

2019. 7. 5



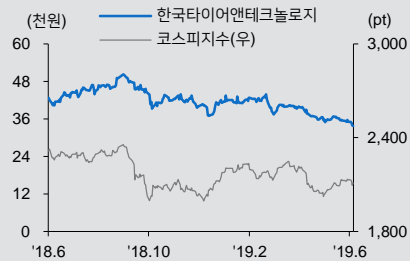
▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	37,000 원
현재주가 (7.4)	33,750 원
상승여력	9.6%
KOSPI	2,108.73pt
시가총액	41,808억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	57.12%
외국인비중	40.61%
52주 최고/최저가	50,300원/33,750원
평균거래대금	84.6억원
주요주주(%)	
한국테크놀로지그룹 외 25 인	42.86
국민연금공단	7.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	-16.3	-17.7
상대주가	-7.2	-20.2	-11.6

주가그래프



(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	7.0	0.7	4.1	9.7	31.0
2018	6,795.1	702.7	522.2	4,216	-12.8	54,616	8.0	0.6	3.9	7.9	22.5
2019E	6,878.6	615.1	488.7	3,945	-6.4	57,521	8.6	0.6	4.4	7.0	28.8
2020E	7,075.2	655.5	529.7	4,276	8.4	60,991	7.9	0.6	4.2	7.2	26.7
2021E	7,231.7	658.5	536.4	4,330	1.3	64,431	7.8	0.5	4.1	6.9	25.3

한국타이어앤테크놀로지

161390

부진한 영업지표, 낮아지는 실적 눈높이

- ✓ 2Q19 영업이익, 공급과잉과 경쟁심화에 따른 영업지표 부진으로 시장기대치 -20% 하회할 전망. 영업이익률 또한 IFRS 도입 이후 가장 낮은 수준을 기록할 예정
- ✓ 지속되어온 경쟁심화와 더불어 TBR 판매부진까지 이어지며 가격·수익성 Mix 훼손이 예상되며, 19년 연간 영업이익 또한 시장기대치를 -9% 하회할 전망
- ✓ 영업현황 부진 지속으로 19년/20년 EPS 추정치를 각각 -9%, -12% 하향하며, 이를 반영해 적정주가 37,000원으로 조정하고 투자 의견 Hold 유지

2Q19 영업이익, 시장기대치 -20% 하회 전망

2Q19 실적은 매출 1,75조원 (+2% YoY), 영업이익 1,385억원 (-25% YoY)이 예상되며, 영업이익률은 7.9%로 11년 연결 IFRS 실적공시 이후 가장 낮은 수준의 수익성이 기록될 전망이다. 과거 높은 수익성 실현의 근간이었던 유럽시장에서의 OE/RE 수요부진과 경쟁심화, 중국시장의 산업수요 감소세 지속으로 영업지표 악화가 이어지고 있으며, 3Q18 시작된 노후설비 폐기 및 신규설비 투자에 따른 감가상각비 증가 (약 +200억원 YoY) 영향이 지속되며, 부진한 실적 기록이 예상된다.

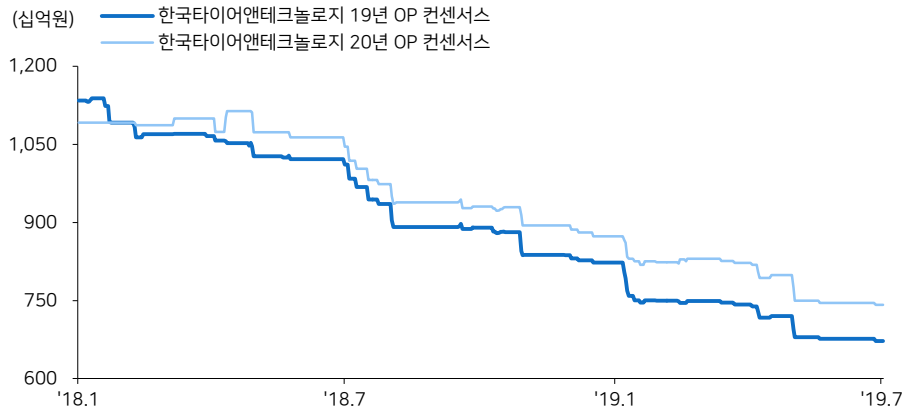
공급과잉/경쟁심화로 19년 연간 영업이익 또한 기대치 -9% 하회 전망

현재 동사를 둘러싼 영업환경은 1) 글로벌 타이어 공급과잉 상황 지속, 2) 중국 타이어업체의 신규 설비투자에 따른 미국시장 공급과잉 우려 증가, 3) 상품 내구성 강화에 따른 교체주기 연장, 4) 상대적으로 높은 ASP와 수익성을 보장했던 TBR 타이어 시장에서의 경쟁심화 (Tier 1 브랜드들과의 기술격차, Low-tier 브랜드들과의 가격격차 압력 증대 등)가 유지되고 있다. 이로 인한 가격 및 마진 Mix 악화로 부진한 실적흐름이 지속이 예상되는 상황이며, 19년 연간 이익추정치 눈높이 하향조정이 불가피하다.

신규 볼룸모델 OE 수주 부재로 현대차그룹 가동률 회복과도 디커플링

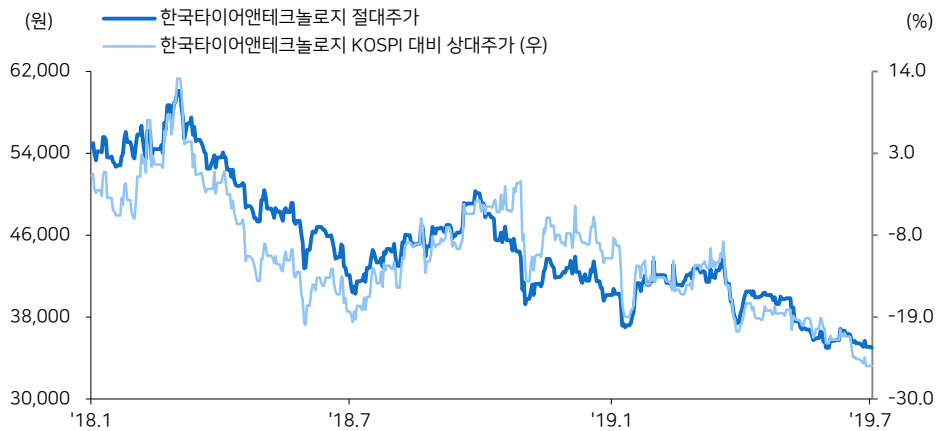
신차 출시 확대를 통해 주요시장 가동률 개선이 이루어지고 있는 현대차그룹과도 판매성과 측면에서 디커플링이 발생 중이다. 18-19년 주요 볼룸모델 신차에 대한 OE 수주 실적이 부재하며, 이에 따라 공급점유율 하락이 이어지고 있다. 영업환경 악화 지속으로 19년/20년 EPS 추정치를 각각 -9%, -12% 하향하며, 이를 반영해 적정주가 37,000원으로 조정하고 투자 의견 Hold를 유지한다.

그림1 19년 · 20년 영업이익의 시장기대치 하향조정 지속



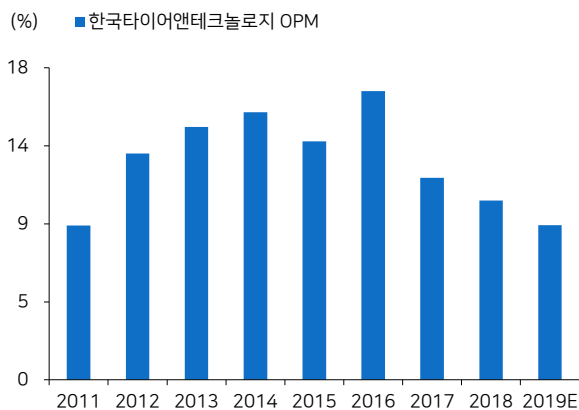
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 실적 눈높이 하향과 더불어 부진한 절대·상대주가 흐름 이어지고 있는 중



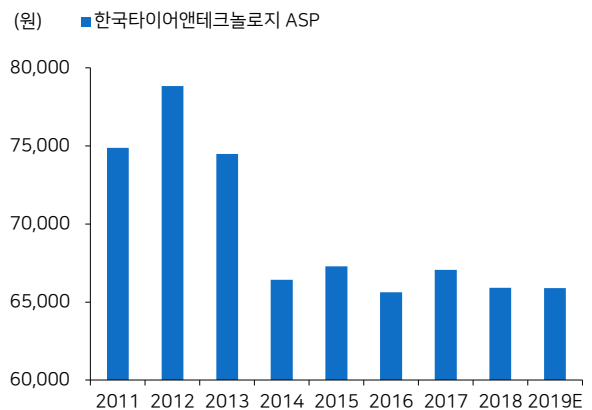
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 글로벌 공급과잉 · 경쟁심화로 수익성 악화 지속 중



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 판매가격 하향정체 국면 이어지고 있음



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 2Q19 영업이익, 시장기대치 -20% 하회할 전망

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,745.2	1,705.4	2.3	1,642.5	6.3	1,787.4	-2.4
영업이익	138.5	185.3	-25.2	140.6	-1.5	173.2	-20.0
세전이익	151.3	225.7	-33.0	159.0	-4.8	184.5	-18.0
지배순이익	114.3	166.5	-31.4	121.2	-5.7	147.1	-22.3
영업이익률 (%)	7.9	10.9		8.6		9.7	
세전이익률 (%)	8.7	13.2		9.7		10.3	
순이익률 (%)	6.6	9.8		7.4		8.2	

자료: Bloomberg, 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19년 연간 영업이익, 시장기대치 -9% 하회할 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,878.6	7,042.7	-2.3	7,075.2	7,265.9	-2.6
영업이익	615.1	672.6	-8.6	655.5	741.8	-11.6
세전이익	642.3	715.0	-10.2	695.6	797.1	-12.7
순이익	488.7	544.5	-10.2	529.7	606.4	-12.6
영업이익률 (%)	8.9	9.6	-0.6%p	9.3	10.2	-0.9%p
세전이익률 (%)	9.3	10.2	-0.8%p	9.8	11.0	-1.1%p
순이익률 (%)	7.1	7.7	-0.6%p	7.5	8.3	-0.9%p

자료: Bloomberg, 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 영업현황 악화 반영해 19년, 20년 EPS 추정치 각각 -9%, -12% 조정

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	6,795.1	6,878.6	7,075.2
매출액 - 기존 추정	6,795.1	6,971.3	7,248.7
% change	0.0%	-1.3%	-2.4%
영업이익 - 신규 추정	702.7	615.1	655.5
영업이익 - 기존 추정	702.7	675.2	738.9
% change	0.0%	-8.9%	-11.3%
세전이익 - 신규 추정	697.7	642.3	695.6
세전이익 - 기존 추정	697.7	732.6	803.1
% change	0.0%	-12.3%	-13.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	522.2	488.7	529.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	522.2	535.5	601.6
% change	0.0%	-8.7%	-12.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,216	3,945	4,276
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,216	4,323	4,857
% change	0.0%	-8.7%	-12.0%

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원, 천본)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,609.1	1,705.4	1,755.4	1,725.2	1,513.9	1,745.2	1,751.1	1,739.8	6,795.1	6,878.6	7,075.2
(% YoY)	-1.8	2.3	-3.8	2.5	-5.9	2.3	-0.2	0.8	-0.3	1.2	2.9
타이어	1,537.5	1,675.9	1,647.2	1,657.8	1,494.0	1,588.2	1,611.0	1,618.0	6,518.5	6,439.8	6,509.2
(% YoY)	-4.7	2.1	-8.6	0.9	-2.8	-5.2	-2.2	-2.4	-2.7	-1.2	1.1
판매볼륨 (천본)	24,258	25,490	24,466	24,665	23,646	25,598	25,080	24,629	98,879	98,953	100,786
(% YoY)	-3.3	-0.2	-2.3	1.9	-2.5	0.4	2.5	-0.1	-1.0	0.1	1.9
ASP (원)	63,821	66,629	66,560	69,858	63,183	62,041	64,234	65,696	65,924	65,902	64,584
(% YoY)	0.8	9.5	-7.2	2.0	-1.0	-6.9	-3.5	-6.0	-1.7	0.0	-2.0
기타	71.6	29.5	108.1	67.4	19.9	157.1	140.1	121.8	276.6	438.9	566.0
(% YoY)	171.8	13.0	406.0	71.6	-72.2	433.3	29.5	80.7	144.7	58.6	29.0
OP	184.8	185.3	187.5	145.0	140.6	138.5	170.1	165.9	702.7	615.1	655.5
(% YoY)	-20.4	-9.5	-13.6	4.0	-23.9	-25.2	-9.3	14.4	-11.4	-12.5	6.6
RP	185.3	225.7	162.6	124.1	159.0	151.3	163.3	168.7	697.7	642.3	695.6
(% YoY)	-10.4	6.1	-27.6	25.5	-14.2	-33.0	0.5	35.9	-6.1	-7.9	8.3
NP	153.3	166.5	131.5	70.9	121.2	114.3	126.8	126.0	522.2	488.7	529.7
(% YoY)	-8.5	-5.1	-22.9	-17.1	-20.9	-31.4	-3.5	77.8	-12.8	-6.4	8.4
이익률 (%)											
OP margin	11.5	10.9	10.7	8.4	9.3	7.9	9.7	9.5	10.3	8.9	9.3
RP margin	11.5	13.2	9.3	7.2	10.5	8.7	9.3	9.7	10.3	9.3	9.8
NP margin	9.5	9.8	7.5	4.1	8.0	6.6	7.2	7.2	7.7	7.1	7.5
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,717	1,728	1,729	1,726	1,708	1,711	1,714	1,717	1,726	1,711	1,718
NR Input cost	1,652	1,582	1,516	1,467	1,413	1,420	1,430	1,440	1,554	1,426	1,440
SR Input cost	2,030	2,038	2,062	1,988	1,957	1,950	1,950	1,950	2,030	1,952	1,950

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 2000년대 이후 매출성장 정체기 평균 1yr fwd P/E	9.0배
한국타이어엔테크놀로지 2H19/1H20 EPS 추정치 (원, b)	4,150원
Fair Value (원, c = a x b)	37,351원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	37,000원
현재 주가 (7월 4일 기준 증가)	33,750원
괴리율 (%)	9.6%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,812.9	6,795.1	6,878.6	7,075.2	7,231.7
매출액증가율 (%)	2.9	-0.3	1.2	2.9	2.2
매출원가	4,492.4	4,691.4	4,822.8	4,939.0	5,058.2
매출총이익	2,320.5	2,103.6	2,055.8	2,136.2	2,173.5
판매관리비	1,527.0	1,401.0	1,440.7	1,480.7	1,515.1
영업이익	793.4	702.7	615.1	655.5	658.5
영업이익률	11.6	10.3	8.9	9.3	9.1
금융손익	-14.6	-56.9	-68.2	-58.9	-56.3
중속/관계기업손익	36.1	38.0	37.7	39.6	41.6
기타영업외손익	-71.9	13.9	57.8	59.4	60.7
세전계속사업이익	743.0	697.7	642.3	695.6	704.5
법인세비용	136.6	167.3	145.4	157.4	159.4
당기순이익	606.5	530.4	497.0	538.2	545.1
지배주주지분 순이익	599.1	522.2	488.7	529.7	536.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	851.7	1,123.5	863.8	853.5	830.2
당기순이익(손실)	606.5	530.4	497.0	538.2	545.1
유형자산상각비	531.4	559.3	607.2	614.3	613.0
무형자산상각비	17.8	19.7	24.3	26.8	29.2
운전자본의 증감	-370.3	-96.4	-245.7	-309.0	-337.1
투자활동 현금흐름	-344.3	-594.8	-1,136.2	-744.7	-687.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-472.3	-323.6	-380.0	-360.0	-350.0
투자자산의 감소(증가)	-7.1	-4.2	-55.9	-43.2	-40.8
재무활동 현금흐름	-281.7	-582.8	412.0	-87.2	-53.1
차입금의 증감	-210.2	-201.9	230.4	-26.7	7.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.8	-82.2	144.7	21.6	89.5
기초현금	465.3	694.2	612.0	756.6	778.3
기말현금	694.2	612.0	756.6	778.3	867.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,534.4	3,653.2	4,037.6	4,266.6	4,635.6
현금및현금성자산	694.2	612.0	756.6	778.3	867.8
매출채권	1,157.7	1,226.0	1,306.9	1,415.0	1,518.7
재고자산	1,494.4	1,598.5	1,719.7	1,768.8	1,916.4
비유동자산	5,984.3	6,143.3	6,374.4	6,285.5	6,191.8
유형자산	4,317.4	4,225.2	4,288.7	4,035.3	3,769.5
무형자산	195.5	366.0	417.8	461.0	501.8
투자자산	1,117.2	1,161.3	1,238.1	1,273.5	1,301.7
자산총계	9,518.8	9,796.4	10,412.0	10,552.1	10,827.4
유동부채	2,274.0	2,022.6	2,279.9	1,987.4	1,835.3
매입채무	382.7	423.3	371.4	283.0	289.3
단기차입금	866.4	811.5	1,054.9	1,044.4	1,054.8
유동성장기부채	367.7	32.3	323.3	307.1	304.1
비유동부채	871.3	983.5	981.9	984.7	986.0
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	3,261.8	2,972.1	2,821.3
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	4,379.7	4,862.1	5,351.5
비지배주주지분	14.8	24.8	24.8	24.8	24.8
자본총계	6,373.5	6,790.3	7,150.2	7,580.0	8,006.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	54,998	54,854	55,529	57,116	58,379
EPS(지배주주)	4,836	4,216	3,945	4,276	4,330
CFPS	11,396	11,094	9,428	9,385	9,423
EBITDAPS	10,838	10,347	10,064	10,467	10,500
BPS	51,331	54,616	57,521	60,991	64,431
DPS	400	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	8.0	8.6	7.9	7.8
PCR	3.0	3.1	3.6	3.6	3.6
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	1,342.6	1,281.7	1,246.6	1,296.6	1,300.6
EV/EBITDA	4.1	3.9	4.4	4.2	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	7.9	7.0	7.2	6.9
EBITDA 이익률	19.7	18.9	18.1	18.3	18.0
부채비율	31.0	22.5	28.8	26.7	25.3
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	1,352.9	1,232.0	1,068.1	1,155.9	1,159.7
매출채권회전율(x)	6.8	7.8	7.8	7.8	8.8
재고자산회전율(x)	4.6	4.4	4.1	4.1	3.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 05일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	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 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국타이어앤테크놀로지 (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	-13.7	-5.1	
2019.07.05	기업브리프	Hold	37,000	김준성	-	-	