

한국타이어(161390)

하회 부합 상회

현실세계로 내려온 가이던스

영업이익 컨센서스 7.6% 하회

18년 가이던스 하향, 단 하반기엔 실적 반등 전망

단기 횡보 국면, 테네시 정상화와 국내 매출 증가세에 주목

Facts: 영업이익 컨센서스 7.6% 하회

한국타이어(이하 '한타') 2분기 실적은 국내/미국 경쟁 심화와 중동 수요 부진으로 시장 기대치에 못 미쳤다. 영업이익은 1,833억원(-10.4% YoY, OPM 10.7%, -0.7%p QoQ, -1.5%p YoY)으로 컨센서스를 7.6% 하회했고 추정치를 2.5% 상회했다. 추정치 대비 생산량이 2.3% 적었으나 가격은 1.2% 높았고, 투입원가는 1.3% 높았다. 고인치 타이어 비중은 52.1%(+3.5%p YoY)로 상승하며 믹스개선이 지속됐다. 전년동기대비 지역별 매출증가율은 국내 -8%, 중국 +12%, 유럽 +11%, 미국 +2%다.

Pros & cons: 18년 가이던스 하향, 단 하반기엔 실적 반등 전망

회사는 2018년 가이던스를 매출 7.4조원, 영업이익 1조 200억원(OPM 13.8%)에서 매출 7조원, 영업이익 8,200억원(OPM 11.7%)으로 각각 5.4%, 19.6% 하향했다. 이는 내수 판매 부진 및 북미 시장수요 둔화, 그리고 중동 부진을 반영해 회사의 핵심가정을 변경했기 때문이다(기존가정 물량 +4~5%, 판가 +4~5% / 신규가정 물량 +2%, 판가 +1%). 회사는 테네시 수익성 개선 및 내수 매출 안정화를 통해 하반기에는 상반기 대비 실적개선을 전망했다. 테네시는 당초 예상보다 2개월 늦어진 9월 BEP 도달, 12월 full 가동으로 전망했다. 국내 매출은 유통망이 안정화되면서 하반기에 성장세로 전환될 것으로 전망했다. 이는 유통혁신에 공감하는 대리상들이 늘어나고 있고, 판매채널 중 소매비중도 높아지고 있기 때문이다.

Action: 단기 횡보 국면, 테네시 정상화와 국내 매출 증가세에 주목

미국과 국내의 부진으로 이익증가 속도가 당초 예상보다 더디게 진행 중이다. 단 이 요인들은 이미 상당부분 주가에 반영됐다고 판단한다(2018/7/16 ‘2Q18 Preview: 부진한 수요, 치열한 경쟁’). 반면 하반기 이익 회복에 대한 기시성을 매우 높은 상황이다. 바닥에서 반등한 주가는 단기적으로 횡보 국면을 거친 뒤, 테네시 정상화와 국내 매출 증가세를 확인하면서 추가 회복될 전망이다. 목표주가 6만 원(PER 11x)을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 60,000원(유지)

Stock Data

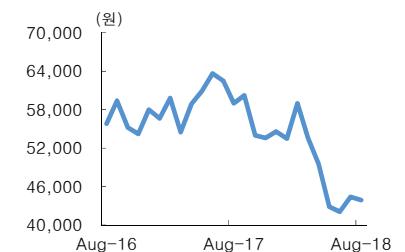
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	11.3	8.7	7.8
PBR(x)	1.1	0.8	0.7
ROE(%)	9.7	9.5	9.9
DY(%)	0.7	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	6.0	4.8	4.4
EPS(원)	4,837	5,025	5,632
BPS(원)	51,340	54,781	58,821

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.3	(21.3)	(30.1)
KOSPI 대비(%p)	7.4	(11.2)	(23.6)

주가총이



자료: WISEfn

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,667	1,824	1,682	1,609	1,706	6.0	2.3	1,723
영업이익	205	217	139	185	183	(0.8)	(10.4)	198
영업이익률(%)	12.3	11.9	8.3	11.5	10.7	(0.7)	(1.5)	11.5
세전이익	213	225	99	185	225	21.5	5.9	203
순이익	180	172	87	154	181	17.7	0.4	154

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 2분기 매출액 변동 요인 분석

(단위: 십억원, %)

	전분기대비	전년동기대비
비교시점매출	16,091	16,669
당기매출	17,055	17,055
차이	6.0	2.3
변동요인		
물량	7.5	0.1
판가	(0.7)	2.0
환율	(1.0)	0.2
기타	0.2	-

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 2분기 실적 비교

(단위: 천 개, 원/개, 달러/톤, %, %p)

	추정	실제	차이
출하량	26,100	25,490	(2.3)
가격	66,112	66,910	1.2
투입원가	1,706	1,728	1.3
천연고무	1,630	1,582	(2.9)
합성고무	2,014	2,038	1.2
매출액 대비 판관비율	20.5	21.3	0.8

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,836	7,279	6,857	7,303	0.3	0.3
영업이익	749	854	770	879	2.7	2.9
영업이익률	11.0	11.7	11.2	12.0	0.3	0.3
지배주주순이익	594	677	622	698	4.8	3.1

자료: 한국투자증권

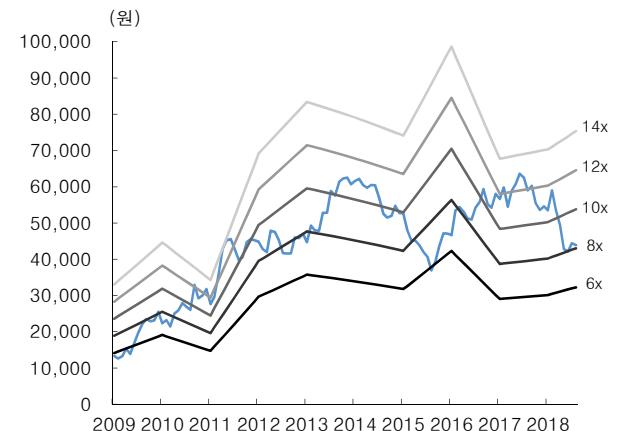
〈표 5〉 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천 개, 원/개, 달러/톤)

		기존전망	수정전망	차이
생산량	전체	103,008	103,008	—
	한국	42,200	42,200	—
	중국	32,300	32,300	—
	헝가리	16,558	16,558	—
	인도네시아	8,300	8,300	—
	미국	3,650	3,650	—
가격	전체	66,368	66,566	0.3
	한국	73,773	75,101	1.8
	중국	58,964	58,964	—
	헝가리	61,503	61,503	—
	인도네시아	71,696	71,696	—
투입원가	전체	1,530	1,530	—
	천연고무	1,625	1,589	(2.2)
	합성고무	2,092	2,111	0.9

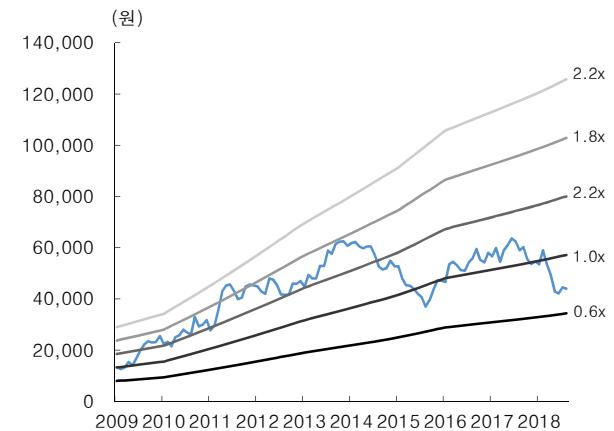
자료: 한국투자증권

[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	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,609	1,706	1,773	1,769	6,622	6,813	6,857	7,303	7,676
영업이익	232	205	217	139	185	183	207	194	1,103	793	770	879	933
영업이익률	14.2	12.3	11.9	8.3	11.5	10.7	11.7	11.0	16.7	11.6	11.2	12.0	12.2
세전이익	207	213	225	99	185	225	185	175	1,092	743	771	872	937
지배주주순이익	167	176	171	86	153	181	148	140	873	599	622	698	749
YoY													
매출액	0.8	(3.5)	10.1	4.5	(1.8)	2.3	(2.8)	5.2	3.0	2.9	0.6	6.5	5.1
영업이익	(7.5)	(34.0)	(28.3)	(41.7)	(20.4)	(10.4)	(4.6)	39.4	24.7	(28.1)	(3.0)	14.2	6.2
지배주주순이익	(14.4)	(33.6)	(17.4)	(58.6)	(8.5)	2.9	(13.2)	63.9	33.2	(31.4)	3.9	12.1	7.4
지역별 매출													
한국	247	248	241	250	197	227	—	—	1,131	986	—	—	—
중국	228	201	236	238	209	225	—	—	857	903	—	—	—
북미	452	464	498	506	446	471	—	—	1,873	1,920	—	—	—
유럽	522	532	637	509	596	591	—	—	1,977	2,200	—	—	—
기타	190	222	212	179	161	192	—	—	784	804	—	—	—
YoY 지역별 매출													
한국	(7.5)	(11.4)	(12.0)	(19.4)	(20.2)	(8.5)	—	—	(9.8)	(12.8)	—	—	—
중국	13.4	(8.2)	9.8	7.2	(8.3)	11.9	—	—	2.3	5.4	—	—	—
북미	(4.6)	(4.9)	8.7	11.7	(1.3)	1.5	—	—	6.5	2.5	—	—	—
유럽	6.3	2.7	20.4	15.9	14.2	11.1	—	—	9.0	11.3	—	—	—
기타	(1.5)	(0.2)	17.0	(3.9)	(15.3)	(13.7)	—	—	2.4	2.6	—	—	—
지역별 매출비중													
한국	15	15	13	15	12	13	—	—	17	14	—	—	—
중국	14	12	13	14	13	13	—	—	13	13	—	—	—
북미	28	28	27	30	28	28	—	—	28	28	—	—	—
유럽	32	32	35	30	37	35	—	—	30	32	—	—	—
기타	12	13	12	11	10	11	—	—	12	12	—	—	—
주요가정													
생산량	25,091	25,544	25,043	24,216	24,258	25,490	26,150	26,500	99,436	102,141	103,008	106,500	110,500
평균가격	65,328	65,255	72,854	69,472	66,334	66,910	67,801	66,761	66,911	66,701	66,566	68,572	69,468
평균원재료 투입단가	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,728	1,742	1,776	1,489	1,655	1,530	1,576	1,604
YoY													
생산량	5.3	1.3	1.4	(5.8)	(3.3)	(0.2)	4.4	9.4	6.2	2.7	0.8	3.4	3.8
평균가격	(4.3)	(4.0)	6.0	10.9	1.5	2.5	(6.9)	(3.9)	(2.8)	(0.3)	(0.2)	3.0	1.3
평균원재료 투입단가	13.7	25.9	14.9	11.8	1.2	(5.9)	1.4	5.1	(11.8)	11.2	(7.6)	3.0	1.8

자료: 한국투자증권

기업개요

한국타이어는 국내 시장 1위(점유율 40%), 세계 시장 7위의 타이어 회사로 한국, 중국, 형가리, 인도네시아, 미국에 공장을 두고 있음. 2017년 기준 생산량은 102백만본이며 그 중 80%를 수출하고 있음. 2017년 기준 지역별 매출비중은 국내 14%, 중국 13%, 북미 28%, 유럽 32%, 기타 12%. 2017년 기준 지역별 생산비중은 국내 44%, 중국 31%, 형가리 16%, 인도네시아 8%, 미국 1%.

- 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	3,613	3,775	3,968
현금성자산	465	694	754	730	768
매출채권및기타채권	1,184	1,254	1,262	1,344	1,413
재고자산	1,436	1,494	1,504	1,602	1,684
비유동자산	6,329	5,984	6,115	6,519	6,753
투자자산	1,102	1,117	1,124	1,198	1,259
유형자산	4,699	4,317	4,437	4,732	4,875
무형자산	146	196	197	210	220
자산총계	9,622	9,519	9,728	10,294	10,721
유동부채	2,447	2,274	2,154	2,111	2,036
매입채무및기타채무	997	903	908	967	1,017
단기차입금및단기사채	869	866	764	712	609
유동성장기부채	383	368	368	325	325
비유동부채	1,214	871	768	870	813
사채	809	525	421	521	464
장기차입금및금융부채	266	214	214	207	200
부채총계	3,660	3,145	2,922	2,981	2,849
지배주주지분	5,949	6,359	6,785	7,285	7,837
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	4,084	4,724	5,414
비지배주주지분	12	15	21	27	35
자본총계	5,961	6,374	6,806	7,313	7,872

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,622	6,813	6,857	7,303	7,676
매출원가	4,045	4,492	4,704	4,964	5,208
매출총이익	2,577	2,320	2,153	2,339	2,469
판매관리비	1,474	1,527	1,383	1,461	1,535
영업이익	1,103	793	770	879	933
금융수익	117	130	130	129	129
이자수익	7	12	12	11	11
금융비용	206	145	174	172	170
이자비용	46	59	38	36	34
기타영업외손익	34	(72)	11	(13)	(13)
관계기업관련손익	45	36	36	36	36
세전계속사업이익	1,092	743	771	872	937
법인세비용	213	137	148	174	187
연결당기순이익	879	606	622	698	749
지배주주지분순이익	873	599	622	698	749
기타포괄이익	(9)	(141)	(141)	(141)	(141)
총포괄이익	870	466	482	557	609
지배주주지분포괄이익	865	459	476	550	601
EBITDA	1,606	1,343	1,346	1,485	1,571

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,218	852	1,130	1,135	1,225
당기순이익	879	606	622	698	749
유형자산감가상각비	489	531	556	585	614
무형자산상각비	14	18	20	22	23
자산부채변동	(237)	(370)	(39)	(143)	(135)
기타	73	67	(29)	(27)	(26)
투자활동현금흐름	(740)	(344)	(809)	(1,101)	(964)
유형자산투자	(723)	(472)	(703)	(906)	(787)
유형자산매각	39	39	27	26	29
투자자산순증	(33)	96	(110)	(176)	(164)
무형자산순증	(23)	(7)	(22)	(35)	(34)
기타	0	0	(1)	(10)	(8)
재무활동현금흐름	(650)	(282)	(261)	(58)	(224)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(600)	(228)	(204)	(0)	(165)
배당금지급	(50)	(54)	(50)	(50)	(50)
기타	0	0	(7)	(8)	(9)
기타현금흐름	(0)	3	0	0	0
현금의증가	(172)	229	60	(24)	37

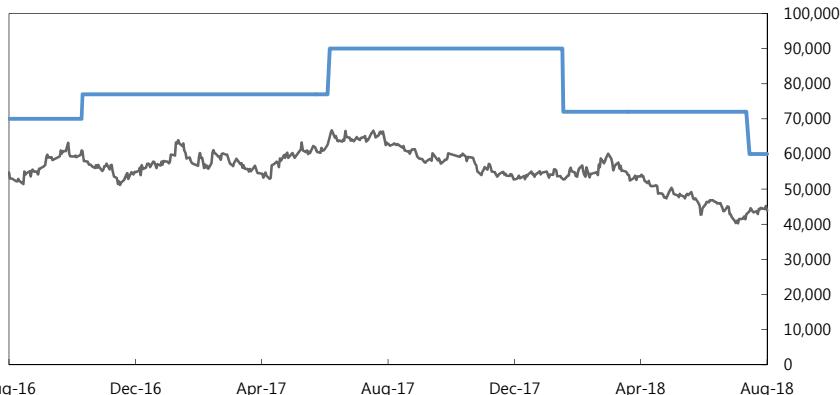
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,047	4,837	5,025	5,632	6,050
BPS	48,036	51,340	54,781	58,821	63,273
DPS	400	400	400	400	400
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.0	2.9	0.6	6.5	5.1
영업이익증가율	24.7	(28.1)	(3.0)	14.2	6.2
순이익증가율	33.2	(31.4)	3.9	12.1	7.4
EPS증가율	33.2	(31.4)	3.9	12.1	7.4
EBITDA증가율	19.5	(16.4)	0.3	10.3	5.8
수익성(%)					
영업이익률	16.7	11.6	11.2	12.0	12.2
순이익률	13.2	8.8	9.1	9.6	9.8
EBITDA Margin	24.3	19.7	19.6	20.3	20.5
ROA	9.2	6.3	6.5	7.0	7.1
ROE	15.8	9.7	9.5	9.9	9.9
배당수익률	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
배당성향	5.7	8.3	8.0	7.1	6.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,694	1,266	997	1,018	813
차입금/자본총계비율(%)	39.1	31.0	26.0	24.1	20.3
Valuation(X)					
PER	8.2	11.3	8.7	7.8	7.3
PBR	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.5	6.0	4.8	4.4	4.0

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	피리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국타이어(161390)	2016.07.12	매수	70,000원	-19.6	-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	-30.1	-16.5
	2018.07.16	매수	60,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 2일 현재 한국타이어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국타이어 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 돋기 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.