가 몰리면서 작년 1분기에 많이 팔렸다. 국내에서는 유통망 혁신 때 문에 매출이 예상한 것보다 많이 빠지고 있다. 유통 과정에서 갖는 마진을 줄이고, 소비자들에게 지금보다 저가에, 접근하기 쉬운 가격대에 공급하려는 정책을 시행하려 하고 있다. 이 부분이 하반기가 되면 가시화될 것이다. 멀티브랜드 정책이 가시화된 성과를 내게 되면 예상보다 많이 빠진 내수 물량이 점진적으로 회복될 것이라 생각한다.

2. 국내 RE시장 정상화 시점을 3분기라고 봤던 근거가 궁금하다. 금호타이어의 공격적 영업으로 국내시장에 교란이 생기는 것 같은데, 3분기부터 이런 현상이 없어지는 것으로 예측하시는지, 국내시장 정상화 근거에 대해 자세한 설명 부탁드립니다.

→ 국내시장 정상화 시점에 대한 예측에는 변동성이 있다. 회사가 노력하는 것만으로는 약속드리기 어려운 요소들이 있다. 결국 유통의 구조조정이라는 것은 소비자들이 기대하는 바를 회사가 얼마나 충족하느냐에 달려있다. 일관성 있는 가격을 제시하고 소비자들의 실제 구매가와 연결될 수 있도록 하는 것과 동시에 멀티브랜드 유통으로 티스테이션 정책을 바꾸고 있다. 멀티브랜드를 하게 되면 단기적으로 한국타이어 매출과 약간 충돌이 있을 수는 있지만, 멀티브랜드 자체가 한국타이어가 구매해서 판매하는 형태이기 때문에 숫자로서의 실적에는 포함된다. 국내시장은 유통 전략이 얼마나 정상화되느냐에 달려있을 것이다.

→ 금호타이어가 더블스타로 인수되었다. 인수확정 전 금호타이어의 저가정책이 시장을 교란한 부분이 없지 않아 있었다. 금호타이어 이슈가 마무리되면 가격도 정상화될 것이라고 생각한다. 근본적으로 큰 영향은 없을 것이다.

3. 유통망 투명성 제고, 혁신 작업 자세히 설명 부탁드립니다.

개념적으로 도매를 거쳐야 하는 것만 거치고 기본적으로는 리테일 위주의 비즈니스를 하겠다라는 것이다. 현재는 도소매 개념이 혼재되어 있다. 도매가 필요한 영역은 리테일망을 통해서 하지 못하는 부분이다. 소규모 리테일에 제공하지 못하는 물류 서비스, 채권관리 서비스가 필요한 곳에는 도매가 필요하다. 도매가 필요한 곳에만 도매를 통해서 하고 기본적으로는 리테일 위주로 재편하겠다.

4. 티스테이션에서 맥시스, 미쉐린 판매 규모는 얼마나 되는 것인가? 상징적인 조치인지, 방어 차원인 것인지, 수익성은 어떤지 궁금하다.

→ 티스테이션에서 맥시스를 판매하고 있었고, 최근 미쉐린 판매를 시작했다. 앞으로 컨티넨탈, 피렐리 등을 추가로 도입하려고 준비 중이다. 단순히 방어적이거나 상징적인 것은 아니다. 다른 타이어업체와도 계속 협상 진행 중이다. 금년 내 상당한 정도 다른 타이어 브랜드까지도 티스테이션을 통해 판매할 계획이 있다. 중장기적으로 물량의 30%까지 멀티브랜드로 운영할 계획을 가지고 있다. 전체적인 타겟 볼륨, 마진 자체는 아직 협상 진행 중이기 때문에 유동적이다. 향후 유통에서 상당히 중요한 볼륨까지 가져가고자 한다. 단순히 타이어 제조업체의 시각으로 보는 것이 아니라 유통이라는 관점에서, 유통에 잠겨있는 마진의 폭을 합리화하며 유통 자체의 밸류를 높이하고자 한다.

5. 제커타이어가 중국에서 OE방식으로 생산해 한국타이어, 금호타이어보다 20% 할인한 가격으로 온라인으로만 유통하겠다는 기사가 나왔다. 여기에 대한 사측 생각이 궁금하다. 또한 온라인 유통망에 어떻게 대응할 것인지 설명 부탁드립니다.

→ 제커타이어는 제3의 타이어업체라고 하기엔 어렵다. 사실상 중요한 의미를 지니는 것은 아니라고 판단하고 있다. 온라인 유통, 온라인과 오프라인 연계는 중요한 트렌드이다. 우리 회사도 상당한 정도의 준비를 해야된다고 생각하고 있고 준비하고 있다. 유통업으로서 타이어를 보자라는 큰 흐름 속에 티스테이션의 온라인 유통 체계, IT 백업, 물류서비스 백업 등을 통해 배송, 장착 서비스를 가장 원활히 하려는 방향으로 투자가 진행 중이고 조만간 가시적인 성과를 낼 수 있을 것으로 생각된다. 미국시장에서 경쟁사들이 제후를 맺고 있으며, SCM 역량 개선을 위한 투자를 진행 중이다. 당사도 미국에서의 물류창고 재배치 또는 추가적인 투자, 전체적 물류관리 프로세스, 시스템 업그레이드를 통해 전반적인 SCM 역량을 개선하고자 한다. 이러한 것들이 2분기에 상당 수준 나타날 것이며, 3분기에는 숫자로 나타날 것으로 기대하고 있다.

6. 최근 주가가 많이 빠지고 있다. 전반적으로 회사 경영진 입장에서 현재 주가를 어떻게 판단하고 있는지, 주가나 주주 가치 제고를 위해 어떤 방안을 생각하고 있는지 답변 부탁드립니다.

→ 전체적인 흐름을 보면 1분기에 부진했다. 몇 개월의 롤링을 가지고 사업현황을 점검하고 있는데, 2분기에는 1분기보다 훨씬 더 개선된 실적을 보일 수 있을 것이다. 연간 가이드에 1분기가 부담으로 작용하겠지만 2, 3분기에는 내부 사업계획 흐름상 상당히 부합할 것으로 생각한다. 최근 주가 흐름은 운영 역량이나 기대되는 실적, 지금 실적에 비춰봐도 낮은 수준이라 생각된다. 조금 더 회복될 것으로 보며 회복할 수 있도록 노력하겠다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,534	3,939	4,720	5,275
현금 및 현금성자산	694	1,031	1,428	1,563
단기금융자산	16	16	17	17
매출채권	1,254	1,280	1,387	1,439
재고자산	1,494	1,460	1,583	1,642
비유동자산	5,984	5,756	5,568	5,415
유형자산	4,317	4,053	3,827	3,635
무형자산	196	178	162	149
자산총계	9,519	9,695	10,288	10,690
유동부채	2,274	2,219	2,196	2,163
매입채무	903	847	825	792
단기차입금	866	866	866	866
유동성장기부채	368	368	368	368
비유동부채	871	621	621	371
사채	525	275	275	25
장기차입금	214	214	214	214
부채총계	3,145	2,840	2,817	2,535
지배주주지분	6,359	6,832	7,438	8,112
자본금	62	62	62	62
자본잉여금	2,993	2,993	2,993	2,993
이익잉여금	3,519	4,133	4,879	5,694
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	15	23	33	44
자본총계	6,374	6,855	7,470	8,155

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,813	6,952	7,536	7,821
증가율(%)	2.9	2.0	8.4	3.8
매출원가	4,492	4,770	5,181	5,490
매출총이익	2,320	2,182	2,355	2,331
판매비와관리비	1,527	1,294	1,353	1,239
연구개발비	191	195	211	219
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	793	888	1,003	1,091
증가율(%)	-28.1	12.0	12.9	8.8
영업이익률(%)	11.6	12.8	13.3	14.0
이자수익	12	18	24	26
이자비용	59	51	51	44
지분법이익(손실)	36	36	36	36
기타영업외손익	-72	5	17	18
세전계속사업이익	743	875	1,054	1,144
법인세비용	137	203	248	269
세전계속이익률(%)	10.9	12.6	14.0	14.6
당기순이익	606	672	806	875
순이익률(%)	8.9	9.7	10.7	11.2
지배주주귀속 순이익	599	663	796	864
기타포괄이익	-141	-141	-141	-141
총포괄이익	466	531	665	734
지배주주귀속총포괄이익	599	663	796	864

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	852	1,308	1,043	1,039
당기순이익	606	672	806	875
유형자산감가상각비	37	39	36	34
무형자산상각비	18	18	16	14
지분법관련손실(이익)	36	36	36	36
투자활동 현금흐름	-344	-396	-396	-396
유형자산의 처분(취득)	-472	-300	-300	-300
무형자산의 처분(취득)	-7	-	-	-
금융상품의 증감	153	0	0	0
재무활동 현금흐름	-282	-300	-50	-300
단기금융부채의증감	-49	-	-	-
장기금융부채의증감	113	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-54	-50	-50	-50
현금및현금성자산의증감	229	337	397	135
기초현금및현금성자산	465	694	1,031	1,428
기말현금및현금성자산	694	1,031	1,428	1,563

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	4,836	5,355	6,427	6,979
BPS	51,331	55,150	60,041	65,484
CFPS	5,274	5,812	6,845	7,362
DPS	400	400	400	400
Valuation(배)				
PER	11.3	8.8	7.4	6.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	10.4	8.1	6.9	6.4
EV/EBITDA	9.5	6.9	5.8	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.7	10.1	11.2	11.1
EBITDA 이익률	12.4	13.6	14.0	14.6
부채비율	49.3	41.4	37.7	31.1
순부채비율	19.8	9.9	3.7	-1.3
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.7	5.5
재고자산회전율(x)	4.6	4.7	5.0	4.8

자료 : 한국타이어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한국타이어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-29	Buy	64,000	6개월	-16.0%	-1.3%
2016-10-04	Buy	70,000	6개월	-18.4%	-8.7%
2017-11-15	Buy	70,000	1년	-22.6%	-19.0%
2018-02-09	Buy	66,000	1년	-18.6%	-8.9%
2018-04-30	Buy	60,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 고태봉, 강동욱\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-