

2019. 5. 3

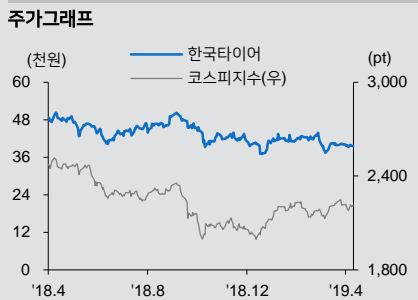


▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	42,000 원
현재주가 (5.2)	39,750 원
상승여력	5.7%
KOSPI	2,212.75pt
시가총액	49,240억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	57.12%
외국인비중	41.21%
52주 최고/최저가	50,400원/37,000원
평균거래대금	97.3억원
주요주주(%)	
한국타이어월드와이드 외 25 인	42.86
국민연금	7.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.8	-0.1	-21.1
상대주가	1.2	-5.4	-10.7



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,812.9	793.4	599.1	4,836	-31.4	51,331	8.2	0.8	4.6	9.7	31.0
2018	6,795.1	702.7	522.2	4,216	-12.8	54,616	9.4	0.7	4.5	7.9	22.5
2019E	6,971.3	675.2	535.5	4,323	2.6	58,364	9.2	0.7	4.5	7.6	20.8
2020E	7,248.7	738.9	601.6	4,857	12.3	62,416	8.2	0.6	4.2	8.0	19.3
2021E	7,409.1	759.6	621.8	5,019	3.3	66,547	7.9	0.6	4.1	7.8	18.2

한국타이어 161390

긍정요인 발현에도 부진한 실적 지속

- ✓ 1Q19, 시장기대치를 하회하는 부진한 분기 실적 기록
- ✓ UHPT 판매비중 증가, 연초 계획보다 빨라진 미국 테네시공장 BEP 달성, 독일 라이펜-물러 인수효과로 추가 외형성장 실현, 원자재 가격 하향 안정화 등의 긍정요인 발현에도, 판매량과 판매가격의 동반 감소에 따른 영향으로 수익성 악화 지속
- ✓ 기업가치 방향성 전환 위해서는 시장 수요환경 변화를 통한 매출증대가 필요하다고 판단. 적정주가를 42,000원으로 하향하며, 투자의견 Hold 유지

수익성 악화 지속, 1Q19 영업이익 시장기대치 -15% 하회

1Q19 매출은 1.64조원 (+2% YoY)으로 시장기대치를 -5% 하회했다. 판매물량 (-2.1% YoY)과 판매가격 (-1.0% YoY) 모두 전년동기 대비 감소했으며, 환율에 따른 매출 변동 폭 (-0.3% YoY)은 크지 않았다. 지난 4Q18부터 연결 반영되기 시작한 독일 유통업체 라이펜-물러 인수효과 (매출 +5.1% YoY 증가요인으로 작용)를 제외하면 실제 매출은 -3% YoY 감소했다고 산정된다.

판매물량 감소에 따른 가동률 악화와 판매가격 하락에 따른 고정비 부담 증가로 매출원가율이 2Q12 이후 처음으로 70%를 상회했다. 매출 하향정체 국면 속 판매관리비 또한 늘어났으며 (+9% YoY), 이에 따라 영업이익률은 두 분기 연속 10%를 하회했다 (16년 이후 영업이익률 하향세 지속 중: 12년 13.0%, 13년 14.6%, 14년 15.4%, 15년 13.8%, 16년 16.7%, 17년 11.6%, 18년 10.3%, 4Q18 8.4%, 1Q19 8.5%).

실적 및 주가 방향성 전환 위해서는 P + Q 변화 통한 매출성장 확인 필요

이번 1Q19 실적에서는 지난 2년간 기대를 모았던 긍정요인들이 모두 확인되었다.

- 1) UHPT 판매비중 증가 (중국 +3.6%p YoY, 북미 +4.7%p YoY, 유럽 +1.6%p YoY)
- 2) 지난 3월 미국 테네시공장 BEP 실현 (연초 전망이었던 5-6월보다 이른 시기)
- 3) 라이펜-물러 인수로 추가 외형성장 발현 (매출기여 4Q18 +6%/ 1Q19 +5% YoY)
- 4) 원자재 가격 하향 안정세 기록 (천연고무 -14% YoY, 합성고무 -4% YoY)

그러나 이 같은 긍정요인들도 판매감소/가격하락에 따른 고정비 증가 승수효과를 막기에는 충분하지 못했다. 실적 및 기업가치 방향성 전환을 위해서는 공급과잉의 시장환경 변화 및 경쟁완화 확인이 필요하다고 판단한다. 기대치를 하회한 1Q19 실적과 예상보다 낮은 판매회복 강도를 반영해 18년 EPS 추정치를 -5.2% 조정하며, 매출정체기 PER 9.0배를 적용해 적정주가를 42,000원으로 하향한다.

표1 판매량 및 판매가격 동반 감소로 수익성 악화 기록, 1Q19 영업이익 시장기대치 -15% 하회

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,642.5	1,609.1	2.1	1,725.2	-4.8	1,687.0	-2.6	1,657.0	-0.9
영업이익	140.1	184.8	-24.2	145.0	-3.4	163.9	-14.5	153.2	-8.5
세전이익	158.7	185.3	-14.3	124.1	27.8	163.1	-2.7	158.9	-0.1
순이익	105.8	153.3	-29.7	70.9	52.0	126.7	-14.9	120.8	-10.8
영업이익률(%)	8.5	11.5		8.4		9.7		9.2	
세전이익률(%)	9.7	11.5		7.2		9.7		9.6	
순이익률(%)	6.6	9.5		4.1		7.5		7.3	

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19년과 20년 연간 손익, 시장기대치를 하회할 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,971.3	7,116.2	-2.0	7,248.7	7,326.6	-1.1
영업이익	675.2	720.5	-6.3	738.9	797.2	-7.3
세전이익	732.6	755.6	-3.0	803.1	848.1	-5.3
순이익	535.5	585.0	-8.5	601.6	652.6	-7.8
영업이익률(%)	9.7	10.1	-0.4%p	10.2	10.9	-0.7%p
세전이익률(%)	10.5	10.6	-0.1%p	11.1	11.6	-0.5%p
순이익률(%)	7.7	8.2	-0.5%p	8.3	8.9	-0.6%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 부진한 1Q19 실적과 예상보다 낮은 판매회복 강도를 반영해 이익 추정치 하향

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	6,795.1	6,971.3	7,248.7
매출액 - 기존 추정	6,795.1	7,106.3	7,186.3
% change	0.0%	-1.9%	0.9%
영업이익 - 신규 추정	702.7	675.2	738.9
영업이익 - 기존 추정	702.7	714.3	747.3
% change	0.0%	-5.5%	-1.1%
세전이익 - 신규 추정	697.7	732.6	803.1
세전이익 - 기존 추정	697.7	767.6	812.6
% change	0.0%	-4.6%	-1.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	522.2	535.5	601.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	522.2	565.1	609.1
% change	0.0%	-5.2%	-1.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,216	4,323	4,857
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,216	4,562	4,917
% change	0.0%	-5.2%	-1.2%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원, 천본)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,609.1	1,705.4	1,755.4	1,725.2	1,642.5	1,767.3	1,786.5	1,774.9	6,795.1	6,971.3	7,248.7
(% YoY)	-1.8	2.3	-3.8	2.5	2.1	3.6	1.8	2.9	-0.3	2.6	4.0
타이어	1,537.5	1,675.9	1,647.2	1,657.8	1,494.0	1,608.2	1,643.6	1,650.7	6,518.5	6,396.6	6,668.8
(% YoY)	-4.7	2.1	-8.6	0.9	-2.8	-4.0	-0.2	-0.4	-2.7	-1.9	4.3
판매블룸 (천본)	24,258	25,490	24,466	24,665	23,646	25,868	25,080	25,027	98,879	99,621	102,214
(% YoY)	-3.3	-0.2	-2.3	1.9	-2.5	1.5	2.5	1.5	-1.0	0.8	2.6
ASP (원)	63,821	66,629	66,560	69,858	63,183	62,170	65,535	65,957	65,924	65,902	65,243
(% YoY)	0.8	9.5	-7.2	2.0	-1.0	-6.7	-1.5	-5.6	-1.7	0.0	-1.0
기타	71.6	29.5	108.1	67.4	148.5	159.1	142.9	124.2	276.6	574.7	579.9
(% YoY)	171.8	13.0	406.0	71.6	107.3	440.0	32.2	84.4	144.7	107.8	0.9
OP	184.8	185.3	187.5	145.0	140.1	178.8	183.0	173.3	702.7	675.2	738.9
(% YoY)	-20.4	-9.5	-13.6	4.0	-24.2	-3.5	-2.4	19.5	-11.4	-3.9	9.4
RP	185.3	225.7	162.6	124.1	158.7	202.6	185.4	185.9	697.7	732.6	803.1
(% YoY)	-10.4	6.1	-27.6	25.5	-14.3	-10.3	14.1	49.7	-6.1	5.0	9.6
NP	153.3	166.5	131.5	70.9	105.8	151.8	138.8	139.1	522.2	535.5	601.6
(% YoY)	-8.5	-5.1	-22.9	-17.1	-31.0	-8.8	5.5	96.2	-12.8	2.6	12.3
이익률 (%)											
OP margin	11.5	10.9	10.7	8.4	8.5	10.1	10.2	9.8	10.3	9.7	10.2
RP margin	11.5	13.2	9.3	7.2	9.7	11.5	10.4	10.5	10.3	10.5	11.1
NP margin	9.5	9.8	7.5	4.1	6.4	8.6	7.8	7.8	7.7	7.7	8.3
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,717	1,728	1,729	1,726	1,708	1,694	1,695	1,698	1,726	1,697	1,702
NR Input cost	1,652	1,582	1,516	1,467	1,413	1,455	1,460	1,470	1,554	1,450	1,460
SR Input cost	2,030	2,038	2,062	1,988	1,957	1,900	1,900	1,900	2,030	1,914	1,900

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 90년대 이후 네 차례에 걸친 매출 정체기 평균 PER	9.0배
한국타이어 2H19-1H20 EPS 추정치 (원, b)	4,693원
Fair Value (원, c = a x b)	42,237원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	42,000원
현재 주가 (5월 2일 기준 증가)	39,750원
괴리율 (%)	5.7%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어 (161390)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,812.9	6,795.1	6,971.3	7,248.7	7,409.1
매출액증가율 (%)	2.9	-0.3	2.6	4.0	2.2
매출원가	4,492.4	4,691.4	4,841.0	4,987.5	5,093.0
매출총이익	2,320.5	2,103.6	2,130.3	2,261.1	2,316.0
판매관리비	1,527.0	1,401.0	1,455.1	1,522.3	1,556.4
영업이익	793.4	702.7	675.2	738.9	759.6
영업이익률	11.6	10.3	9.7	10.2	10.3
금융손익	-14.6	-56.9	-37.8	-35.2	-32.5
종속/관계기업손익	36.1	38.0	37.6	39.5	41.4
기타영업외손익	-71.9	13.9	57.6	59.9	61.3
세전계속사업이익	743.0	697.7	732.6	803.1	829.8
법인세비용	136.6	167.3	188.7	192.7	199.2
당기순이익	606.5	530.4	543.9	610.3	630.7
지배주주지분 순이익	599.1	522.2	535.5	601.6	621.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	851.7	1,123.5	817.8	753.5	844.3
당기순이익(손실)	606.5	530.4	543.9	610.3	630.7
유형자산상각비	531.4	559.3	559.7	568.3	571.2
무형자산상각비	17.8	19.7	18.6	19.7	20.7
운전자본의 증감	-370.3	-96.4	-276.1	-413.9	-345.1
투자활동 현금흐름	-344.3	-594.8	-662.4	-583.2	-699.8
유형자산의증가(CAPEX)	-472.3	-323.6	-330.0	-350.0	-350.0
투자자산의감소(증가)	-7.1	-4.2	-57.5	-50.3	-49.3
재무활동 현금흐름	-281.7	-582.8	-70.3	-70.1	-52.8
차입금의 증감	-210.2	-201.9	-9.7	-9.6	7.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.8	-82.2	85.1	100.2	91.7
기초현금	465.3	694.2	612.0	697.1	797.4
기말현금	694.2	612.0	697.1	797.4	889.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,534.4	3,653.2	3,952.5	4,371.2	4,749.2
현금및현금성자산	694.2	612.0	697.1	797.4	889.1
매출채권	1,157.7	1,226.0	1,324.5	1,449.7	1,555.9
재고자산	1,494.4	1,598.5	1,673.1	1,812.2	1,963.4
비유동자산	5,984.3	6,143.3	6,116.3	6,097.2	6,066.4
유형자산	4,317.4	4,225.2	4,008.2	3,802.9	3,590.8
무형자산	195.5	366.0	423.5	473.8	523.1
투자자산	1,117.2	1,161.3	1,254.8	1,304.8	1,333.6
자산총계	9,518.8	9,796.4	10,068.8	10,468.4	10,815.6
유동부채	2,274.0	2,022.6	1,828.8	1,720.5	1,554.6
매입채무	382.7	423.3	376.4	289.9	296.4
단기차입금	866.4	811.5	803.4	795.3	803.3
유동성장기부채	367.7	32.3	30.7	29.2	28.9
비유동부채	871.3	983.5	985.4	991.3	992.8
사채	525.1	582.5	576.6	570.9	565.2
장기차입금	214.3	100.8	101.9	102.9	103.9
부채총계	3,145.3	3,006.1	2,814.3	2,711.9	2,547.4
자본금	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
자본잉여금	2,993.5	2,972.8	2,972.8	2,972.8	2,972.8
기타포괄이익누계액	-199.8	-239.3	-263.2	-315.8	-379.0
이익잉여금	3,519.0	3,995.9	4,484.1	5,038.7	5,613.6
비지배주주지분	14.8	24.8	24.8	24.8	24.8
자본총계	6,373.5	6,790.3	7,254.6	7,756.5	8,268.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	54,998	54,854	56,276	58,516	59,811
EPS(지배주주)	4,836	4,216	4,323	4,857	5,019
CFPS	11,396	11,094	8,831	9,424	9,602
EBITDAPS	10,838	10,347	10,119	10,711	10,910
BPS	51,331	54,616	58,364	62,416	66,547
DPS	400	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	9.4	9.2	8.2	7.9
PCR	3.5	3.6	4.5	4.2	4.1
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	1,342.6	1,281.7	1,253.5	1,326.9	1,351.5
EV/EBITDA	4.6	4.5	4.5	4.2	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	7.9	7.6	8.0	7.8
EBITDA 이익률	19.7	18.9	18.0	18.3	18.2
부채비율	31.0	22.5	20.8	19.3	18.2
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	1,352.9	1,232.0	1,195.3	1,320.5	1,354.9
매출채권회전율(x)	6.8	7.8	7.8	7.8	8.8
재고자산회전율(x)	4.6	4.4	4.3	4.2	3.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국타이어 (161390) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.19	기업브리프	Hold	54,000	김준성	17.4	23.5	
2017.08.09	기업브리프	Hold	54,000	김준성	14.5	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	-5.3	4.8	
2018.10.29	기업브리프	Hold	48,000	김준성	-10.9	4.8	
2019.05.03	기업브리프	Hold	42,000	김준성	-	-	