

# 한국타이어(161390)

## 4Q18 Preview: 바닥을 찾아서

### 4분기 영업이익 컨센서스 19% 하회할 전망

한국타이어 4분기 실적은 비용증가와 경쟁심화로 부진할 전망이다. 영업이익은 1,587억원(영업이익률 9.6%) 원을 기록해 컨센서스를 19% 하회가 예상된다. 2017년 4분기 대비 영업이익이 14% 증가하나 이는 당시 국내공장에서 인명사고가 발생하며 공장 가동에 약 2주간 차질이 생긴 기저효과 때문이다. 순이익도 세무조사 여파로 부진할 전망이다.

### 미국 경쟁심화, 유럽 자동차 시장 부진, 테네시 공장 부진 장기화

지역별로는 국내와 중국이 호조를 보이고 있으나 미국과 유럽이 부진할 전망이다. 국내에서는 유통망 개편 작업의 성과가 나타나는 가운데 중국 내 점유율도 상위권을 유지하고 있다. 그러나 미국에서 2018년 초 도매유통업체들이 잇달아 인수합병으로 몸집을 불리면서 한국타이어의 유통환경이 불리해졌다. 여기에 유럽은 9월부터 강화된 배기가스 규제로 4분기 자동차 시장이 얼어붙으면서 신차용 타이어(OE) 판매가 부진한 가운데 경기둔화로 교체용 타이어(RE)도 수요가 주춤하다. 마지막으로 2017년 3분기부터 가동한 테네시 공장이 여전히 손익분기점을 못 넘기면서 실적에 지속적으로 부담을 주고 있다. 인력확충 어려움이 이어지면서 손익분기점 도달은 2분기가 지나야 가능할 전망이다.

### 목표주가 55,000원으로 14% 하향, 바닥 탐색 중

한국타이어 목표주가를 64,000원에서 55,000원으로 14% 하향한다(12MF PER 11x). 테네시 부진 장기화와 미국과 유럽 부진을 반영해 순이익 전망을 낮췄기 때문이다<표 2>. 타이어 주에 대한 낮은 관심과 지속적인 악재가 주가에 반영되고 있다. 향후 관건은 테네시 공장의 정상화 시점이다. 주가가 테네시 공장의 가동시점인 2017년 7월 고점을 찍고 지속 하락하고 있기 때문이다. 테네시 공장의 손익개선 시점이 곧 주가 바닥이 될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	6,622	1,103	873	7,047	33.2	1,606	8.2	5.5	1.2	15.8	0.7
2017A	6,813	793	599	4,837	(31.4)	1,343	11.3	6.0	1.1	9.7	0.7
2018F	6,731	716	558	4,507	(6.8)	1,293	8.9	4.6	0.7	8.5	1.2
2019F	6,955	761	610	4,923	9.2	1,366	8.2	4.3	0.7	8.7	1.7
2020F	7,270	890	711	5,744	16.7	1,526	7.0	3.7	0.6	9.4	2.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 55,000원(하향)

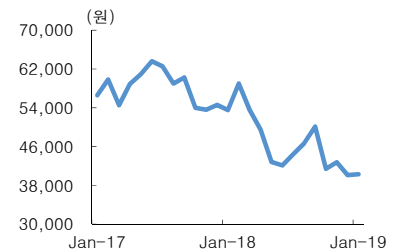
### Stock Data

KOSPI(1/4)	2,010
주가(1/4)	40,300
시가총액(십억원)	4,992
발행주식수(백만)	124
52주 최고/최저가(원)	60,100/39,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,185
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.2/41.0
주요주주(%)	한국타이어월드와이드 외 25 인 42.8
국민연금	8.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.6)	(1.7)	(24.4)
KOSPI 대비(%p)	0.3	9.6	(5.9)

### 주가추이



자료: FnGuide

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

<표 1> 4Q18 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18F			YoY	QoQ	컨센서스 대비	
	Preview	기존 전망	차이			4Q18F	차이
매출액	1,661	1,716	(3.2)	(1.3)	(5.4)	1762	(5.7)
영업이익	158.7	176	(9.8)	13.8	(15.4)	195	(18.6)
영업이익률	9.6	10.3	(0.7)	1.3	(1.1)	11.1	(1.5)
순이익	101	144	(29.9)	18.1	(23.2)	144	(30.0)

자료: WISEfn, 한국투자증권

<표 2> 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	7,147	7,498	6,955	7,270	(2.7)	(3.0)
영업이익	851	918	761	890	(10.5)	(3.0)
영업이익률	11.9	12.2	10.9	12.2	(1.0)	0.0
순이익	676	736	610	711	(9.8)	(3.4)

자료: 한국투자증권

<표 3> 2019년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천 대, 십억원, %)

		기존전망	수정전망	차이
생산량	전체	105,000	102,360	(2.5)
	한국공장	43,000	41,800	(2.8)
	중국공장	33,000	32,100	(2.7)
	헝가리공장	16,500	16,350	(0.9)
	인도네시아공장	8,500	8,160	(4.0)
	미국	4,000	3,950	(1.3)
가격	전체	68,071	67,946	(0.2)
	한국공장	74,091	74,456	0.5
	중국공장	58,164	58,230	0.1
	헝가리공장	60,828	61,999	1.9
	인도네시아공장	73,598	74,404	1.1
투입원가	전체	1,623	1,518	(6.5)
	천연고무	1,629	1,447	(11.1)
	합성고무	2,199	1,897	(13.7)
판관비		1,429	1,451	1.5

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, 천 개, 원/개, 달러/톤, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,609	1,705	1,755	1,661	1,653	1,729	1,798	1,775	6,622	6,813	6,731	6,955	7,270
영업이익	185	185	188	159	173	186	195	208	1,103	793	716	761	890
영업이익률	11.5	10.9	10.7	9.6	10.5	10.7	10.8	11.7	16.7	11.6	10.6	10.9	12.2
세전이익	185	226	163	168	173	186	195	208	1,092	743	742	762	901
지배주주순이익	153	167	131	101	139	149	156	166	873	599	558	610	711
YoY													
매출액	(1.8)	2.3	(3.8)	(1.3)	2.7	1.4	2.4	6.9	3.0	2.9	(1.2)	3.3	4.5
영업이익	(20.4)	(9.5)	(13.6)	13.8	(6.4)	0.2	3.7	31.0	24.7	(28.1)	(9.7)	6.2	17.0
지배주주순이익	(8.5)	(5.1)	(22.9)	18.1	(9.5)	(10.7)	18.5	64.8	33.2	(31.4)	(6.8)	9.2	16.7
지역별 매출													
한국	197	227	232	-	-	-	-	-	1,131	984	-	-	-
중국	209	225	210	-	-	-	-	-	857	903	-	-	-
북미	446	471	506	-	-	-	-	-	1,873	1,920	-	-	-
유럽	596	591	625	-	-	-	-	-	1,977	2,200	-	-	-
기타	161	191	182	-	-	-	-	-	784	806	-	-	-
YoY 지역별 매출													
한국	(20.2)	(8.5)	(2.9)	-	-	-	-	-	(9.8)	(12.8)	-	-	-
중국	(8.3)	11.9	(11.0)	-	-	-	-	-	2.3	5.4	-	-	-
북미	(1.3)	1.5	1.6	-	-	-	-	-	6.5	2.5	-	-	-
유럽	14.2	11.1	(1.9)	-	-	-	-	-	9.0	11.3	-	-	-
기타	(15.3)	(13.7)	(15.0)	-	-	-	-	-	2.4	2.6	-	-	-
지역별 매출비중													
한국	12	13	13	-	-	-	-	-	17	14	-	-	-
중국	13	13	12	-	-	-	-	-	13	13	-	-	-
북미	28	28	29	-	-	-	-	-	28	28	-	-	-
유럽	37	35	36	-	-	-	-	-	30	32	-	-	-
기타	10	11	10	-	-	-	-	-	12	12	-	-	-
주요가정													
생산량	24,258	25,490	24,466	24,800	24,660	25,700	25,800	26,200	99,436	102,141	101,258	102,360	104,900
평균가격	66,334	66,904	71,747	66,985	67,012	67,276	69,693	67,763	66,911	68,227	66,475	67,946	69,303
평균원재료 투입단가	1,717	1,728	1,729	1,678	1,646	1,641	1,667	1,704	1,489	1,735	1,542	1,518	1,573
YoY													
생산량	(3.3)	(0.2)	(2.3)	2.4	1.7	0.8	5.5	5.6	6.2	2.7	(0.9)	1.1	2.5
평균가격	1.5	2.5	(1.5)	(3.6)	1.0	0.6	(2.9)	1.2	(2.8)	2.0	(2.6)	2.2	2.0
평균원재료 투입단가	1.2	(5.9)	0.6	(0.7)	(4.2)	(5.0)	(3.6)	1.5	(11.8)	16.5	(11.1)	(1.6)	3.6

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 글로벌 타이어업체 valuation 비교

(단위: x, %)

	굿이어	미셸린	브릿지스톤	컨티넨탈	스미토모	요코하마	CSR	한국	넥센	금호	평균
PER											
2016	8.2	11.5	12.4	13.1	11.8	17.9	14.9	8.2	7.6	NA	11.7
2017	10.0	12.7	13.9	15.1	11.6	11.1	30.7	11.3	9.6	NA	14.0
2018F	8.2	9.0	10.3	8.9	8.9	9.0	24.6	8.2	8.7	NA	10.7
2019F	7.2	8.0	10.2	8.6	8.2	7.5	19.8	7.4	7.7	NA	9.4
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	1.0	1.3	1.2	1.4	0.7	0.8	1.6	0.7	0.7	1.3	1.1
2019F	0.9	1.2	1.2	1.3	0.7	0.7	1.6	0.7	0.6	1.5	1.0
ROE											
2016	30.0	16.7	11.8	20.7	9.7	5.5	15.0	15.8	15.7	(3.2)	13.8
2017	7.6	15.6	12.4	19.8	10.6	11.0	6.5	9.7	9.9	(12.1)	9.1
2018F	12.6	14.6	12.5	16.6	7.9	9.4	7.0	9.2	7.8	(12.7)	8.5
2019F	13.7	15.2	11.6	15.5	8.1	10.7	8.3	9.3	8.2	(10.5)	9.0
EV/EBITDA											
2016	5.4	4.8	5.0	6.6	5.3	8.0	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	5.4	4.5	4.9	4.5	4.9	6.5	8.0	4.5	5.2	18.1	6.6
2019F	5.1	4.0	4.6	4.2	4.6	5.8	7.4	4.0	4.9	15.0	5.9
OPM											
2016	10.4	13.3	13.5	10.1	9.7	7.1	15.9	16.7	13.1	4.1	11.4
2017	7.9	12.0	11.5	10.3	7.7	8.4	7.5	11.6	9.4	(5.5)	8.1
2018F	8.1	12.5	11.2	9.1	7.0	8.5	8.0	11.0	8.7	(0.3)	8.4
2019F	8.7	12.9	11.8	9.7	7.0	9.7	8.7	11.6	8.7	1.5	9.0
EBITDA margin											
2016	15.1	20.0	19.1	14.9	16.5	13.0	25.7	24.2	20.7	11.7	18.1
2017	13.0	18.1	17.1	15.1	14.1	13.7	17.8	19.7	17.1	2.2	14.8
2018F	11.6	18.9	17.0	13.9	13.2	14.2	19.2	19.6	16.7	8.0	15.2
2019F	12.1	19.4	17.5	14.2	13.4	15.0	19.8	19.8	16.7	8.8	15.7
EPS 증감률											
2016	20.5	16.5	(6.6)	0.2	NA	(48.2)	3.8	33.2	38.8	NA	7.3
2017	(22.0)	10.6	10.8	(0.2)	14.4	NA	(58.2)	(31.4)	(25.3)	NA	(12.7)
2018F	(17.1)	(0.9)	7.2	(5.0)	(19.2)	NA	(1.9)	1.4	(15.5)	NA	(6.4)
2019F	13.2	12.3	1.1	4.1	8.5	20.2	23.9	10.5	13.4	NA	11.9
배당수익률											
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	2.6	4.2	3.8	3.5	4.6	3.0	3.8	1.1	1.1	NA	3.1
2019F	2.8	4.7	3.9	3.6	4.6	3.3	4.1	1.2	1.1	NA	3.3
배당성장											
2016	6.5	35.2	41.3	30.3	34.9	44.4	73.4	5.7	5.8	0.0	27.7
2017	31.8	34.6	39.5	30.2	30.2	24.9	105.3	8.3	8.2	0.0	31.3
2018F	21.0	38.0	39.7	31.6	41.2	27.4	93.6	8.8	9.2	0.0	31.0
2019F	20.2	37.4	40.3	31.3	38.0	25.0	80.7	8.8	8.4	1.0	29.1

주: 2019년 1월 4일 기준. EPS와 PER 평균은 금호타이어 제외  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

한국타이어는 국내 시장 1위(점유율 40%), 세계 시장 7위의 타이어 회사로 한국, 중국, 헝가리, 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%, 헝가리 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	3,665	3,683	3,959
현금성자산	465	694	841	730	872
매출채권및기타채권	1,184	1,254	1,239	1,280	1,338
재고자산	1,436	1,494	1,476	1,526	1,595
비유동자산	6,329	5,984	6,084	6,434	6,654
투자자산	1,102	1,117	1,104	1,141	1,192
유형자산	4,699	4,317	4,437	4,732	4,875
무형자산	146	196	193	200	209
자산총계	9,622	9,519	9,749	10,117	10,613
부채총계	2,447	2,274	2,161	2,053	2,023
유동부채	997	903	892	921	963
매입채무및기타채무	869	866	764	712	609
단기차입금및단기사채	383	368	368	325	325
비유동부채	1,214	871	766	763	762
사채	809	525	421	421	421
장기차입금및금융부채	266	214	214	207	200
부채총계	3,660	3,145	2,927	2,816	2,785
자본총계	5,949	6,359	6,801	7,272	7,792
지배주주지분	62	62	62	62	62
자본금	2,993	2,993	2,993	2,993	2,993
자본잉여금	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타자본	2,951	3,519	4,008	4,524	5,103
이익잉여금	12	15	21	28	36
비지배주주지분					
자본총계	5,961	6,374	6,822	7,300	7,827

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,218	852	1,127	1,075	1,256
당기순이익	879	606	558	610	711
유형자산감가상각비	489	531	556	585	614
무형자산상각비	14	18	20	21	22
자산부채변동	(237)	(370)	23	(112)	(65)
기타	73	67	(30)	(29)	(26)
투자활동현금흐름	(740)	(344)	(707)	(992)	(873)
유형자산투자	(723)	(472)	(703)	(906)	(787)
유형자산매각	39	39	27	26	29
투자자산순증	(33)	96	3	(45)	(75)
무형자산순증	(23)	(7)	(18)	(27)	(31)
기타	0	0	(16)	(40)	(9)
재무활동현금흐름	(650)	(282)	(273)	(194)	(241)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(600)	(228)	(204)	(100)	(108)
배당금지급	(50)	(54)	(50)	(62)	(87)
기타	0	0	(19)	(32)	(46)
기타현금흐름	(0)	3	0	0	0
현금의증가	(172)	229	147	(111)	142

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

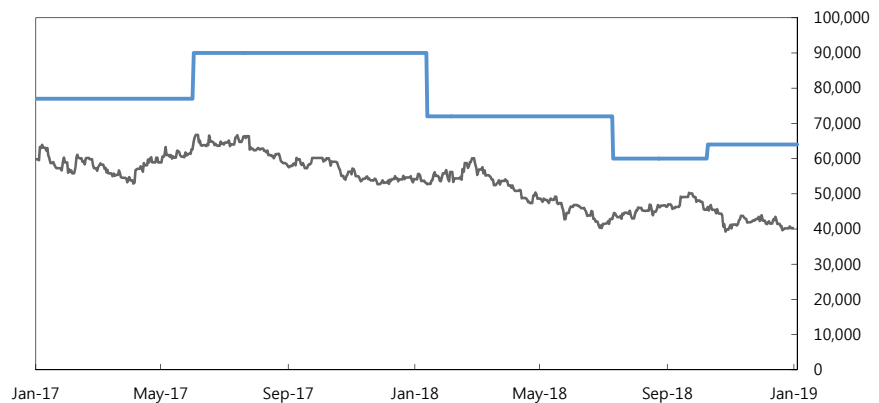
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,622	6,813	6,731	6,955	7,270
매출원가	4,045	4,492	4,654	4,743	4,853
매출총이익	2,577	2,320	2,077	2,212	2,417
판매관리비	1,474	1,527	1,361	1,451	1,527
영업이익	1,103	793	716	761	890
금융수익	117	130	131	130	131
이자수익	7	12	13	13	13
금융비용	206	145	174	171	169
이자비용	46	59	38	35	33
기타영업외손익	34	(72)	35	(5)	(5)
관계기업관련손익	45	36	36	36	36
세전계속사업이익	1,092	743	742	762	901
법인세비용	213	137	184	152	189
연결당기순이익	879	606	558	610	711
지배주주지분순이익	873	599	558	610	711
기타포괄이익	(9)	(141)	(47)	(45)	(60)
총포괄이익	870	466	511	565	651
지배주주지분포괄이익	865	459	505	558	643
EBITDA	1,606	1,343	1,293	1,366	1,526

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,047	4,837	4,507	4,923	5,744
BPS	48,036	51,340	54,913	58,717	62,908
DPS	400	400	500	700	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.0	2.9	(1.2)	3.3	4.5
영업이익증가율	24.7	(28.1)	(9.7)	6.2	17.0
순이익증가율	33.2	(31.4)	(6.8)	9.2	16.7
EPS증가율	33.2	(31.4)	(6.8)	9.2	16.7
EBITDA증가율	19.5	(16.4)	(3.7)	5.7	11.7
수익성(%)					
영업이익률	16.7	11.6	10.6	10.9	12.2
순이익률	13.2	8.8	8.3	8.8	9.8
EBITDA Margin	24.3	19.7	19.2	19.6	21.0
ROA	9.2	6.3	5.8	6.1	6.9
ROE	15.8	9.7	8.5	8.7	9.4
배당수익률	0.7	0.7	1.2	1.7	2.5
배당성향	5.7	8.3	11.1	14.2	17.4
안정성					
순차입금(십억원)	1,694	1,266	892	866	610
차입금/자본총계비율(%)	39.1	31.0	25.9	22.8	19.9
Valuation(X)					
PER	8.2	11.3	8.9	8.2	7.0
PBR	1.2	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.5	6.0	4.6	4.3	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국타이어(161390)	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	-23.3	-16.2
	2018.10.15	매수	64,000원	-33.8	-26.8
	2019.01.04	매수	55,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 6일 현재 한국타이어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 높게 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.