

# 한국타이어(161390)

## 현장점검 - 유통에서 찾는 돌파구

### 제조보다 유통이 돈이 된다

지난 9년 간 타이어 유통마진이 급성장했다. 타이어 제조사 평균가격이 제자리 걸음을 하는 동안 유통단계를 거친 소매가격은 72%나 급등했다. 그동안 제조업체가 늘린 연구개발과 마케팅 활동의 수혜가 유통업체에 집중된 결과다. 대표적 유통전문업체인 타이어뱅크의 고속성장이 이를 반증한다. 향후 온라인 판매의 성장으로 타이어 유통이 다시 한번 변화할 전망이다.

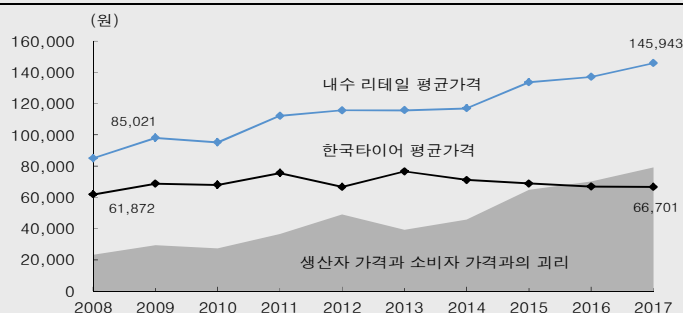
### 유통구조에 칼을 빼든 한국타이어

한타는 수입산의 확산과 경쟁심화에 따른 내수부진을 타개하기 위해 17년 3분기부터 유통구조 혁신을 시도 중이다. 이는 도매를 최소화하고 소매를 강화하며, 판매전문점인 티스테이션의 수입산 타이어 취급 확대가 골자다. 도매상들의 초기 반발이 있지만 정착되면 매출과 수익성 개선이 가능하다. 티스테이션 탐방을 통해 이러한 시도의 정착 가능성을 현장에서 점검했다.

### 장기 전략과 단기 실적 반등에 투자하자

장기 전략과 실적 회복, 그리고 밸류에이션을 감안 시 현 주가는 매우 매력적이다. 한타의 유통망 강화 전략은 시의적절하며 성공가능성이 높다. 글로벌 업체들도 인수/합병을 통해 유통망 강화에 힘쓰고 있다. 한타는 非타이어 매출을 17년 1조원에서 20년까지 2조원 이상으로 높일 계획인데, 이 중 대부분이 수익성이 높은 유통에서 창출될 전망이다. 실적도 회복국면에 접어들었다. 영업이익은 2분기에 2천억원대를 회복하고, 3분기에도 내수와 미국에서의 낮은 기저효과와 동계용 타이어 판매호조가 반영되며 호실적을 기록할 전망이다. 마지막으로 유통망 강화는 밸류에이션 측면에도 긍정적이다.

### 제조보다 유통에 집중된 타이어 산업의 부가가치



주: 내수 리테일은 수입산 타이어 제외 기준  
자료: 한국투자증권

## 매수(유지)

목표주가: 72,000원(유지)

### Stock Data

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| KOSPI(5/15)       | 2,459                  |
| 주가(5/15)          | 47,400                 |
| 시가총액(십억원)         | 5,872                  |
| 발행주식수(백만)         | 124                    |
| 52주 최고/최저가(원)     | 66,700/47,350          |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 17,903                 |
| 유통주식비율/외국인지분율(%)  | 57.4/40.6              |
| 주요주주(%)           | 한국타이어월드와이드 외 26 인 42.6 |
|                   | 국민연금 8.1               |

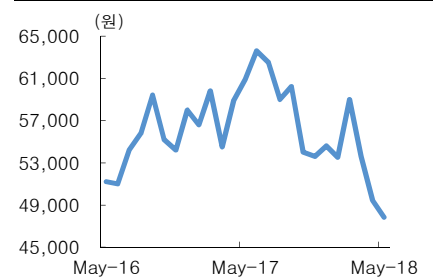
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

|       | 변경전   | 변경후   | (%) |
|-------|-------|-------|-----|
| 2018F | 5,932 | 5,932 | -   |
| 2019F | 6,652 | 6,652 | -   |
| 2020F | 6,829 | 6,829 | -   |

### 주가상승률

|              | 1개월   | 6개월    | 12개월   |
|--------------|-------|--------|--------|
| 절대주가(%)      | (6.7) | (11.4) | (21.7) |
| KOSPI 대비(%p) | (6.8) | (9.0)  | (29.0) |

### 주가추이



자료: WISEfn

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

# Contents

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| I. 해외 성과와 맞바꾼 홈 그라운드 부진     | 2  |
| <hr/>                       |    |
| 1. 수입산의 역습                  |    |
| 2. 경쟁사의 공격적인 영업             |    |
| 3. 유통구조 혁신                  |    |
| II. 유통구조 혁신의 배경, 영향, 전망     | 9  |
| <hr/>                       |    |
| 1. 재주는 한타가 부리고 돈은 유통이 번다    |    |
| 2. 사례분석 - 타이어뱅크의 고속성장       |    |
| 3. 온라인 판매의 성장도 유통구조 혁신에 기여  |    |
| 4. 칼을 빼든 한국타이어              |    |
| 5. 현장의 목소리 - T Station 탐방후기 |    |
| III. 유통구조 혁신은 글로벌 현상        | 16 |
| <hr/>                       |    |
| 1. 도매유통망 합병에 나선 글로벌 업체들     |    |
| 2. 한타의 해외 유통투자              |    |
| IV. 장기 전략과 단기 실적반등에 투자하자    | 20 |
| <hr/>                       |    |
| 1. 전리품이 큰 유통전쟁              |    |
| 2. 매력적인 매수 시점               |    |
| 기업개요 및 용어설명                 | 24 |
| <hr/>                       |    |

## 리포트 작성 목적

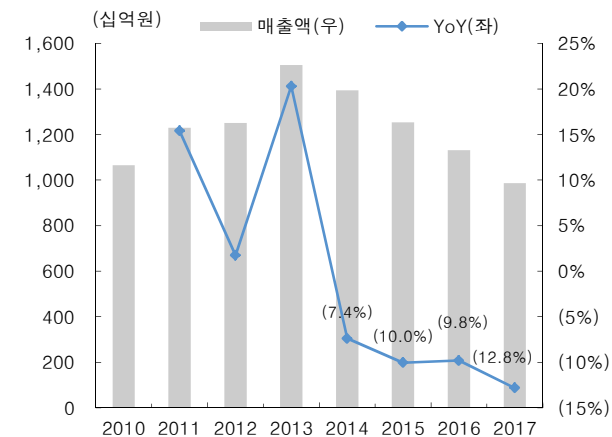
- 한국타이어의 내수부진 요인 분석
- 한국타이어가 추진 중인 유통구조 혁신의 배경, 의미, 전망 제시
- 글로벌 업체들의 유통망 전략 및 최근의 통합 움직임 분석
- 한타의 판매 전문점인 티스테이션들을 탐방해 리테일 현장의 목소리 취합

# I. 해외 성과와 맞바꾼 홈 그라운드 부진

## 한타의 내수부진 심화

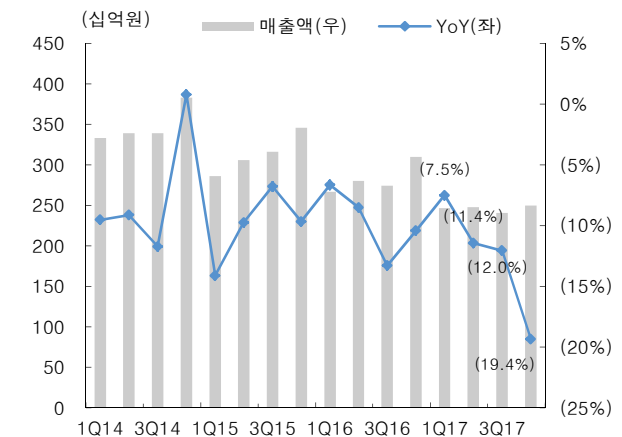
한국타이어의 내수부진이 심상치 않다. 2014년부터 하락세에 접어든 국내매출은 2017년에는 8년 만에 1조원 아래로 줄었다. 같은 기간 국내매출이 연결매출에서 차지하는 비중도 21%에서 14%로 하락했다. 특히 국내매출 하락세는 17년 하반기부터 두드러지게 나타나고 있다.

[그림 1] 한타 국내 매출액 - 14년부터 하락세



자료: 한국투자증권

[그림 2] 특히 17년 하반기부터 하락세 두드러져

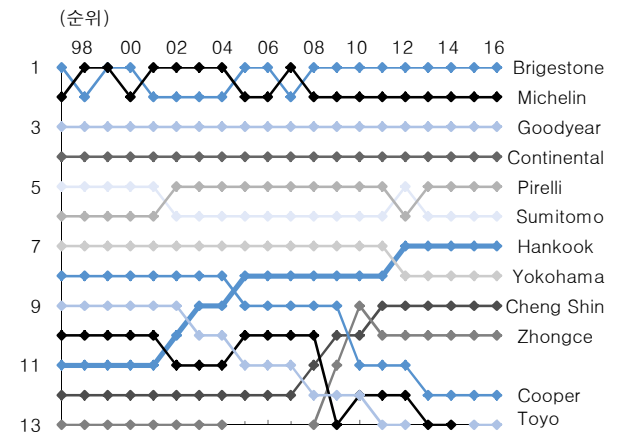


자료: 한국투자증권

## 그동안 내수가 아닌 글로벌 시장에서는 큰 성과

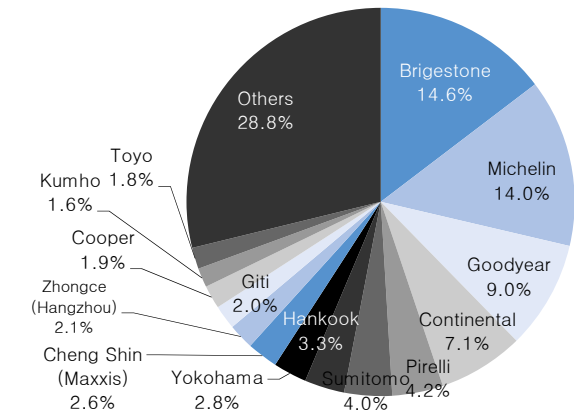
그동안 한국타이어가 글로벌 시장에서 거둔 성과를 감안하면 이러한 내수부진은 이례적이다. 한국타이어의 글로벌 순위는 꾸준히 상승하며 2012년부터 7위에 진입했다(매출 기준). 20년 넘게 공고하게 유지된 타이어 Top 7 체제에 요코하마를 8위로 밀어내면서 균열을 낸 것이다.

[그림 3] 공고했던 글로벌 Top 7에 진입한 한국타이어



자료: Tire Business, 한국투자증권

[그림 4] 글로벌 시장 점유율(2017)

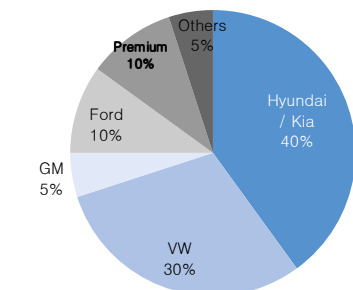


자료: Tire Business, 한국투자증권

### 해외 프리미엄 OE 납품도 지속 증가

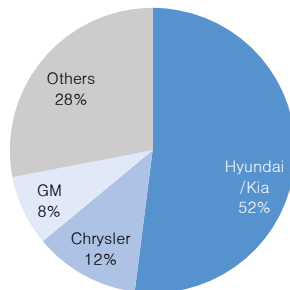
신차용 타이어(OE) 시장에서의 성과는 더욱 크다. 2013년 벤츠 S클래스, 2016년 BMW 7시리즈 공급 등 주요 프리미엄 브랜드의 플래그쉽 모델에 OE 타이어 납품을 성공했고 포르쉐 등 럭셔리 브랜드에도 공급을 시작하면서 전체 OE 내 프리미엄 브랜드향 매출 비중을 10%까지 높였다.

[그림 5] 한국타이어 고객별 OE 비중



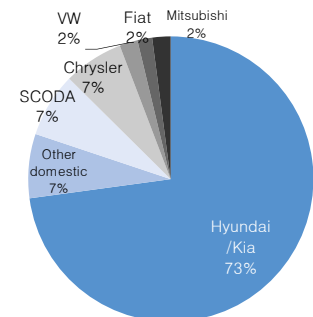
주: 2016년 기준  
자료: 한국투자증권

[그림 6] 금호타이어 고객별 OE 비중



주: 2016년 기준  
자료: 한국투자증권

[그림 7] 넥센타이어 고객별 OE 비중



주: 2016년 기준  
자료: 한국투자증권

〈표 1〉 타이어 3사 OE 수주 현황

|      | 한국타이어                |                                     | 금호타이어                     |                                      | 넥센타이어              |                                    |
|------|----------------------|-------------------------------------|---------------------------|--------------------------------------|--------------------|------------------------------------|
|      | 고객사                  | 차종(시기)                              | 고객사                       | 차종(시기)                               | 고객사                | 차종(시기)                             |
| 1991 | Volkswagen           |                                     |                           |                                      |                    |                                    |
| 1999 | Ford                 |                                     |                           |                                      |                    |                                    |
| 2001 | Volvo<br>Mitsubishi  |                                     | Volkswagen                | Beetle                               |                    |                                    |
| 2003 | Ford                 | F-150 (Pick up truck)               |                           |                                      |                    |                                    |
| 2004 | Ford                 | Econoline (Van)<br>Mondeo           |                           |                                      |                    |                                    |
| 2006 | GM<br>Volkswagen     | Chevrolet (May)<br>Golf             | Chrysler                  | Sebring                              |                    |                                    |
| 2007 |                      |                                     | Mercedes Benz             | A-Class                              |                    |                                    |
| 2008 |                      |                                     | Ford<br>Chrysler          | Focus<br>Dodge Journey               |                    |                                    |
| 2009 | Volkswagen<br>Audi   | New Beetle, Jetta (Apr)<br>A3 (Jun) | Mercedes Benz             | Truck/Bus                            |                    |                                    |
| 2010 | Ford                 | Lincoln MKZ                         | Ford<br>Chrysler          | Fiestar<br>Grand Cherokee (Nov)      |                    |                                    |
| 2011 | BMW<br>Toyota        | Mini Cooper S/1 Series<br>IQ        | Mercedes Benz<br>Chrysler | Sprinter (May)<br>Town&Country (Feb) |                    |                                    |
| 2012 | BMW<br>Mercedes Benz | 3 Series (Apr)<br>E-Class           | Chrysler                  | Dodge Dart (Jun)                     | Fiat<br>Mitsubishi | Multipla (Apr)<br>Lancer (May)     |
| 2013 | Honda                | Civic (Jan)                         |                           | Mini JCW GP (Jan)                    |                    | Outlander Sport (May)              |
|      | Toyota               | Corolla (Sep)                       | BMW                       | G-Class (Oct)                        | Mitsubishi         |                                    |
|      | Nissan               | Altima (Sep)                        | Mercedes Benz             | B-Class (Nov)                        | Chrysler           | Dodge Avenger (Sep)                |
|      | <b>Mercedes Benz</b> | <b>S-Class (Sep)</b>                |                           | Jeep                                 | Skoda              |                                    |
|      | BMW                  | 5 Series (Sep)/X5 (Nov)             | Chrysler                  | Compass/Patriot (Feb)                | Volkswagen         | Octavia, Rapid (Dec)<br>Polo (Dec) |
| 2014 | BMW                  | 4 Series (Apr)                      | Chrysler                  | Chrysler 200 (Mar)                   |                    |                                    |
|      | Mercedes Benz        | C-Class (Jul)                       | BMW                       | 1-Series (Apr)                       | Chrysler           | Chrysler 200 (Jan)                 |
|      | BMW                  | Mini models (Jul)                   |                           | 2-Series (Sep)                       | SEAT               | Ibiza (Apr)                        |
|      | Audi                 | TT, TTS (Dec)                       | Volkswagen                | 3-Series (Nov)                       | Dacia              | Lodgy, Dokker (Jun)                |
|      | Mercedes Benz        | LCV V-Class (Dec)                   | Skoda                     | Polo (May)                           |                    |                                    |
|      |                      |                                     | Fiat                      | Fabia (Dec)<br>Renegade (Nov)        |                    |                                    |
| 2015 | Ford                 | Mustang (Feb)                       |                           |                                      | Fiat               | 500X (Jan)                         |
|      |                      | F650, F750 (Jul)                    |                           |                                      | Fiat               | Ducato (Mar)                       |
|      | <b>Porsche</b>       | <b>Macan (Apr)</b>                  | Chrysler                  | Dodge Viper (Jul)                    | Renault            | Twingo (May)                       |
|      | Mercedes Benz        | HCV Actro (Jun)                     | Skoda                     | Rapid (May)                          | Smart              | ForFour (May)                      |
|      |                      |                                     |                           |                                      | Volkswagen         | Caddy (Aug)                        |
| 2016 | Toyota               | Tacoma (Jan)                        |                           |                                      |                    |                                    |
|      |                      | Sienna (Oct)                        |                           |                                      |                    |                                    |
|      | Ford                 | Lincoln MKX (Jan)                   |                           |                                      |                    |                                    |
|      |                      | C-MAX Energi (Sep)                  |                           |                                      | Porsche            | Cayenne (Sep)                      |
|      | <b>BMW</b>           | <b>7 Series (Mar)</b>               | Chrysler                  | Pacifica (May)                       | Volkswagen         | Polo (Sep)<br>Tiroc (Sep)          |
|      | Mercedes Benz        | New Arocs (Jun)                     |                           |                                      |                    |                                    |
|      | Scania               | R series (Nov)                      |                           |                                      |                    |                                    |
|      | Audi                 | A4, S4 (Feb)<br>Q7, SQ7 (Dec)       |                           |                                      |                    |                                    |
| 2017 | Mercedes Benz        | GLC/ GLC coupe (Mar)                |                           |                                      |                    |                                    |
|      | Audi                 | RS5 coupe (Sep)                     |                           |                                      |                    |                                    |
|      | Opel                 | Insignia Sports (Sep)               | Volkswagen                | New Polo (Sep)                       | Volkswagen         | New Polo (Sep)<br>T-Roc (Sep)      |
|      | Toyota               | Camry (Oct)                         |                           |                                      |                    |                                    |
|      | Honda                | Accord (Oct)                        |                           |                                      |                    |                                    |

자료: 언론보도 종합, 한국투자증권

내수부진 배경은 수입산,  
금타, 유통개혁 때문

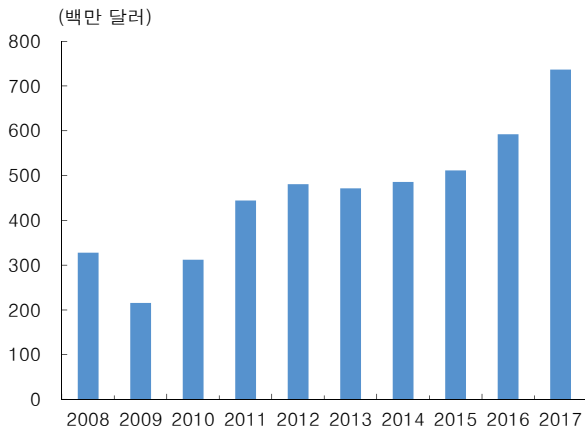
한타의 글로벌 성과에도 불구하고 내수부진이 지속된 배경을 3가지로 판단한다. 이는 수입산 타이어의 확산, 국내 경쟁사의 공격적인 영업, 그리고 유통구조 혁신 과정에서의 진통이다. 이번 보고서에서는 이를 하나씩 짚어보고, 특히 세 번째 원인인 가장 최근 현안인 유통구조 혁신을 집중적으로 다루고자 한다. 유통구조 혁신이 현재는 부진의 원인이지만, 정착될 경우 오히려 이익 증가 요인이 될 수 있기 때문이다.

## 1. 수입산의 공습

타이어 수입금액은 7년 사이  
두 배 넘게 증가

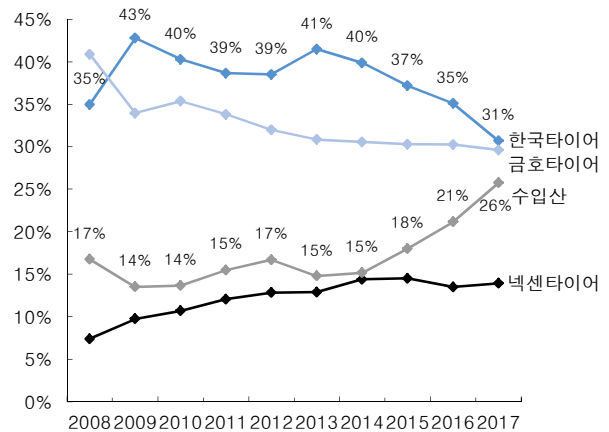
국내 타이어 시장에서 수입산의 약진이 거세다. 2010년 3.1억달러에 불과했던 타이어 수입금액은 2017년 7.4억달러로 두 배 넘게 증가했다. 같은 기간 수입산의 점유율은 14%에서 26%로 급상승했다.

[그림 8] 크게 늘어난 타이어 수입금액



자료: KOTMA, 한국투자증권

[그림 9] 수입산의 국내시장 점유율 상승

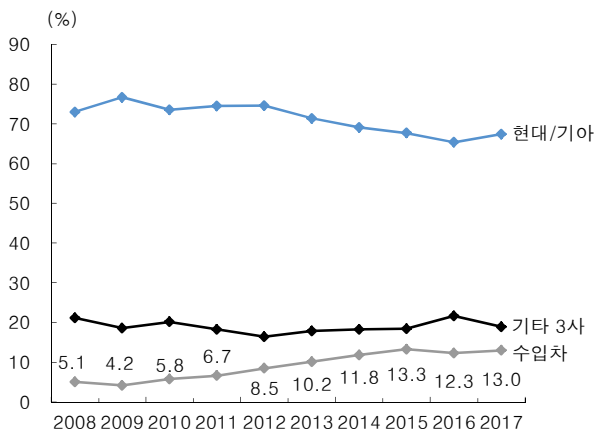


자료: KOTMA, 한국투자증권

수입차 확대로 수입타이어도  
증가

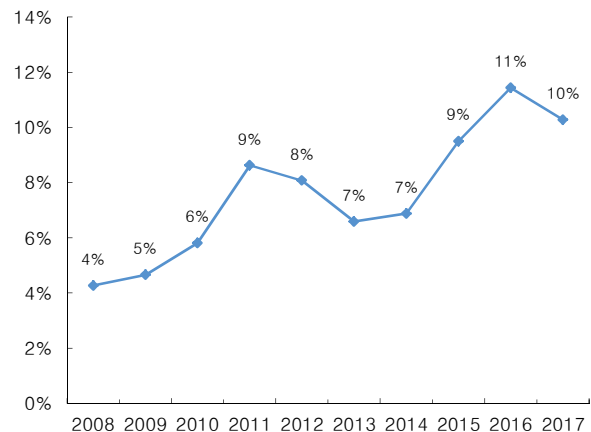
수입산 타이어의 약진은 예고된 결과다. 수입차 점유율이 꾸준히 높아진 가운데 국산차에도 수입산 타이어가 늘었기 때문이다. 먼저 수입차 점유율은 2010년 5.8%에서 2017년 13%로 두 배 넘게 상승했으며 18년 4월까지 15%를 상회하는 중이다. 특히 수입차의 성장을 견인한 독일차 덕분에 수입산 타이어 내 독일비중도 2008년 4%에서 2017년 10%로 성장했다.

[그림 10] 수입타이어 확대는 수입차의 점유율 상승 때문



자료: KAIDA, 한국투자증권

[그림 11] 독일차의 증가로 독일산 타이어 수입비중도 상승



자료: KOTMA, 한국투자증권

현기차도 수입산 타이어의  
OE 채택을 늘려

현대기아차도 OE타이어에서 수입산의 비중을 늘렸다. 2014년 이후 출시된 현대기아차의 주요모델을 보면 과거와 달리 소비자가 수입산 타이어를 선택할 수 있게 해주거나 수입산 타이어의 선택지를 늘리는 흐름이 명확히 보인다. 신차 출시 이후 3~5년에 달하는 타이어 교체주기를 감안할 경우, 수입산 타이어의 점유율 확대가 이어질 전망이다.

〈표 2〉 차종별 OE 타이어 현황

| 출시연도 | 차종    | 신차용 타이어                      | 직전 세대의 신차용 타이어      |
|------|-------|------------------------------|---------------------|
| 2014 | 카니발   | 금호, 넥센, <u>컨티넨탈</u>          | 금호, 넥센, 한국          |
|      | 쏘렌토   | 금호, 넥센, 한국, <u>컨티넨탈</u>      | 금호, 넥센, 한국          |
|      | 쏘나타   | 금호, 넥센, 한국, <u>미쉐린</u>       | 금호, 넥센, 한국          |
| 2015 | 스포티지  | 금호, 넥센, 한국, <u>컨티넨탈</u>      | 금호, 넥센, 한국          |
| 2016 | G80   | <u>미쉐린</u> , <u>컨티넨탈</u>     | 한국, <u>미쉐린</u>      |
|      | EQ900 | <u>미쉐린</u> , <u>컨티넨탈</u>     | 금호, 한국, <u>컨티넨탈</u> |
|      | 아이오닉  | <u>미쉐린</u>                   | —                   |
|      | 니로    | <u>미쉐린</u>                   | —                   |
| 2017 | K7    | 한국, <u>미쉐린</u> , <u>컨티넨탈</u> | 넥센, 한국, <u>굿이어</u>  |
|      | 그랜저   | 금호, 넥센, <u>미쉐린(비중확대)</u>     | 금호, 한국, <u>미쉐린</u>  |
|      | 모닝    | 금호, 넥센, <u>컨티넨탈</u>          | 금호, 한국              |
| 2018 | K9    | <u>컨티넨탈</u>                  | 금호, 한국, <u>컨티넨탈</u> |

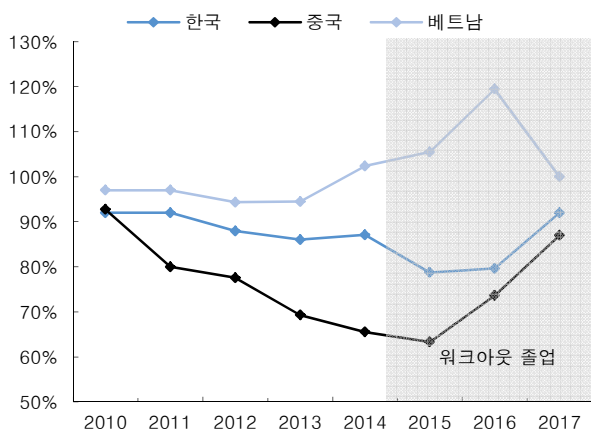
자료: 한국투자증권

## 2. 경쟁사의 공격적인 영업

### 15년부터 이어진 금타의 공격적인 가격정책

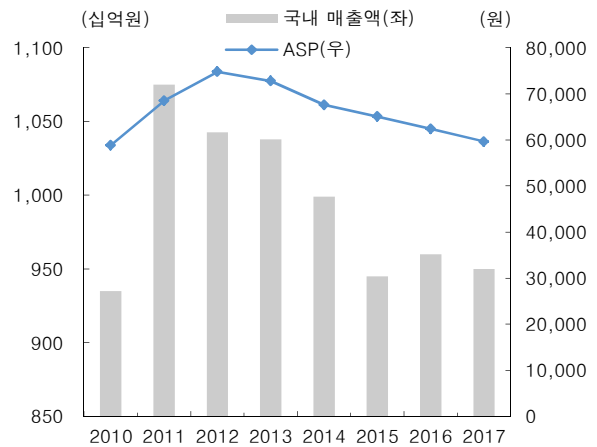
경쟁사의 공격적인 영업도 내수부진의 한 원인이다. 금호타이어는 2010년 1월부터 2014년 12월까지 워크아웃을 겪으며 채권단이 주도하는 강력한 구조조정을 진행했다. 이 과정에서 국내외 영업망이 약화되고 노사분규가 늘면서 가동률 또한 하락했다. 그러나 워크아웃을 졸업한 2015년부터는 공격적인 가격정책을 통해 가동률 회복에 주력하고 있다. 이에 따라 국내시장의 경쟁강도가 높아져 한타와 넥타의 내수실적에 부담이 되고 있다.

[그림 12] 워크아웃 졸업 이후 높아진 금타 가동률



자료: 한국투자증권

[그림 13] 금타는 ASP를 낮춰 국내 매출을 방어



자료: 한국투자증권



### 3. 유통구조 혁신

유통구조 혁신 작업으로  
최근 내수부진 심화

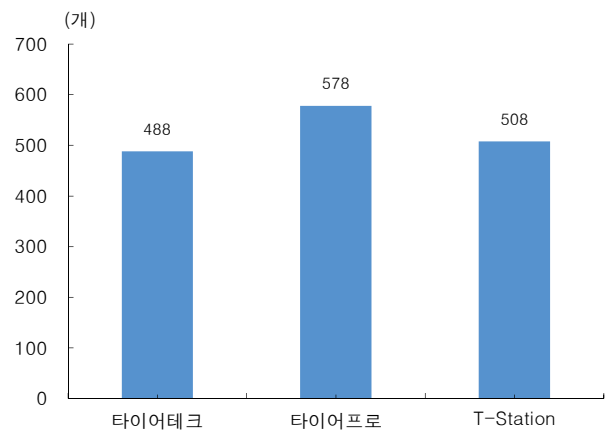
앞에서 언급한 요인들은 17년 하반기부터 심화된 내수부진을 설명하기에는 다소 부족하다. 수입산과 경쟁심화는 2014년 이후 꾸준히 이어진 흐름이기 때문이다. 최근 한국타이어의 내수판매가 부진한 배경은 17년 하반기부터 본격적으로 유통구조 혁신에 착수했기 때문으로 판단한다. 즉 과도하게 복잡해진 유통망을 정비하고, 유통단계를 효율화함으로써 생산자와 소비자가 win-win하는 구조를 도입하는 것이다. 이러한 작업의 배경과 영향, 그리고 전망에 대해 자세히 알아보자.

[그림 14] 타이어 3사 판매전문점 브랜드



자료: 한국투자증권

[그림 15] 타이어 3사 국내 판매전문점 수



주: 각 사 홈페이지 기준  
자료: 한국투자증권

## II. 유통구조 혁신의 배경, 영향, 전망

### 1. 재주는 한타가 부리고 돈은 유통이 번다

기술력과 브랜드가치 향상에  
힘써온 한타

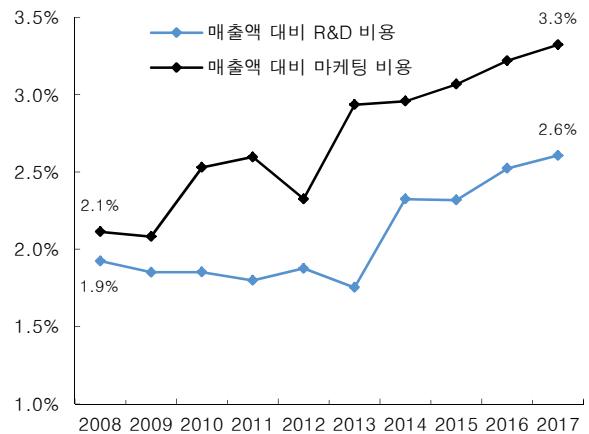
한타가 유통구조 혁신에 나선 배경은 유통마진의 확대에서 유추할 수 있다. 한국 타이어는 국내외에서 다양한 광고 캠페인을 통해 브랜드 가치 향상에 주력해 왔으며 R&D 투자를 통해 기술개발에도 매진해 왔다. 매출액 대비 R&D 비용은 2008년 1.9%에서 2017년 2.6%로 늘었고, 같은 기간 마케팅 비용도 2.1%에서 3.3%로 상승했다.

[그림 16] 다양한 스폰서십을 통해 브랜드 가치 향상



자료: 한국타이어, 한국투자증권

[그림 17] 연구개발과 마케팅 활동 지속 강화

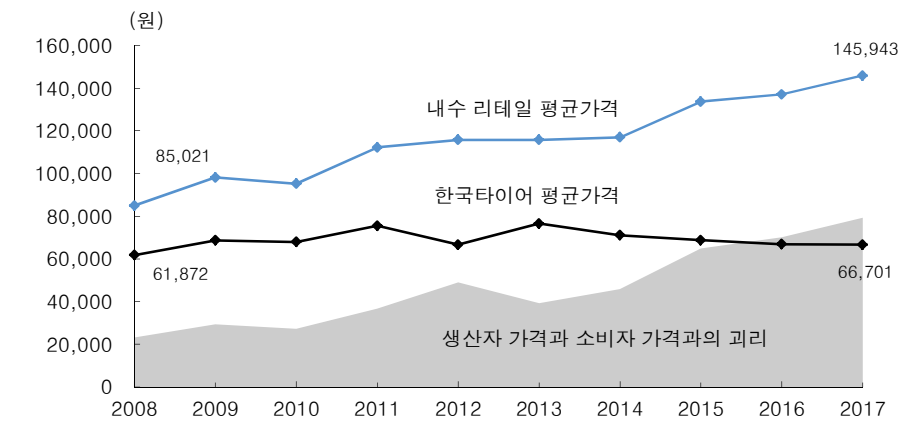


자료: 한국투자증권

이 과실들이 대부분  
유통마진으로 돌아가 -  
제조사 ASP가 정체될 동안  
리테일 ASP는 급상승

이러한 브랜드 가치 향상과 기술개발의 과실은 대부분 유통마진으로 돌아갔다. 공장 출하 가격의 상승은 미미했던 반면, 유통단계를 거친 리테일 가격의 상승은 두드러졌기 때문이다. 실제로 한국타이어의 글로벌 평균가격(ASP, 매출/수량 기준)은 2017년에 66,701원을 기록해 2008년 61,872원에서 지난 9년 간 크게 상승하지 않았다. 2013년 76,567원 대비해서는 오히려 하락했다. 반면 내수시장의 리테일 ASP(수입산 타이어 제외 기준)는 2008년 85,021원에서 꾸준히 상승해 2017년 145,943원으로 높아졌다(그림 18). 즉 유통단계에서 붙는 가격이 2008년 23,149원에서 2017년 79,242원으로 크게 상승했다.

[그림 18] 기술력과 브랜드 가치 향상의 수혜는 제조사보다 유통단계에 집중

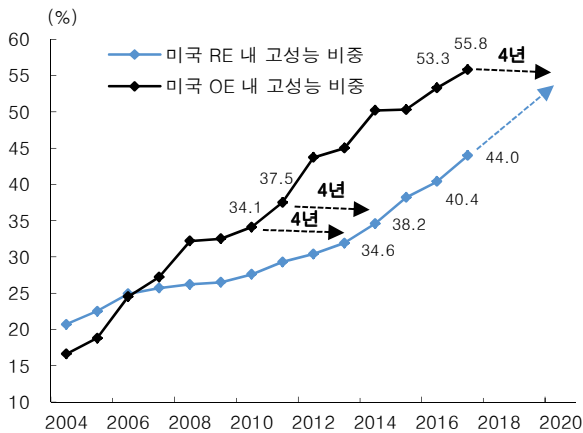


주: 내수 리테일 평균가격은 수입산 타이어 제외 기준  
자료: 통계청, KOTMA, 한국투자증권

믹스개선을 감안 시 더욱  
저조한 제조사 ASP 상승 폭

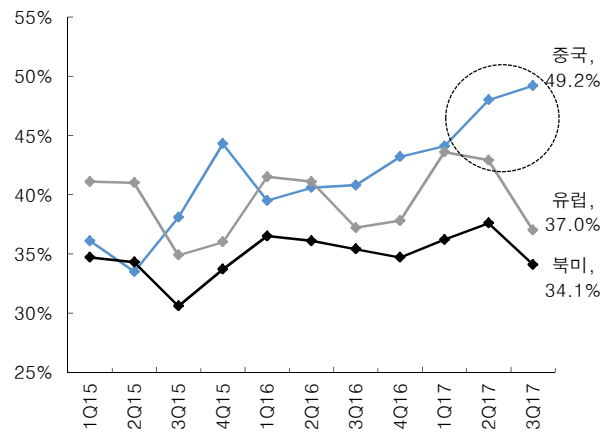
물론 글로벌 ASP가 내수시장 ASP와 다르게 환율에도 민감하지만, 그동안 고성능타이어(UHPT) 중심의 믹스개선이 이어졌음을 감안하면, 유통시장 ASP 상승 대비 제조사의 ASP 상승이 굉장히 저조했음을 알 수 있다.

[그림 19] UHPT가 교체용으로 확산되며 믹스개선 지속



자료: Tire Business, 한국투자증권

[그림 20] 한타도 UHPT 비중 상승으로 믹스개선 수혜



자료: 한국타이어, 한국투자증권

## 2. 사례분석 - 타이어뱅크의 고속성장

유통업의 성장은 타이어뱅크  
실적을 보면 나타나

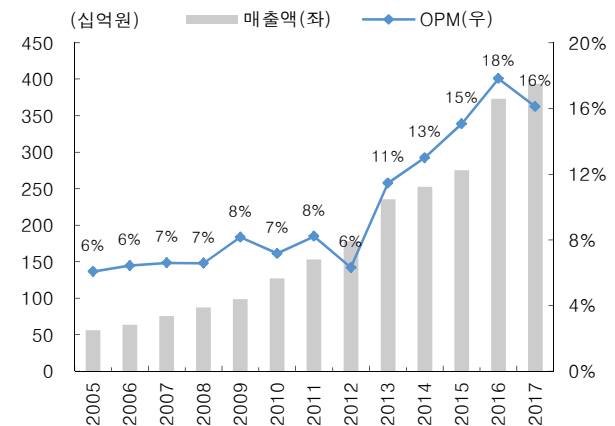
지난 10년간 타이어 유통마진이 얼마나 팽창했는지는 대표적인 유통업체인 타이어뱅크의 실적에도 드러난다. 1991년 국내 첫 타이어 유통전문 업체로 출범한 타이어뱅크는 ‘신발보다 싼 타이어’ 라는 캐치프레이즈를 내세우고 유통구조 축소를 통해 사세를 키워나갔다. 2017년 전국 매장수 365개에 달해 한타의 508개(티스테이션), 금타의 578개(타이어프로), 넥타의 488개(타이어테크) 대비해도 상당한 규모를 구축하고 있다. 매장 수라는 외형뿐만 아니라 실적이라는 내실 측면에서도 2008년부터 2017년까지 매출이 3.5배 증가했고 영업이익률 또한 6.6%에서 16.1%로 급상승했다.

[그림 21] 다양한 브랜드를 취급하는 타이어뱅크



자료: 타이어뱅크, 한국투자증권

[그림 22] 유통마진의 확대를 보여주는 타이어뱅크 실적



자료: 한국투자증권

[그림 23] 유통단계 축소를 시도한 타이어뱅크



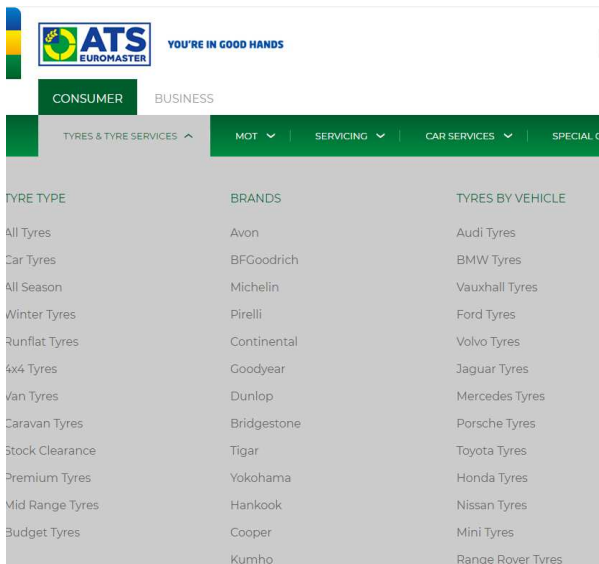
자료: 타이어뱅크, 한국투자증권

### 3. 온라인 판매의 성장도 유통구조 혁신에 기여

온라인 판매 확대로  
도매비용 감소,  
리테일 중요도 상승

온라인 판매채널의 성장으로 도매비용이 줄어들고 리테일의 중요성이 커질 전망이다. 유럽 전역의 타이어 유통망을 보유한 유로마스터(Euromaster)에 따르면 온라인 판매는 2017년에 전년대비 30% 증가해 전체 판매에서 15%를 차지했다. 2018년도 전년대비 25% 늘어나 비중이 더욱 확대될 전망이다. 온라인 판매는 소비자와 제조사를 직접 연결 가능하기 때문에 전통적인 도매상의 역할이 줄어든다. 이 과정에서 도매상이 부담했던 물류비와 창고비용, 그리고 재고비용도 절감 가능하다. 그리고 일반적인 온라인 쇼핑과 달리 타이어는 최종적으로 오프라인 매장에서 장착이라는 단계를 거쳐야 한다. 따라서 고객 인근에서 고객과 직접 만나는 리테일 매장의 중요성도 커질 전망이다.

[그림 24] 다양한 브랜드를 취급하는 온라인 타이어몰



자료: Euromaster, 한국투자증권

[그림 25] 리테일 매장을 한번 거쳐야 되는 온라인 구매



자료: ABC타이어, 한국투자증권

## 4. 칼을 빼든 한국타이어

### 1) 직거래 강화

유통구조 혁신 1) 도매 축소,  
직거래 강화

한국타이어의 유통구조 혁신은 크게 2가지로 요약된다. 첫 번째, 소비자와 직거래를 강화함으로써 유통단계를 더욱 간소화하고 비용을 절감하는 전략이다. 17년 하반기부터 도소매가 혼재돼 복잡하던 국내 유통망을 소매위주로 재편하는 작업에 착수했다. 이를 위해 한타 내 조직개편도 단행해 유통사업 담당부문을 별도의 사업본부로 격상시켰다. 여기에 한타의 판매전문점인 티스테이션(T'Station)의 온라인몰을 강화하고, 오프라인 매장의 현대화와 표준화도 동시에 진행한다. 앞으로 도매상은 반드시 필요한 경우로 최소화 할 계획이다. 17년 하반기부터 심화된 한타의 내수부진은 이러한 작업이 진행되는 과정에서 표출된 일부 유통상들의 반발이 반영된 결과로 보인다. 아직 본격 정착까지는 시일이 걸리지만 1주년이 되는 18년 하반기부터는 유통망이 점차 안정화될 전망이다.

### 2) 수입산도 판다

유통구조 혁신 2) 수입산  
취급 확대로 티스테이션  
플랫폼화, 고객 접점 확대

두 번째는 다양한 수입산 타이어 취급을 통한 티스테이션의 플랫폼화 전략이다. 직거래를 강화하려면 소비자 접점을 늘리는 게 중요하기 때문이다. 다시 말해 티스테이션에서 과거처럼 한타만 취급해서는 고객 트래픽을 높이는 데 한계가 있다. 구체적으로 17년 9월부터 글로벌 9위 타이어 업체 CSR의 메인브랜드인 Maxxis의 판매를 티스테이션에서 시작했으며 18년 4월에는 글로벌 2위 브랜드인 미쉐린의 판매도 시작했다. 향후 컨티넨탈, 굿이어, 브릿지스톤 등 주요 브랜드가 추가될 가능성이 높다. 특히 컨티넨탈의 경우 미쉐린과 함께 현대기아차가 주로 장착하는 수입산 타이어이기 때문에 티스테이션의 고객 트래픽과 매출을 크게 증가시킬 수 있다. 한타는 중장기적으로 티스테이션의 글로벌 브랜드 매출비중을 30%까지 높여나갈 계획이다.

[그림 26] 브랜드 다변화로 플랫폼화를 시도하는 티스테이션



자료: 한국타이어, 한국투자증권

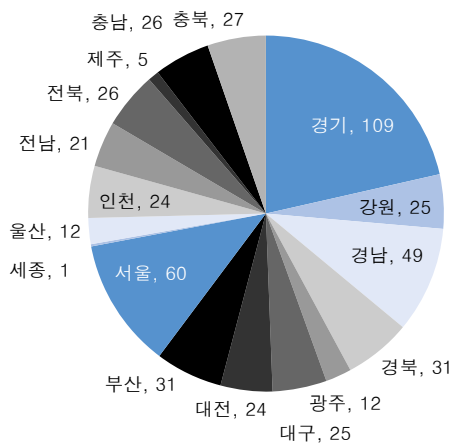


## 5. 현장의 목소리 - T'Station 탐방후기

### 현장 반응 조사 위해 서울 시내 티스테이션 탐방

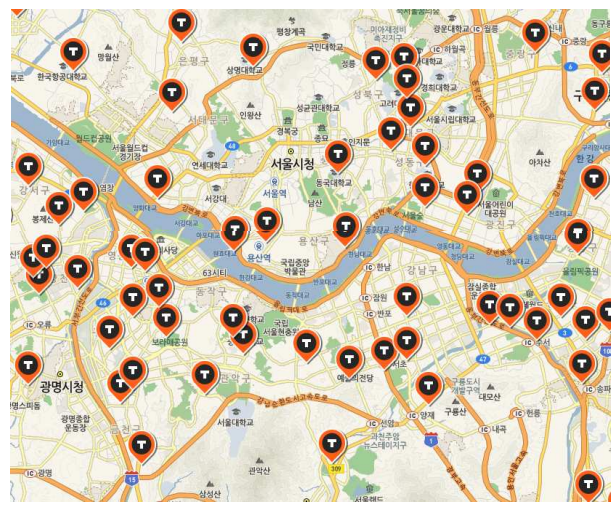
우리는 유통구조 혁신에 대한 현장의 반응을 조사하기 위해 티스테이션 탐방을 진행했다. 티스테이션은 한국타이어 판매전문점으로 한타 내수 매출의 약 60%를 차지한다. 티스테이션은 전국에 508개가 있으며 이 중 직영점이 14개, 대리점(가맹점)이 494개다(18년 5월 현재 홈페이지 기준). 서울 지역에는 총 60개가 있으며 직영점은 3개가 있다. 우리의 탐방은 서울지역에 국한됐으나 최대한 다양한 목소리 취합을 위해 직영점, 소매 중심 대리점, 도매 겸업 대리점 등을 모두 조사대상에 포함시켰다.

[그림 27] 국내 티스테이션 지역별 현황 - 전국 508개



자료: 한국타이어, 한국투자증권

[그림 28] 서울 시내 티스테이션 분포도



자료: 한국타이어, 한국투자증권

### 직거래 강화는 변화속도가 더디지만 방향성은 긍정평가

먼저 직거래 강화 전략에 대해서는 사안의 특성상 조심스런 반응이 느껴졌다. 유통단계를 축소해 유통마진을 소비자와 제조사가 나누는 취지는 좋으나, 유통상의 매출과 수익이 줄어들 수 있기 때문이다. 직영점의 경우 본사 물류창고에서 상품을 직접 받기 때문에 유통단계 변화는 없다고 언급했다. 대리점의 경우엔 본사가 주도하는 유통구조의 변화를 느끼고 있으나, 구체적인 유통구조 변화의 통보 시점과 내용에 대해서는 언급을 꺼렸다. 다만 직거래 강화라는 방향성에 대해서는 우리가 방문한 티스테이션들의 대부분이 긍정적으로 평가했다. 가격과 배송시간 관점에서 불리할 게 없기 때문이다.

### 수입산 취급 확대에 대해선 이구동성 긍정평가

다음으로 수입산 타이어 취급을 늘려 고객접점을 확대하는 전략에 대해서는 모든 직영점과 대리점이 긍정적인 반응을 보였다. 사실 수입산 타이어는 한타 본사가 취급하기 전부터 대부분의 대리점에서 취급하고 있었다. 취급 브랜드의 범위에 차이가 있을 뿐이다. 한타가 수입산 타이어를 공식 취급할 경우 기존 대비 물량확보, 홍보, 판매절차가 수월해지는 효과가 있다. 게다가 고객접점을 늘려 타이어 매출뿐만 아니라 부가적인 경정비 매출까지 늘어나는 효과도 있다.

4월부터 미쉐린 공식 취급,  
현장에서도 발 빠르게 반응

실제로 4월부터 한타 본사가 미쉐린의 공식 취급을 발표한 이후 기존 미쉐린을 판매하던 티스테이션은 빠르게 구매선을 본사로 일원화했고, 기존에 미쉐린을 판매하지 않던 티스테이션도 미쉐린 취급을 발 빠르게 시작했다. 우리가 방문한 티스테이션들의 대부분이 올해 안에 컨티넨탈이나 브릿지스톤 같은 다른 수입산 타이어들도 추가로 취급하게 될 것으로 전망했다.

[그림 29] 18년 4월부터 미쉐린 온라인 취급 시작



자료: 한국타이어, 한국투자증권

[그림 30] 오프라인에서도 즉각 판매 개시



자료: 한국투자증권



### III. 유통구조 혁신은 글로벌 현상

#### 1. 도매유통망 합병에 나선 글로벌 업체들

글로벌 업체들도 유통구조  
혁신 진행 중

유통구조 혁신 시도는 한국타이어만 하는 게 아니다. 오히려 글로벌 업체들이 더욱 적극적으로 유통망 장악력을 높이기 위해 노력하고 있다. 먼저 글로벌 2위 미쉐린과 글로벌 6위 스미토모는 18년 1월부터 미국시장에서 도매유통망을 합병하기로 발표했다. 참고로 미국 시장의 타이어 유통구조는 크게 제조사, 도매상, 소매상의 3단계로 구분된다. National Tire Wholesale(NTW)로 명명된 합병법인은 연간 15백만개의 타이어를 취급해 도매시장 내 2위 사업자로 단숨에 올라설 전망이다.

[그림 31] 미쉐린과 스미토모의 도매유통망 합병



자료: NTW, 한국투자증권

도매유통망을 합병해 대형화  
하는 선두업체들

미쉐린과 스미토모에 이어 18년 4월에는 글로벌 1위인 브릿지스톤과 글로벌 3위인 굿이어도 미국시장에서 도매유통망을 합쳐 합작법인(JV)을 설립하기로 발표했다. TireHub로 명명된 합작법인은 연간 10백만개의 타이어를 취급해 도매시장에서 미쉐린/스미토모의 NTW에 이어 3위로 올라선다. 특히 기존 유통흐름을 바꾸지 않겠다고 선언한 미쉐린/스미토모와 달리, 굿이어는 현재 1위 도매업체인 American Tire Distributors(ATD)에 납품하던 자사 물량을 전량 TireHub로 돌릴 계획이다.

[그림 32] 브릿지스톤과 굿이어의 도매유통망 합병



자료: TireHub, 한국투자증권

〈표 3〉 미국 타이어 도매 상위업체

(단위: 백만 달러, 개, 백만 본)

| 회사명                                   | 2016년 매출액 | 도매점 수 | 유통 타이어 개수 |
|---------------------------------------|-----------|-------|-----------|
| American Tire Distributor             | 5,300     | 130   | 32.0      |
| NTW – Michelin + TBC(Sumitomo)        | 2,000 이상  | 144   | 15.0      |
| TireHub – Bridgestone + Goodyear      | 1,000 이상  | 83    | 10.0      |
| Dealer Tire                           | 1,000     | 20    | 9.3       |
| U.S. AutoForce                        | NA        | 24    | 5.0       |
| Dunlap & Jyle                         | 536       | 17    | NA        |
| K&M Tire                              | 350       | 20    | 4.5       |
| TR Wholesale Solutions                | NA        | 9     | 4.5       |
| Kauffman Tire                         | 261       | 14    | 3.5       |
| Community Wholesale Tire Distributors | 125       | 3     | NA        |

자료: Tire Business, 한국투자증권

### 도매시장의 지배력은 소매까지 확대될 전망

해외의 타이어 소매형태는 멀티 브랜드 전략이 기본이다. 유럽 시장을 주도하는 소매업체 유로마스터는 미쉐린의 자회사이지만 이를 전면에 내세우지 않고 멀티 브랜드 전략을 적극적으로 펼치고 있다. 그러나 최근 미국을 중심으로 시작된 도매유통망의 대형화 바람은 자연스럽게 소매유통에도 영향을 미칠 전망이다(그림 33). 미국 1위 도매업체인 ATD의 경우 소매사업을 하지 않지만, 미쉐린 도매유통망과 합병한 스미토모의 TBC의 경우엔 도매뿐만 아니라 소매에서도 강력한 지배력을 보유하고 있다.

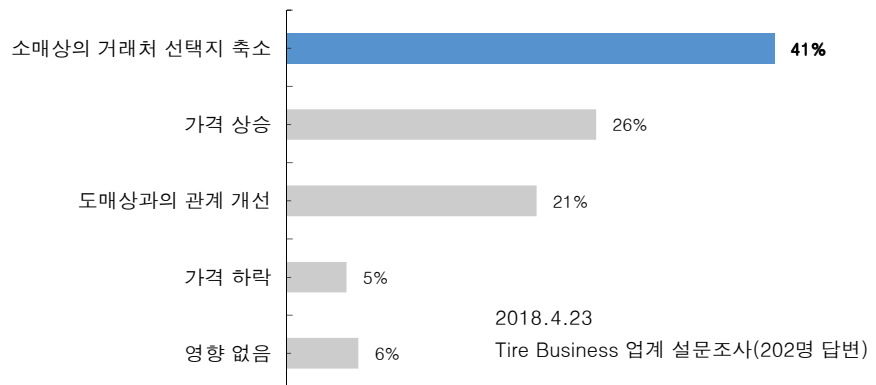
〈표 4〉 미국 타이어 소매 상위업체

(단위: 백만 달러, 개)

| 회사명                            | 2016년 매출액 | 소매점 수 |
|--------------------------------|-----------|-------|
| Discount Tire/America's Tire   | 4,730     | 950   |
| Bridgestone Americas           | 4,500     | 2,208 |
| Walmart                        | 2,900     | 3,342 |
| TBC                            | 2,850     | 736   |
| Icahn Automotive/Pep Boys      | 2,100     | 1,012 |
| Les Schwab Tire Centers        | 1,513     | 416   |
| Midas International            | 1,485     | 1,087 |
| Monro                          | 1,021     | 1,169 |
| Sears Holdings                 | 1,000     | 411   |
| Quick Lane Tire & Auto Centers | 900       | 874   |
| Big O Tires network            | 900       | 430   |

자료: Tire Business, 한국투자증권

[그림 33] 최근 대형 타이어업체 간 도매유통망 합병이 타이어 산업에 미치는 영향은?



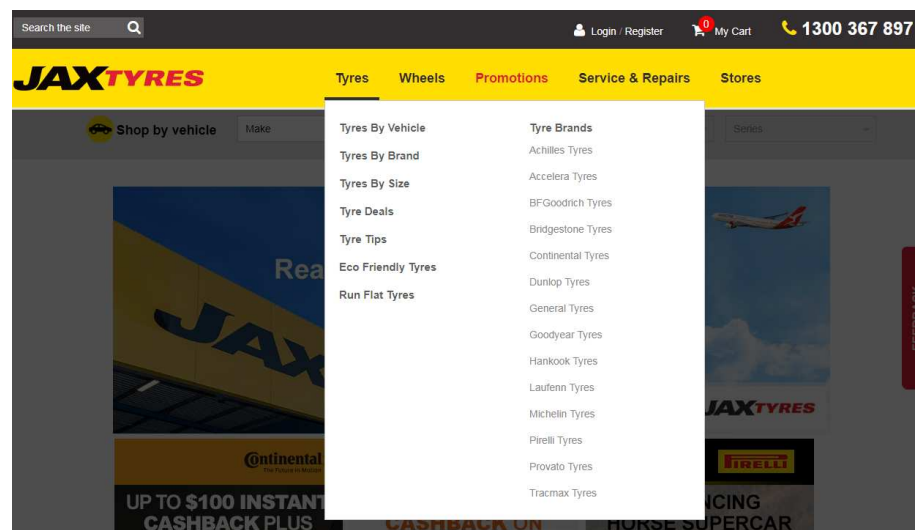
자료: Tire Business, 한국투자증권

## 2. 한타의 해외 유통투자

### 한타도 M&A를 통해 해외 유통경쟁력 강화 중

한타도 M&A를 통해 해외 유통경쟁력 강화에 힘쓰고 있다. 17년 2월에는 호주 최대 타이어 유통업체 작스타이어즈(JAX TYRES)를 인수했다. 작스타이어즈는 최근 확산된 온라인 구매/오프라인 장착(O2O: Online to Offline)에 강점을 보이는 유통업체다. 특히 작스타이어즈는 대부분 타이어 브랜드 제품가격을 일관성 있고 투명하게 공개해 고객 신뢰도와 만족도가 높다. 한타는 작스타이어의 노하우를 국내 티스테이션과 글로벌 유통채널에 적용할 계획이다. 이밖에 미국, 독일, 프랑스, 중국의 타이어 유통업체 3~4곳을 인수하는 방안을 검토 중이다.

[그림 34] 다양한 브랜드를 취급하는 작스타이어



자료: Jax Tyres, 한국투자증권

### 제휴와 증설을 통해 유통채널 확대

한타는 유통의 양적인 측면도 강화할 계획이다. 17년 기준 글로벌 4,800개의 직영점/대리점 수를 5,000개 이상으로 늘릴 계획이다. 17년 11월에는 중국에서는 최대 국영 석유화학기업 시노펙(Sinopec)과 트럭/버스 타이어(TBR) 유통계약을 체결했다. 시노펙은 중국 내 주유소에서 TBR을 판매 중이다. 시노펙과 유통계약을 맺은 5개 업체 중 글로벌 업체는 미쉐린과 한타가 유일하다. 한편 한타는 미국 공장이 없는 상황에서도 미국 내에서 외산 브랜드 중 5위의 딜러 침투율(딜러들의 한타 제품 취급비중)을 보이고 있다. 테네시 공장의 18년 3분기에 손익분기점을 돌파하고 4분기에 완전 정상가동되면서 한타의 미국 내 딜러 침투율이 더욱 높아질 전망이다.

〈표 5〉 미국 내 브랜드별 딜러 침투율

(단위: %, %p)

|                | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      | vs. 2012 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| Michelin       | 85        | 82        | 82        | 84        | 81        | 89        | 88        | 6        |
| BFGoodrich     | 72        | 71        | 71        | 71        | 72        | 78        | 79        | 8        |
| Goodyear       | 77        | 76        | 71        | 71        | 68        | 73        | 72        | (4)      |
| Continental    | 56        | 54        | 57        | 62        | 63        | 66        | 67        | 13       |
| Bridgestone    | 66        | 61        | 61        | 67        | 60        | 65        | 63        | 2        |
| Firestone      | 55        | 54        | 57        | 59        | 53        | 60        | 58        | 4        |
| Yokohama       | 52        | 51        | 55        | 54        | 52        | 60        | 57        | 6        |
| General        | 46        | 46        | 47        | 51        | 50        | 56        | 54        | 8        |
| Cooper         | 44        | 46        | 54        | 51        | 46        | 55        | 54        | 8        |
| <b>Hankook</b> | <b>36</b> | <b>38</b> | <b>40</b> | <b>45</b> | <b>43</b> | <b>48</b> | <b>47</b> | <b>9</b> |
| Uniroyal       | 52        | 47        | 46        | 41        | 43        | 52        | 53        | 6        |
| Dunlop         | 52        | 49        | 47        | 41        | 42        | 43        | 45        | (4)      |
| Kelly          | 44        | 45        | 41        | 41        | 41        | 41        | 42        | (3)      |
| Pirelli        | 40        | 36        | 37        | 34        | 33        | 40        | 10        | (26)     |
| Toyo           | 34        | 31        | 32        | 32        | 29        | 33        | 36        | 5        |
| <b>Kumho</b>   | <b>29</b> | <b>25</b> | <b>24</b> | <b>30</b> | <b>27</b> | <b>31</b> | <b>30</b> | <b>5</b> |
| Falken         | 29        | 23        | 26        | 30        | 26        | 24        | 23        | 0        |
| Fuzion         | 16        | —         | —         | —         | 21        | 20        | —         | —        |
| <b>Nexen</b>   | <b>—</b>  | <b>—</b>  | <b>—</b>  | <b>23</b> | <b>20</b> | <b>25</b> | <b>24</b> | <b>—</b> |

자료: MTD, 한국투자증권

〈표 6〉 글로벌 타이어 회사들의 브랜드 및 라인업

| 브랜드        | 브릿지스톤            | 미쉐린                | 굿이어                 | 콘티넨탈                   | 퍼렐리                | 스미토모       | 요코하마        | 쿠퍼               | 청신         | 한국타이어      | 넥센타이어   | 금호타이어       |
|------------|------------------|--------------------|---------------------|------------------------|--------------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|---------|-------------|
|            | <b>Firestone</b> | Uniroyal           | Dunlop              | <b>General Tire</b>    | Metzeler           | Falken     | Mohawk      | Avon Tyres       | Maxxis     | Hankook    | Nexen   | Kumho       |
|            | Fuzion           | <b>BF Goodrich</b> | Kelly – Springfield | Barum                  | Courier            | Sigma      |             | Definity         |            | Laufenn    |         |             |
|            | Dayton           | Tigar Tyres        | Sava Tires          | Matador                | Agom               | Cordovan   |             | Eldorado         |            | Aurora     |         |             |
|            |                  | Kleber             | Douglas             | Gislaved               |                    | Vanderbilt |             | Starfire         |            | Kingstar   |         |             |
|            |                  | Kormoran           | Fierce              | Semperit               |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  | Riken              | Fulda               | Viking                 |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  | Taurus             | Debica              | Ameri*Steel (US)       |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  | Strial             |                     | Mabor                  |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  |                    |                     | Sime Tires             |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  |                    |                     | Euzkadi                |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
| <b>라인업</b> | Potenza          | Pilot              | Assurance           | Conti Sport Contact    | P Zero             | HTR        | ADVAN       | Cooper Zeon      | Medallion  | Ventus     | N Fera  | Solus       |
|            | Driveguard       | Primacy            | Eagle               | Extreme Contact        | Cinturato          | Touring    | BluEarth    | CS5              | Marquis    | l'cept     | N7000   | Majesty     |
|            | Turanza          | Energy             | EfficientGrip       | Pure Contact           | Scorpion           |            | AVID        | Evolution Tour   | CS Campeon | Kinergy    | N blue  | Ecsta       |
|            | Ecopia           | Latitude           | Excellence          | True Contact           | Chrono             |            | Geolander   | GLS Touring      | CS Crucero | Smart      | N Priz  | new Sense   |
|            | Dueler           | Agilis             | Fierce              | Pro Contact            | Carrier            |            | Super Steel | Lifelinger GLS   |            | Optimo     | MI-II   | SuperMile   |
|            | Blizzak          | X-ice              | Fortera             | Conti Pro Contact      | Ice Zero           |            |             | Trendsetter SE   |            | Enfren Eco | Opera   | WinterCraft |
|            |                  | Defender           | Integrity           | Conti Touring Contact  | Winter Sottozero   |            |             | Cobra Radial G/T |            |            | CP      | l'zen       |
|            |                  | LTX                | Ultra Grip          | Extreme Winter Contact | Winter Carving     |            |             | Weather-Master   |            |            | Milecap |             |
|            |                  | Symmetry           | Wrangler            | Conti Cross Contact    | Winter Snowcontrol |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  | XPS                |                     | Cross Contact          |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  |                    |                     | Vanco                  |                    |            |             |                  |            |            |         |             |
|            |                  |                    |                     | Contitrac              |                    |            |             |                  |            |            |         |             |

자료: 한국투자증권

## IV. 장기 전략과 단기 실적반등에 투자하자

### 1. 전리품이 큰 유통전쟁

시의적절 한 유통망 전략,  
성공 시 보상이 크다

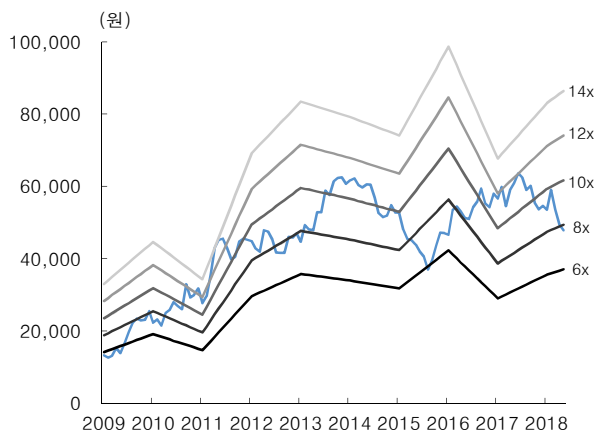
한타의 유통망 강화 전략은 시의적절하며 성공가능성이 높다. 국내 다른 경쟁업체들이 유통에 투자할 여력이 제한적이지만, 한타는 충분한 재원과 높아진 브랜드 가치를 기반으로 유통구조 혁신에 나서고 있다. 국내의 경우 기존 대형 유통상들의 일부 반발이 이어질 전망이다. 직거래 강화와 티스테이션의 플랫폼화로 유통전쟁의 최후 승자는 한국타이어가 될 가능성이 높다. 이에 힘입어 한타는 비타이어 부문 매출을 2017년 1조원에서 2020년까지 2조원대로 두 배 이상 높일 계획이다. 이는 수익성 측면에서도 긍정적이다. 온라인 채널의 확대로 도매상의 역할이 축소되고 물류비용이 줄어드는 가운데, 유통구조 혁신으로 확대된 유통마진의 일부를 확보할 수 있기 때문이다.

### 2. 매력적인 매수 시점

실적회복과 밸류에이션을  
감안 시 매우 매력적인 주가

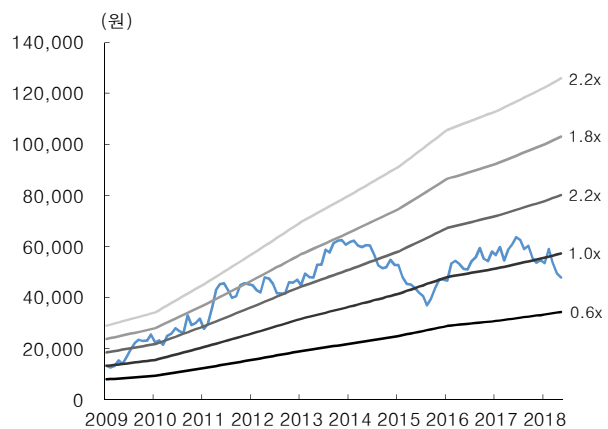
실적회복과 밸류에이션을 감안 시 현 주가는 매우 매력적이다. 실적은 17년 4분기에 바닥을 찍고 이미 회복 중이다. 테네시 공장의 초기가동비용과 국내공장의 안전사고비용으로 17년 4분기에 6년만에 분기 영업이익이 2천억원을 하회한 바 있다. 여기에는 17년 3분기부터 시작된 유통구조 혁신 작업에 대한 반발에서 비롯된 내수부진도 크게 작용했다. 18년 1분기에도 내수부진과 테네시 비용 반영이 이어졌으나 전 분기 대비 개선된 실적을 보인 바 있다. 한타의 영업이익은 2분기에 2천억원대를 회복하고, 3분기에는 내수와 미국에서 낮은 기저효과가 반영되는 가운데 동계용 타이어 판매호조가 반영되며 호실적을 기록할 전망이다. 특히 17년 3분기에 유럽지역으로 수출한 동계용 타이어의 재고가 부족해 18년 1월에 추가로 동계용 타이어를 수출한 점을 감안하면, 올해 3분기에도 수익성 높은 동계용 타이어의 판매가 늘어나며 계절성 요인이 강화될 전망이다.

[그림 35] 한국타이어 PER



자료: 한국투자증권

[그림 36] 한국타이어 PBR

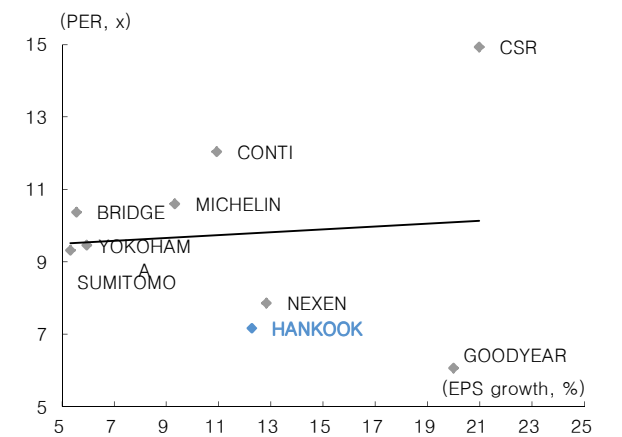


자료: 한국투자증권

**실적회복과 밸류에이션을  
감안 시 매우 매력적인 주가**

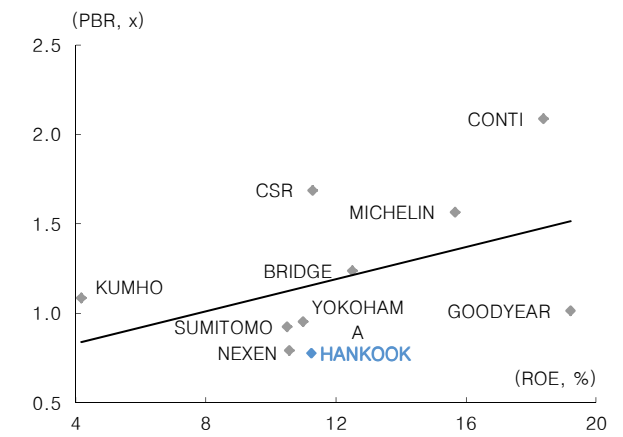
한타는 글로벌 선두업체대비 낮은 밸류에이션에 거래되고 있다. 이는 부족한 주주환원 정책 이외에도 유통망 장악력이 아직 부족하기 때문이다. 실제로 선두업체들인 미쉐린, 브릿지스톤, 굿이어는 강력한 도소매 유통망을 보유하고 있으며 최근 인수합병을 통해 투자를 더욱 늘리고 있다. 한타의 2020년 비타이어 부문 매출목표 2조원은 당사 2020년 매출 추정치의 25%에 달한다. 이 2조원의 대부분이 유통단계에서 창출되기 때문에 글로벌 업체와의 밸류에이션 격차가 점차 축소될 전망이다.

[그림 37] PER-eps growth(2019F)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 38] PBR-ROE(2019F)



자료: 한국투자증권

**단 동종업체 대비 부족한  
주주환원은 여전히  
디스카운트 요인**

다만 현금흐름이 양호한 타이어 산업의 특성에도 불구하고 글로벌 동종업체 대비 주주환원에 인색한 점은 여전히 밸류에이션 디스카운트 요인이다.

〈표 7〉 글로벌 타이어업체 valuation 비교

(단위: x, %)

|                 | GOODYEAR | MICHELIN | BRIDGESTONE | CONTINENTAL | SUMITOMO | YOKOHAMA | CHENGSHIN | HANKOOK | NEXEN  | KUMHO   | Average |
|-----------------|----------|----------|-------------|-------------|----------|----------|-----------|---------|--------|---------|---------|
| PER             |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 8.2      | 11.5     | 12.4        | 13.1        | 11.8     | 35.9     | 14.9      | 8.2     | 7.6    | n/a     | 13.7    |
| 2017            | 10.0     | 12.7     | 13.9        | 15.1        | 11.6     | 11.1     | 30.7      | 11.3    | 9.6    | n/a     | 14.0    |
| 2018F           | 7.3      | 11.6     | 11.0        | 13.3        | 9.9      | 10.0     | 17.9      | 8.0     | 8.9    | n/a     | 10.9    |
| 2019F           | 6.1      | 10.6     | 10.4        | 12.0        | 9.4      | 9.4      | 14.8      | 7.2     | 7.9    | 26.0    | 11.4    |
| PBR             |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 1.7      | 1.8      | 1.5         | 2.6         | 1.1      | 1.0      | 2.3       | 1.2     | 1.0    | 1.2     | 1.5     |
| 2017            | 1.7      | 1.9      | 1.7         | 2.8         | 1.2      | 1.2      | 2.1       | 1.1     | 0.9    | 0.7     | 1.5     |
| 2018F           | 1.2      | 1.7      | 1.3         | 2.4         | 1.0      | 1.0      | 1.7       | 0.8     | 0.9    | 1.1     | 1.3     |
| 2019F           | 1.0      | 1.6      | 1.2         | 2.1         | 0.9      | 0.9      | 1.7       | 0.8     | 0.8    | 1.1     | 1.2     |
| ROE             |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 30.0     | 16.7     | 11.8        | 20.7        | 9.7      | 2.8      | 15.0      | 15.8    | 15.7   | (3.2)   | 13.5    |
| 2017            | 7.6      | 15.6     | 12.4        | 19.8        | 10.6     | 11.1     | 6.5       | 9.7     | 9.9    | (12.1)  | 9.1     |
| 2018F           | 17.6     | 15.6     | 12.8        | 18.8        | 10.7     | 10.9     | 9.9       | 11.0    | 10.3   | (11.2)  | 10.6    |
| 2019F           | 19.2     | 15.7     | 12.5        | 18.4        | 10.5     | 11.0     | 11.3      | 11.2    | 10.6   | 4.2     | 12.5    |
| EV/EBITDA       |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 5.4      | 4.7      | 5.0         | 6.6         | 5.3      | 8.9      | 7.5       | 5.5     | 4.6    | 11.0    | 6.4     |
| 2017            | 6.3      | 5.6      | 5.7         | 7.1         | 6.3      | 8.0      | 10.7      | 6.0     | 5.2    | 45.6    | 10.7    |
| 2018F           | 4.7      | 5.2      | 4.8         | 6.5         | 5.6      | 6.9      | 8.2       | 4.6     | 5.5    | 12.6    | 6.4     |
| 2019F           | 4.1      | 4.7      | 4.6         | 5.8         | 5.2      | 6.2      | 7.3       | 4.0     | 4.8    | 7.6     | 5.4     |
| OPM             |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 10.4     | 13.3     | 13.5        | 10.1        | 9.7      | 6.6      | 15.9      | 16.7    | 13.1   | 4.1     | 11.3    |
| 2017            | 7.9      | 12.0     | 11.5        | 10.3        | 7.7      | 8.4      | 7.5       | 11.6    | 9.4    | (5.5)   | 8.1     |
| 2018F           | 9.9      | 13.5     | 12.1        | 10.7        | 8.2      | 9.1      | 9.2       | 13.1    | 10.0   | 1.1     | 9.7     |
| 2019F           | 11.1     | 14.1     | 12.3        | 11.1        | 8.3      | 9.4      | 10.8      | 13.5    | 10.3   | 6.2     | 10.7    |
| EBITDA margin   |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 15.1     | 20.0     | 19.1        | 14.9        | 16.5     | 12.4     | 25.7      | 24.2    | 20.7   | 11.7    | 18.0    |
| 2017            | 13.0     | 18.1     | 17.1        | 15.1        | 14.1     | 13.7     | 17.8      | 19.7    | 17.1   | 2.2     | 14.8    |
| 2018F           | 14.1     | 19.8     | 17.5        | 15.4        | 14.2     | 14.5     | 20.6      | 21.4    | 16.9   | 9.2     | 16.4    |
| 2019F           |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| EPS growth      |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 20.5     | 16.5     | (6.6)       | 0.2         | (25.9)   | n/a      | 3.8       | 33.2    | 38.8   | (15.7)  | 7.2     |
| 2017            | (22.0)   | 10.6     | 10.8        | (0.2)       | 14.4     | n/a      | (58.2)    | (31.4)  | (25.3) | n/a     | (12.7)  |
| 2018F           | 12.6     | 5.1      | 8.8         | 12.4        | 7.0      | n/a      | 49.7      | 23.4    | 11.5   | n/a     | 16.3    |
| 2019F           | 20.0     | 9.3      | 5.6         | 10.8        | 5.3      | 6.0      | 21.0      | 12.2    | 12.8   | (136.0) | (3.3)   |
| Dividend yield  |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 1.0      | 3.1      | 3.3         | 2.3         | 3.0      | 2.5      | 4.9       | 0.7     | 0.8    | 0.0     | 2.2     |
| 2017            | 1.4      | 3.0      | 2.9         | 2.0         | 2.6      | 2.2      | 3.4       | 0.7     | 0.8    | 0.0     | 1.9     |
| 2018F           | 2.2      | 3.2      | 3.6         | 2.3         | 3.1      | 2.5      | 4.4       | 0.9     | 0.8    | n/a     | 2.5     |
| 2019F           | 2.3      | 3.5      | 3.8         | 2.5         | 3.3      | 2.7      | 4.9       | 1.0     | 0.8    | n/a     | 0.0     |
| Dividend payout |          |          |             |             |          |          |           |         |        |         |         |
| 2016            | 6.5      | 35.2     | 41.3        | 30.3        | 34.9     | 89.1     | 73.4      | 5.7     | 5.8    | 0.0     | 35.8    |
| 2017            | 31.8     | 34.6     | 39.5        | 30.2        | 30.2     | 24.9     | 105.3     | 8.3     | 8.2    | 0.0     | 34.8    |
| 2018F           | 15.9     | 37.0     | 39.2        | 30.3        | 31.1     | 24.6     | 78.0      | 7.6     | 7.1    | 0.0     | 30.1    |
| 2019F           | 13.8     | 36.6     | 39.3        | 30.0        | 31.0     | 25.3     | 72.2      | 7.4     | 6.5    | 1.0     | 0.0     |

주: 2018년 5월 14일 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 8〉 한국타이어 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 및 용어해설

### ■ 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. 2017년 기준 생산량은 102백만본이며 그 중 85%를 수출하고 있다. 전체생산량에서 OE가 차지하는 비중은 36%이며, 트럭용 타이어의 비중은 5%다. 2017년 기준 지역별 매출비중은 국내 14%, 중국 13%, 북미 28%, 유럽 32%, 기타 12%이다. 2017년 기준 지역별 생산비중은 국내 49%, 중국 27%, 헝가리 15%, 인도네시아 9%다.

### ■ 용어해설

- 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 고무진

## 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)

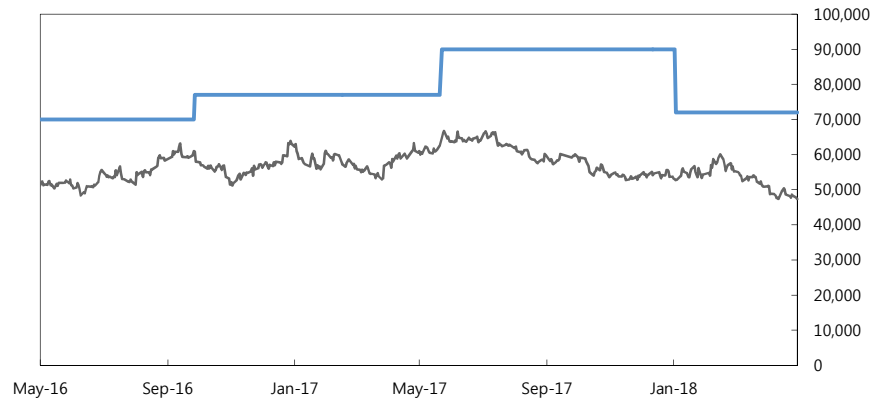
|            | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 6,622 | 6,813 | 7,083 | 7,855 | 8,161 |
| 매출원가       | 4,045 | 4,492 | 4,682 | 5,044 | 5,294 |
| 매출총이익      | 2,577 | 2,320 | 2,401 | 2,812 | 2,867 |
| 판매관리비      | 1,474 | 1,527 | 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    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| 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   | 8.2    | 7.3    | 7.1    |
| PBR           | 1.2    | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.7    |
| EV/EBITDA     | 5.5    | 6.0    | 4.8    | 4.3    | 4.0    |

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)      | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |             |
|---------------|------------|------|---------|---------|-------------|
|               |            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 한국타이어(161390) | 2016.05.01 | 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 5월 15일 현재 한국타이어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

### 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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
- 중립 : 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.