

2018. 10. 18



▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6098-6690
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	48,000 원
현재주가 (10.17)	46,200 원
상승여력	3.9%
KOSPI	2,167.51pt
시가총액	57,230억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	57.42%
외국인비중	41.16%
52주 최고/최저가	60,100원/40,300원
평균거래대금	106.6억원
주요주주(%)	
한국타이어월드와이드 외 26인	42.56
국민연금	8.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	-9.6	-20.3
상대주가	6.0	2.4	-8.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,621.8	1,103.2	872.9	7,046	33.2	48,027	6.4	0.9	4.5	15.7	39.0
2017	6,812.9	793.4	599.1	4,836	-31.4	51,331	9.4	0.9	5.1	9.7	31.0
2018E	6,836.0	772.3	638.3	5,154	6.6	56,150	8.8	0.8	5.2	9.6	30.9
2019E	7,039.3	831.7	678.5	5,478	6.3	61,070	8.3	0.7	4.9	9.3	28.5
2020E	7,170.1	838.5	700.0	5,651	3.2	65,922	8.0	0.7	4.8	8.9	26.6

한국타이어 161390

미국시장에 대한 눈높이 점점

- ✓ 3Q18 영업이익, 매출정체와 원가상승으로 부진할 전망 (7개 분기 연속 YoY 감익)
- ✓ 미국시장 성장둔화 (18년 1-8월 중 OE 7개월/ RE 5개월 YoY 역성장)와 가격하락 심화 (CPI 18년 매월 YoY 하락)로 테네시 공장의 유의미한 실적개선 더해질 전망
- ✓ 어려운 시장여건으로 주요업체들의 최근 북미 가격인상은 1H17 와 같은 결과 (원가전가 위해 가격인상 단행했으나 인센티브 지급 확대로 실질가격 하락)를 예상
- ✓ 기존 적정주가 48,000 원 유지하며, 투자의견은 Hold 로 하향

부진한 3Q18 분기실적 전망, 7개 분기 연속 YoY 감익 이어갈 예정

3Q18 실적은 매출 1.79 조원 (-2.1% YoY), 영업이익 1,959 억원 (-9.8% YoY)으로 시장기대치를 각각 -2.3%, -10.6% 하회할 전망이다. 계절적인 수요 호조기 임에도 불구하고 전년동기 대비 영업일수 감소가 매출 하락의 근거로 작용했으며, 유가 상승에 따른 합성고무 투입가격 상승이 원가율 악화 (67.8%, +1.7%p YoY)를 야기했다.

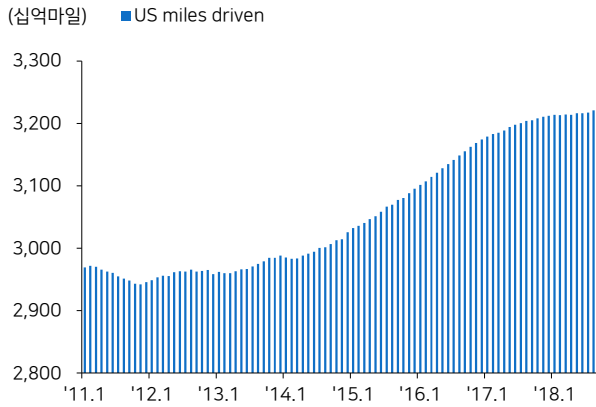
수요감소/평가하락 지속 중인 미국시장, 가격인상/공장정상화 가시성 점검

지난 8월 이후 Goodyear, Cooper, Bridgestone 등 미국 내 주요 타이어 업체들의 현지 시장 내 가격인상 발표가 이루어졌다. 수요부진/경쟁심화로 1H18 시장기대치를 하회하는 분기실적을 기록했던 이들 업체들의 이 같은 결정은, 지난 1H17 원가상승 전가를 위해 이뤄졌던 경쟁적 가격인상 발표가 결국 인센티브 증가로 상쇄되며 실질 가격인상을 실현하지 못했던 글로벌 타이어 시장의 모습이 연상된다.

미국시장의 전반적인 영업상황은 여전히 어렵다. Michelin 에 따르면 미국 OE 타이어 시장은 18년 들어 집계가 이루어진 1-8월 중 7개월 동안 YoY 감소세를 보였다. RE 또한 같은 기간 5개월 YoY 역성장을 기록했다. 가격지표인 미국 타이어 CPI 는 18년 매월 하락세를 기록했고, 이 같은 가격하락 추이는 16년 4월 이후 30개월 연속이다.

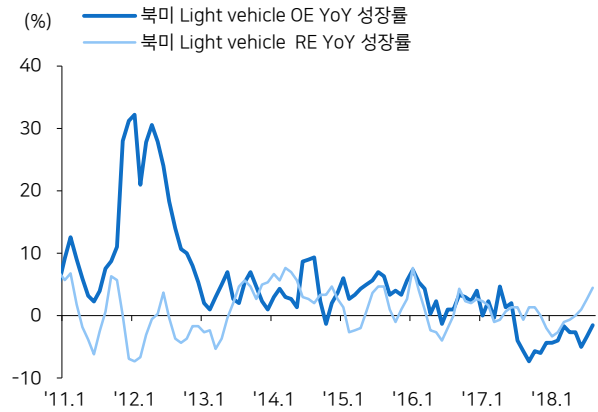
중국 업체의 미국 현지시장 진출이 산업 가동률에 부담요인으로 작용하는 가운데, 과거와 달리 자동차 Miles Driven 과 역행하는 시장 수요성장의 둔화와 경쟁심화에 따른 산업 전반의 가격하락 추이는 미국 타이어산업의 손익악화 근거가 될 전망이다. 미국시장에서 동사의 실질 가격인상 및 테네시 공장의 유의미한 실적개선 가시성은 여전히 낮은 상황이며, 기업가치 반등은 이들 요인의 확인 이후 가능하다고 판단한다. 기존 적정주가 48,000 원 (적정 PER 9.0 배 유지)을 유지하며, 최근 가격인상 및 미국공장 BEP 기대감에 따른 단기 주가 반등을 반영해 투자의견은 Hold 로 하향한다.

그림1 미국 자동차 주행거리는 상승세를 이어가고 있으나...



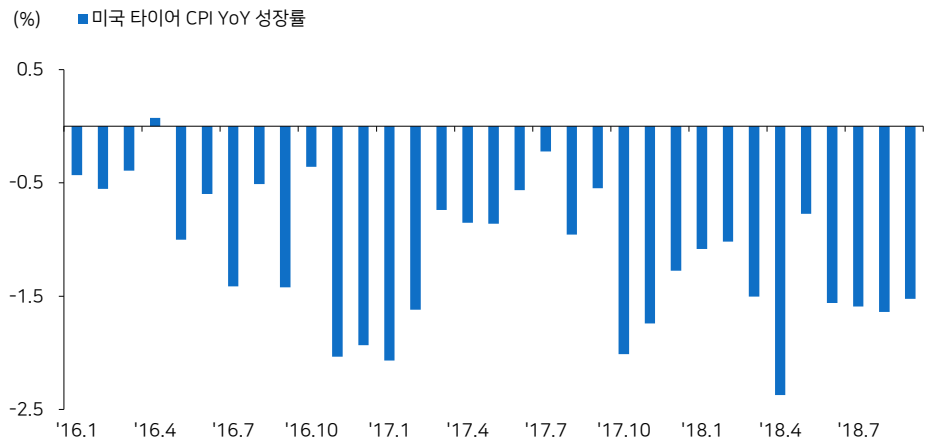
자료: US Department of Transportation, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 ...산업 수요는 과거와 달리 저성장 기조를 기록 중



자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 경쟁심화 환경 속 미국 타이어 CPI는 16년 4월 이후 30개월 연속 감소세를 기록 중



자료: Data Stream, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 덤핑관세 회피 목적의 중국계 타이어 업체를 포함한 글로벌 타이어 업체들, 미국 내 신 공장 설립 및 증설 진행 중

업체	발표시기	신/증설	투자금액	CAPA	완공시기	
중국계	Giti	2014	신공장	5.6억달러	5 million / 추후 10 million 까지 증설가능	2017
	Sentury Tire	2016	신공장	4.3-5.3억달러	12 million / PCR	2019
	Triangle	17.11	신공장	3억달러	5 million / PCR	2020-2021
		17.11	신공장	2.8억달러	1 million / TBR	2020-2023
	Wanli	17.06	신공장	10억달러	6 million	보류
기타	Nokian Tyres	17.09	신공장	3.6억달러	4 million (2022년 기준)	2020
	Bridgestone	17.01	증설	1.8억달러	32,000 per day → 35,000 per day로 증설	2018
	Continental	15.09	증설	5억달러	4 million / 2021년까지 4백만에서 8백만까지 증설	2021
	Continental	16.02	신공장	15억달러	0.75 million / TBR	2019
	Goodyear	16.06	증설	0.3억달러	65,000 per day로 증설	N/A
	Sumitomo	16.08	증설	0.87억달러	5,000 per day → 10,000 per day로 증설 / PCR	2019

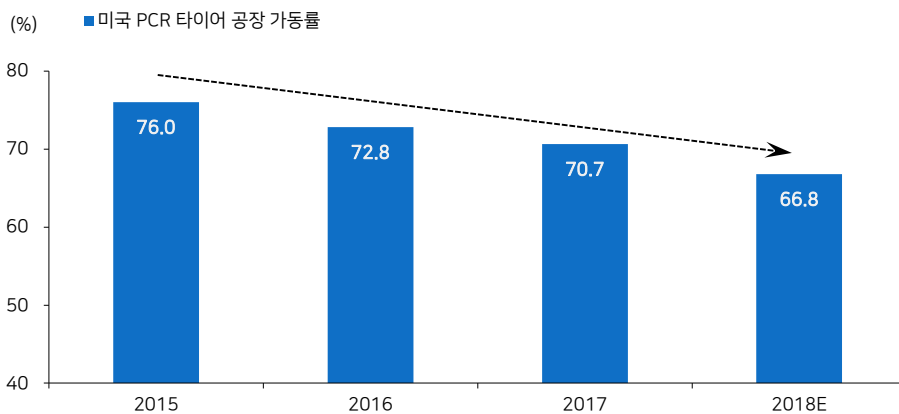
자료: 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 이에 따라 이미 저조한 미국 공장 가동률은 추가적으로 낮아질 가능성 확대

	2015	2016	2017	2018E
미국 PCR 생산	15,258	15,344	15,618	16,243
미국 PCR 생산 YoY 증감률		0.6	1.8	4.0
미국 PCR CAPA	20,069	21,073	22,105	24,316
미국 PCR CAPA YoY 증감률		5.0	4.9	10.0
미국 PCR 타이어 공장 가동률	76.0	72.8	70.7	66.8

주: 미국 CAPA, 산업자료에 기반하여 당사 추정
 자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 제한된 수요성장 속 신규 생산공장 확대로 산업 전반의 가동률 하락세 지속 중



자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한국타이어 3Q18 실적, 매출정체와 원가상승 영향으로 부진할 전망

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,786.0	1,824.5	-2.1	1,705.4	4.7	1,828.7	-2.3	1,786.0	1,824.5
영업이익	201.7	217.1	-7.1	185.1	9.0	219.2	-8.0	201.7	217.1
세전이익	204.6	224.6	-8.9	225.6	-9.3	209.6	-2.4	204.6	224.6
순이익	155.4	170.5	-8.9	166.5	-6.7	170.8	-9.0	155.4	170.5
영업이익률(%)	11.3	11.9		10.9		12.0		11.3	11.9
순이익률(%)	11.5	12.3		13.2		11.5		11.5	12.3

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 18·19년 실적, 시장 공급과잉과 경쟁심화로 시장기대치를 하회할 전망

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,836.0	6,976.1	-2.0	7,039.3	7,349.4	-4.2
영업이익	772.3	815.5	-5.3	831.7	921.2	-9.7
세전이익	819.4	847.3	-3.3	875.2	953.8	-8.2
순이익	638.4	669.4	-4.6	678.5	750.0	-9.5
영업이익률(%)	11.3	11.7	-0.4%p	11.8	12.5	-0.7%p
세전이익률(%)	12.0	12.1	-0.2%p	12.4	13.0	-0.5%p
순이익률(%)	9.3	9.6	-0.3%p	9.6	10.2	-0.6%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 3Q18 실적 부진 반영해 18년 이익 추정치 하향 조정

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	6,812.9	6,836.0	7,039.3
매출액 - 기존 추정	6,812.9	6,847.1	7,242.6
% change	0.0%	-0.2%	-2.8%
영업이익 - 신규 추정	793.4	772.3	831.7
영업이익 - 기존 추정	793.4	780.8	842.3
% change	0.0%	-1.1%	-1.3%
세전이익 - 신규 추정	743.0	819.4	875.2
세전이익 - 기존 추정	743.0	825.1	872.7
% change	0.0%	-0.7%	0.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	599.1	638.4	678.5
지배주주 순이익 - 기존 추정	599.1	651.4	688.3
% change	0.0%	-2.0%	-1.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,836	5,154	5,478
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,836	5,258	5,556
% change	0.0%	-2.0%	-1.4%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 한타 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,639.2	1,666.9	1,824.5	1,682.3	1,609.1	1,705.4	1,786.0	1,735.4	6,812.9	6,836.0	7,039.3
(% YoY)	0.8	-3.5	10.1	4.5	-1.8	2.3	-2.1	3.2	2.9	0.3	3.0
타이어	1,612.8	1,640.8	1,803.1	1,643.1	1,537.5	1,675.9	1,734.0	1,721.6	6,699.8	6,669.0	6,867.4
(% YoY)	3.2	-2.6	12.3	-2.0	-4.7	2.1	-3.8	4.8	2.6	-0.5	3.0
판매볼륨 (천본)	25,091	25,544	25,043	24,216	24,258	25,490	25,588	25,710	99,894	101,046	104,086
(% YoY)	5.3	0.5	3.8	-5.8	-3.3	-0.2	2.2	6.2	0.9	1.2	3.0
ASP (원)	63,286	60,824	71,749	68,513	63,821	66,629	67,767	66,960	67,069	66,000	65,978
(% YoY)	-5.1	-8.1	9.4	6.7	0.8	9.5	-5.5	-2.3	2.2	-1.6	0.0
기타	26.4	26.1	21.4	39.3	71.6	29.5	52.0	13.9	113.1	167.0	171.9
(% YoY)	-57.8	-38.9	-58.7	-159.1	171.8	13.0	143.4	-64.7	25.1	47.7	3.0
OP	232.2	204.6	217.1	139.4	184.8	185.1	201.7	200.5	793.4	772.3	831.7
(% YoY)	-7.5	-34.0	-28.3	-41.7	-20.4	-9.5	-7.1	43.8	-28.1	-2.7	7.7
RP	206.8	212.7	224.6	98.9	185.3	225.6	204.6	203.8	743.0	819.4	875.2
(% YoY)	-16.3	-31.6	-17.0	-62.5	-10.4	6.1	-8.9	106.0	-32.0	10.3	6.8
NP	167.5	175.5	170.5	85.5	153.3	166.5	155.4	163.1	599.1	638.3	678.5
(% YoY)	-14.4	-33.6	-17.4	-58.6	-8.5	-5.1	-8.9	90.6	-31.4	6.5	6.3
이익률 (%)											
OP margin	14.2	12.3	11.9	8.3	11.5	10.9	11.3	11.6	11.6	11.3	11.8
RP margin	12.6	12.8	12.3	5.9	11.5	13.2	11.5	11.7	10.9	12.0	12.4
NP margin	10.2	10.5	9.3	5.1	9.5	9.8	8.7	9.4	8.8	9.3	9.6
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,728	1,748	1,752	1,726	1,737	1,756
NR Input cost	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,582	1,600	1,630	1,815	1,616	1,630
SR Input cost	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,038	2,100	2,080	2,190	2,062	2,080

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어 (161390)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,621.8	6,812.9	6,836.0	7,039.3	7,170.1
매출액증가율 (%)	3.0	2.9	0.3	3.0	1.9
매출원가	4,045.0	4,492.4	4,621.7	4,720.6	4,814.6
매출총이익	2,576.7	2,320.5	2,214.3	2,318.8	2,355.4
판매관리비	1,473.5	1,527.0	1,442.0	1,487.1	1,516.9
영업이익	1,103.2	793.4	772.3	831.7	838.5
영업이익률	16.7	11.6	11.3	11.8	11.7
금융손익	-21.6	-46.9	-58.5	-43.0	-25.4
중속/관계기업손익	44.9	36.1	37.1	44.5	46.7
기타영업외손익	-34.0	-39.6	68.5	42.1	42.9
세전계속사업이익	1,092.4	743.0	819.4	875.2	902.7
법인세비용	213.3	136.6	168.5	183.8	189.6
당기순이익	879.1	606.5	650.9	691.4	713.1
지배주주지분 손이익	872.9	599.1	638.3	678.5	700.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,217.8	851.7	738.6	894.1	917.1
당기순이익(손실)	879.1	606.5	650.9	691.4	713.1
유형자산상각비	489.0	531.4	524.6	530.2	532.7
무형자산상각비	13.9	17.8	17.5	21.2	24.6
운전자본의 증감	-236.6	-370.3	-505.8	-332.6	-319.2
투자활동 현금흐름	-740.0	-344.3	-655.4	-746.9	-770.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-722.7	-472.3	-350.0	-550.0	-550.0
투자자산의 감소(증가)	-22.9	-7.1	-3.4	-52.6	-49.2
재무활동 현금흐름	-649.7	-281.7	49.9	-52.4	-58.1
차입금의 증감	-714.6	-210.2	19.2	-10.7	-10.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-172.0	228.8	126.2	94.8	88.7
기초현금	637.4	465.3	694.2	820.3	915.1
기말현금	465.3	694.2	820.3	915.1	1,003.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,293.1	3,534.4	4,188.0	4,573.3	4,935.9
현금및현금성자산	465.3	694.2	820.3	915.1	1,003.8
매출채권	1,058.4	1,157.7	1,503.9	1,619.0	1,720.8
재고자산	1,436.3	1,494.4	1,572.3	1,689.4	1,792.5
비유동자산	6,328.9	5,984.3	6,084.4	6,328.9	6,538.3
유형자산	4,699.3	4,317.4	4,245.3	4,289.8	4,332.9
무형자산	146.2	195.5	251.8	304.5	353.7
투자자산	1,102.0	1,117.2	1,162.1	1,267.1	1,290.6
자산총계	9,622.0	9,518.8	10,272.3	10,902.2	11,474.2
유동부채	2,446.8	2,274.0	1,983.6	1,978.9	1,926.0
매입채무	404.9	382.7	369.1	380.1	387.2
단기차입금	868.5	866.4	1,013.7	1,003.5	993.5
유동성장기부채	383.5	367.7	11.0	10.5	10.0
비유동부채	1,213.7	871.3	1,318.3	1,343.5	1,367.3
사채	809.4	525.1	892.7	910.5	928.8
장기차입금	266.0	214.3	235.7	238.1	240.4
부채총계	3,660.5	3,145.3	3,301.9	3,322.4	3,293.3
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
기타포괄이익누계액	-43.4	-199.8	-199.8	-219.8	-263.7
이익잉여금	2,950.6	3,519.0	4,115.8	4,745.3	5,390.3
비지배주주지분	12.1	14.8	14.8	14.8	14.8
자본총계	5,961.5	6,373.5	6,970.4	7,579.9	8,180.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	53,455	54,998	55,185	56,826	57,882
EPS(지배주주)	7,046	4,836	5,154	5,478	5,651
CFPS	13,535	11,396	10,554	9,903	9,980
EBITDAPS	12,965	10,838	10,611	11,165	11,268
BPS	48,027	51,331	56,150	61,070	65,922
DPS	400	400	500	550	600
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	6.4	9.4	8.8	8.3	8.0
PCR	3.3	4.0	4.3	4.6	4.5
PSR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDA	1,606.0	1,342.6	1,314.5	1,383.0	1,395.8
EV/EBITDA	4.5	5.1	5.2	4.9	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	9.7	9.6	9.3	8.9
EBITDA 이익률	24.3	19.7	19.2	19.6	19.5
부채비율	39.0	31.0	30.9	28.5	26.6
금융비용부담률	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2,421.6	1,352.9	1,434.8	1,538.3	1,543.8
매출채권회전율(x)	7.1	6.8	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국타이어 (161390) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.03	기업브리프	Trading Buy	60,000	김준성	-8.0	-4.5	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	60,000	김준성	-5.0	6.5	
2017.02.06	기업브리프	Hold	54,000	김준성	5.9	13.1	
2017.04.05	산업분석	Hold	54,000	김준성	5.8	13.1	
2017.05.02	기업브리프	Hold	54,000	김준성	11.0	23.5	
2017.07.19	기업브리프	Hold	54,000	김준성	12.0	23.5	
2017.08.09	기업브리프	Hold	54,000	김준성	11.5	23.5	
2017.10.23	산업브리프	Hold	57,000	김준성	-1.6	3.3	
2017.11.06	기업브리프	Hold	57,000	김준성	-5.9	5.4	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	53,000	김준성	-15.5	-10.6	
2018.07.04	산업브리프	Trading Buy	48,000	김준성	-10.1	-5.9	
2018.08.03	기업브리프	Trading Buy	48,000	김준성	-5.3	4.8	
2018.10.18	기업브리프	Hold	48,000	김준성	-	-	