

한국타이어 (161390)

글로벌로 가장 싼 타이어 회사

목표주가 하향

한국타이어에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 실적추정을 하향하면서 목표주가는 기존 6.4만원에서 신규 5.9만원 (12MF P/E 11배 기준)으로 조정한다. 2분기 실적은 물량둔화와 판가-원가 Spread 축소로 시장 기대치를 하회할 것이다. 예상보다 북미 수요둔화와 한국 내 경쟁심화가 지속되고 있지만, 미국 테네시 공장의 가동률 상승과 하반기 실적 모멘텀 회복의 투자 아이디어는 유효하다. 12MF 기준 P/E 8배, P/B 0.7배인데, 글로벌 동종업체들의 평균 P/E 9배, P/B 1.1배 대비 15%~35% 낮아 글로벌로 가장 싼 타이어 회사이다.

2Q18 Preview: 영업이익률 10.9% 전망

2분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다(영업이익 기준 -14%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 +2%/-9% 변동한 1.70조원/1,860억원(영업이익률 10.9%, -1.4%p (YoY))으로 예상된다. 전년 동기의 낮은 기저를 기반으로 OE 판매는 증가하지만, 유럽을 제외한 대부분 지역의 RE 판매는 시장수요 부진과 경쟁심화로 부진하여 글로벌 물량은 2% (YoY) 증가할 것이다. ASP는 전년 2분기에 단행된 판가인상 효과가 이어지면서 2% (YoY) 상승하고, 환율은 -1% (YoY) 부정적 기여가 전망된다. 원재료 투입단가는 -5% (YoY), +2% (QoQ) 변동한 것으로 추정된다. 이를 종합해 볼 때, 판가-원가 Spread는 전년 동기 대비 확대되지만, 전 분기대비 축소된다. 결과적으로 영업이익률은 10.9%로 전년 동기대비 1.4%p 하락하면서 6분기 연속으로 영업이익의 감익이 예상된다.

해외 M&A를 통해 유통사업 강화를 추진

한국타이어는 최근 타이어 유통업체를 인수하면서 유통사업을 강화하고 있다. 7월 초 독일 타이어 유통업체인 라이펜-뮐러 (Reifen-Müller)사의 지분을 100% 인수했는데, 라이펜-뮐러는 독일 중남부 위주로 44개의 매장을 운영하면서 연간 판매본수는 약 240만개, 연간 매출액은 2,900억원의 독일 내 5위권 타이어 유통업체이다. 한국타이어는 2017년 2월에도 호주 최대 타이어 유통업체인 작스(JAX)사도 인수했는데, 이를 통해 호주 내 83개 매장을 확보하게 되었다. 라이펜-뮐러와 작스는 모두 한국타이어뿐만 아니라 미쉐린/굿이어 등 멀티 브랜드를 취급하는 업체인데, 한국타이어는 이번 인수와 기존 내수시장의 T-Station 등을 합쳐 실적 안정성이 상대적으로 높은 유통사업의 비중을 높인다는 목표이다(현재 5% 미만).

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 59,000원(하향) | CP(7월 10일): 41,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,294.16
52주 최고/최저(원)	66,600/40,300
시가총액(십억원)	5,153.2
시가총액비중(%)	0.43
발행주식수(천주)	123,875.1
60일 평균 거래량(천주)	275.6
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
18년 배당금(예상, 원)	400
18년 배당수익률(예상, %)	0.96
외국인지분율(%)	40.74
주요주주 지분율(%)	
한국타이어월드와이드 외	42.56
26 인	
국민연금	8.06
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.1) (25.2) (35.8)
상대	(5.0) (18.5) (33.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	7,024.5	7,403.2
영업이익(십억원)	884.0	968.9
순이익(십억원)	699.6	774.4
EPS(원)	5,635	6,202
BPS(원)	56,348	61,875

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	6,621.8	6,812.9	7,093.5	7,550.3	7,890.1
영업이익	십억원	1,103.2	793.4	856.0	917.0	940.0
세전이익	십억원	1,092.4	743.0	846.1	934.8	966.5
순이익	십억원	872.9	599.1	635.2	701.8	725.6
EPS	원	7,046	4,836	5,128	5,665	5,857
증감률	%	33.2	(31.4)	6.0	10.5	3.4
PER	배	8.23	11.29	8.11	7.34	7.10
PBR	배	1.21	1.06	0.74	0.68	0.62
EV/EBITDA	배	5.54	5.99	3.47	2.99	2.53
ROE	%	15.75	9.73	9.55	9.65	9.14
BPS	원	48,036	51,340	56,068	61,333	66,790
DPS	원	400	400	400	400	400



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

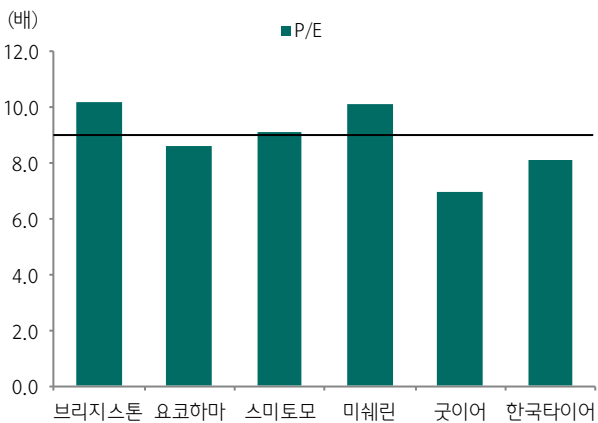
표 1. 한국타이어 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,609	1,704	1,928	1,853	6,622	6,813	7,094	7,550
한국	247	248	239	250	197	218	251	263	1,131	984	929	974
아시아	228	201	236	238	209	215	260	260	857	903	943	1,012
북미	452	464	498	506	446	473	533	548	1,873	1,920	2,000	2,137
유럽	522	532	637	509	596	569	682	544	1,977	2,200	2,391	2,560
기타	190	222	214	179	161	242	232	195	784	806	830	868
매출원가	1,065	1,084	1,207	1,136	1,112	1,155	1,278	1,208	4,045	4,492	4,754	5,034
매출원가율	65.0%	65.1%	66.1%	67.5%	69.1%	67.8%	66.3%	65.2%	61.1%	65.9%	67.0%	66.7%
원재료 투입단가 (\$)	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,753	1,767	1,753	1,489	1,735	1,728	1,772
천연고무	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,650	1,720	1,700	1,371	1,815	1,681	1,730
합성고무	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,040	2,050	2,030	1,855	2,190	2,038	2,090
판관비	342	378	401	407	313	362	394	415	1,474	1,527	1,484	1,599
판관비율	20.9%	22.7%	22.0%	24.2%	19.4%	21.3%	20.4%	22.4%	22.3%	22.4%	20.9%	21.2%
영업이익	232	205	217	139	185	186	256	229	1,103	793	856	917
영업이익률	14.2%	12.3%	11.9%	8.3%	11.5%	10.9%	13.3%	12.4%	16.7%	11.6%	12.1%	12.1%
세전이익	207	213	225	99	185	183	252	226	1,092	743	846	935
세전이익률	12.6%	12.8%	12.3%	5.9%	11.5%	10.7%	13.1%	12.2%	16.5%	10.9%	11.9%	12.4%
순이익	167	180	172	87	154	139	191	159	879	606	643	710
순이익률	10.2%	10.8%	9.4%	5.2%	9.5%	8.2%	9.9%	8.6%	13.3%	8.9%	9.1%	9.4%
지배주주순이익	167	176	171	86	153	137	189	155	873	599	635	702

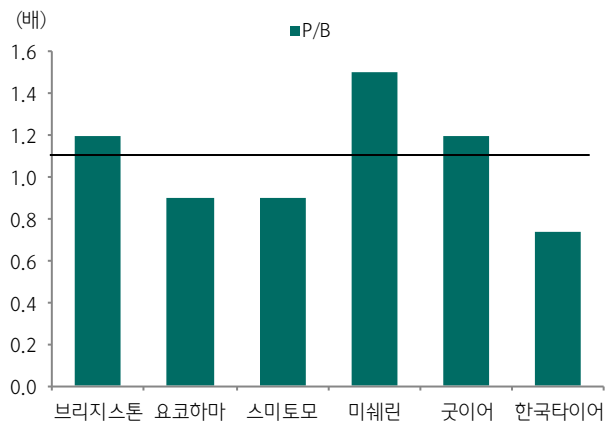
자료: 한국타이어, 하나금융투자

그림 1. 글로벌 타이어 업체들의 P/E 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 타이어 업체들의 P/B 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

주정 재무제표

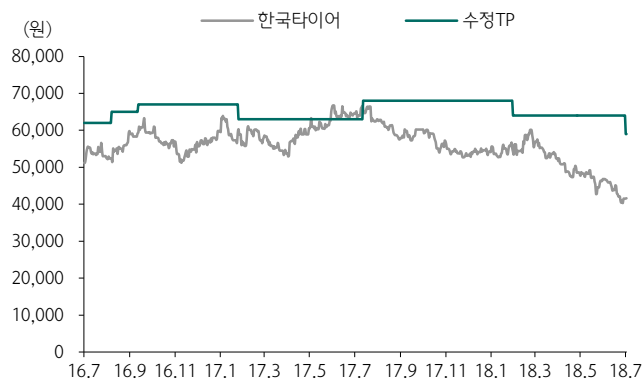
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,621.8	6,812.9	7,093.5	7,550.3	7,890.1
매출원가	4,045.0	4,492.4	4,753.8	5,034.5	5,287.3
매출총이익	2,576.8	2,320.5	2,339.7	2,515.8	2,602.8
판매비	1,473.5	1,527.0	1,483.7	1,598.8	1,662.8
영업이익	1,103.2	793.4	856.0	917.0	940.0
금융손익	(89.6)	(14.6)	(36.9)	(6.9)	16.1
중속/관계기업손익	44.9	36.1	38.0	40.0	42.0
기타영업외손익	33.9	(71.9)	(11.0)	(15.3)	(31.6)
세전이익	1,092.4	743.0	846.1	934.8	966.5
법인세	213.3	136.6	203.1	224.3	232.0
계속사업이익	879.1	606.5	643.0	710.4	734.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	879.1	606.5	643.0	710.4	734.5
비지배주주지분	6.2	7.4	7.8	8.7	9.0
순이익	872.9	599.1	635.2	701.8	725.6
지배주주순이익	864.6	458.8	633.5	700.0	723.7
NOPAT	887.8	647.6	650.6	696.9	714.4
EBITDA	1,606.0	1,342.6	1,401.6	1,470.2	1,488.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.0	2.9	4.1	6.4	4.5
NOPAT증가율	28.3	(27.1)	0.5	7.1	2.5
EBITDA증가율	19.5	(16.4)	4.4	4.9	1.3
영업이익증가율	24.7	(28.1)	7.9	7.1	2.5
(지배주주)순이익증가율	33.2	(31.4)	6.0	10.5	3.4
EPS증가율	33.2	(31.4)	6.0	10.5	3.4
수익성(%)					
매출총이익률	38.9	34.1	33.0	33.3	33.0
EBITDA이익률	24.3	19.7	19.8	19.5	18.9
영업이익률	16.7	11.6	12.1	12.1	11.9
계속사업이익률	13.3	8.9	9.1	9.4	9.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,046	4,836	5,128	5,665	5,857
BPS	48,036	51,340	56,068	61,333	66,790
CFPS	13,535	11,396	11,506	12,070	12,181
EBITDAPS	12,965	10,838	11,314	11,869	12,017
SPS	53,455	54,998	57,264	60,951	63,694
DPS	400	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	8.2	11.3	8.1	7.3	7.1
PBR	1.2	1.1	0.7	0.7	0.6
PCFR	4.3	4.8	3.6	3.4	3.4
EV/EBITDA	5.5	6.0	3.5	3.0	2.5
PSR	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	15.8	9.7	9.5	9.7	9.1
ROA	9.1	6.3	6.6	7.1	6.9
ROIC	13.9	9.9	10.0	10.4	10.5
부채비율	61.4	49.3	38.8	33.7	29.7
순부채비율	28.4	19.9	(4.4)	(10.3)	(17.0)
이자보상배율(배)	24.2	13.5	18.4	25.3	30.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,293.1	3,534.4	4,693.2	5,150.3	5,758.7
금융자산	634.6	710.2	1,744.2	2,011.4	2,478.5
현금성자산	465.3	694.2	1,727.5	1,993.6	2,459.9
매출채권 등	1,184.4	1,254.0	1,364.1	1,452.0	1,517.3
재고자산	1,436.3	1,494.4	1,525.7	1,624.0	1,697.0
기타유동자산	37.8	75.8	59.2	62.9	65.9
비유동자산	6,328.9	5,984.3	4,969.5	5,038.1	5,010.8
투자자산	1,102.0	1,117.2	27.9	29.7	31.1
금융자산	20.9	26.8	27.9	29.7	31.1
유형자산	4,699.3	4,317.4	4,389.8	4,454.8	4,424.6
무형자산	146.2	195.5	197.5	199.3	200.9
기타비유동자산	381.4	354.2	354.3	354.3	354.2
자산총계	9,622.0	9,518.8	9,662.7	10,188.4	10,769.4
유동부채	2,446.8	2,274.0	1,894.5	1,802.2	1,727.6
금융부채	1,253.2	1,237.1	767.7	605.5	478.9
매입채무 등	996.6	902.6	988.7	1,052.4	1,099.7
기타유동부채	197.0	134.3	138.1	144.3	149.0
비유동부채	1,213.7	871.3	805.3	766.5	741.4
금융부채	1,075.3	739.4	668.0	620.3	588.6
기타비유동부채	138.4	131.9	137.3	146.2	152.8
부채총계	3,660.5	3,145.3	2,699.8	2,568.8	2,469.0
지배주주지분	5,949.4	6,358.7	6,944.3	7,596.5	8,272.5
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	(55.5)	(214.6)	(214.6)	(214.6)	(214.6)
이익잉여금	2,950.6	3,519.0	4,104.6	4,756.8	5,432.8
비지배주주지분	12.1	14.8	18.6	23.1	27.9
자본총계	5,961.5	6,373.5	6,962.9	7,619.6	8,300.4
순금융부채	1,693.9	1,266.4	(308.5)	(785.5)	(1,411.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,217.8	851.7	1,199.4	1,187.9	1,234.0
당기순이익	879.1	606.5	643.0	710.4	734.5
조정	575.3	615.5	585.8	588.6	582.2
감가상각비	502.8	549.1	545.6	553.2	548.6
외환거래손익	22.4	(1.1)	42.2	37.4	35.5
지분법손익	(44.9)	(36.1)	0.0	0.0	0.0
기타	95.0	103.6	(2.0)	(2.0)	(1.9)
영업활동자산부채변동	(236.6)	(370.3)	(29.4)	(111.1)	(82.7)
투자활동 현금흐름	(740.0)	(344.3)	422.3	(664.4)	(561.8)
투자자산감소(증가)	(4.0)	(15.2)	1,085.2	(5.9)	(5.5)
유형자산감소(증가)	(683.4)	(432.9)	(600.0)	(600.0)	(500.0)
기타	(52.6)	103.8	(62.9)	(58.5)	(56.3)
재무활동 현금흐름	(649.7)	(281.7)	(590.4)	(259.4)	(207.9)
금융부채증가(감소)	(567.2)	(352.0)	(540.8)	(209.8)	(158.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(33.0)	124.0	(0.1)	0.0	0.1
배당지급	(49.5)	(53.7)	(49.5)	(49.6)	(49.6)
현금의 증감	(172.0)	228.8	1,033.3	266.1	466.3
Unlevered CFO	1,676.6	1,411.7	1,425.3	1,495.2	1,508.9
Free Cash Flow	495.1	379.4	599.4	587.9	734.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국타이어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.10	BUY	59,000		
18.2.8	BUY	64,000	-21.66%	-6.09%
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%
16.7.19	BUY	62,000	-13.59%	-8.71%
16.4.14	BUY	56,000	-7.10%	-0.71%

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	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 07월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.