

2019. 8. 5



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 34,000 원

현재주가 (8.2) 30,150 원

상승여력 12.8%

KOSPI 1,998.13pt

시가총액 37,348억원

발행주식수 12,388만주

유동주식비율 57.12%

외국인비중 40.67%

52주 최고/최저가 50,300원/30,150원

평균거래대금 77.6억원

주요주주(%)

한국테크놀로지그룹 외 25 인 42.86

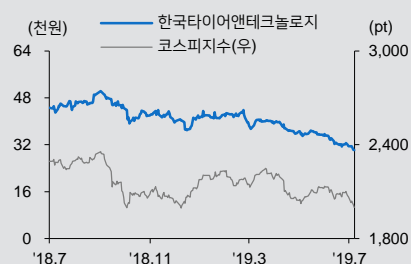
국민연금공단 7.06

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.2 -28.4 -31.3

상대주가 -7.9 -21.0 -22.0

주가그래프



한국타이어앤테크놀로지

161390

판매 감소, 재고 증가의 악순환

- ✓ 2Q19 영업이익, 전년동기 대비 -42% 감소했으며 시장기대치를 -31% 하회
- ✓ 이 같은 실적부진은 재고 증가에 따른 1) 가동률 하락 및 2) 재고 재평가 손실 영향. 공급과잉과/경쟁심화의 시장환경 속 여전히 재고 수준이 높다는 점 (70일 이상)을 고려했을 때, 단기적으로 유의미한 실적개선을 기대하기 어렵다고 판단
- ✓ 기대 이하의 판매성장 및 재고축적 상황을 반영해 19년/20년 EPS 추정치를 하향하며, 적정주가 또한 34,000원으로 하향. 투자 의견 Hold 유지

시장기대치를 큰 폭으로 하회하는 부진한 2Q19 실적 기록

매출 1,74조원 (+2.1% YoY, 이하 YoY)으로 우호적인 환율흐름에도 불구하고 판매볼륨 감소 (-7.6%) 영향으로 외형성장 하향정체 국면 지속. 독일 유통업체 라이펜몰러 인수효과 (18년 7월 인수, 4Q18 실적부터 합산 반영)를 제외하면 실제 2Q19 매출은 -4.3% 감소한 상황이며, 지난 3Q18 이후 4개 분기 연속 마이너스 성장 기록 중.

영업이익은 1,071억원 (-42.2%, 영업이익률 6.1%)으로 시장기대치를 -30.6% 하회. 매출원가율 72.0% (+4.1%p)를 기록했으며, 11년 이후 가장 높은 수준. 참고로 11년 당시 주요 원재료인 천연고무의 톤당 가격은 \$4,707이었으며, 지난 2Q19는 \$1,406. 원가부담이 낮아진 현 시점에서의 원가율 상승은 판매 감소, 재고 증가 및 가동률 하락이라는 영업지표 악순환에서 기인하고 있음.

지속적으로 낮아지는 실적 눈높이, 회복 가시성은 여전히 낮은 상황

이번 실적발표를 통해 동사는 19년 매출 및 영업이익 가이드를 기존 7.4조원과 7,500억원 (영업이익률 10.1%)에서 7.0조원과 6,000억원 내외 (영업이익률 8.0% 이상)로 하향. 실적에 대한 시장의 눈높이 조정 또한 지속 중이며, 당사는 19년 연간 매출 6.9조원 (+1.7%), 영업이익 5,337억원 (-24.0%, 영업이익률 7.7%)을 전망.

1) PCR (승용 타이어)을 넘어 TBR (트럭/버스 타이어)까지 확대되고 있는 Low-tier 브랜드 타이어의 범람과 공급과잉, 2) 이에 대응하는 High-tier 브랜드들의 상품성 (내구성, 사용기간) 강화와 수요축소라는 구조적인 경쟁심화 환경 속 동사의 영업 지표 악화 지속 중. 기대 이하의 판매성장 및 재고축적 상황을 반영해 19년, 20년 EPS 추정치를 각각 -10.7%, -8.5% 조정하며, 변경된 2H19-1H20 EPS 추정치에 기존 적정 PER (매출성장 정체기 평균 1yr forward PER 9.0배)를 적용해 적정주가 또한 34,000원으로 하향. 투자 의견 Hold 유지.

(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	6.2	0.6	3.7	9.7	31.0
2018	6,795.1	702.7	522.2	4,216	-12.8	54,616	7.2	0.6	3.6	7.9	22.5
2019E	6,907.5	533.7	436.6	3,525	-16.4	57,101	8.6	0.5	4.3	6.3	29.0
2020E	7,017.7	583.6	484.7	3,913	11.0	60,206	7.7	0.5	4.0	6.6	27.1
2021E	7,172.9	559.8	470.9	3,801	-2.8	63,117	7.9	0.5	4.0	6.1	25.9

표1 재고 증가에 따른 가동률 악화 및 평가손실 증가로 시장기대치를 큰 폭으로 하회하는 2Q19 실적 기록

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,741.9	1,705.4	2.1	1,642.5	6.1	1,767.6	-1.5	1,745.2	-0.2
영업이익	107.1	185.3	-42.2	140.6	-23.8	154.3	-30.6	138.5	-22.7
세전이익	133.9	225.7	-40.7	159.0	-15.8	165.1	-18.9	151.3	-11.5
순이익	100.9	166.5	-39.4	121.2	-16.7	125.9	-19.8	114.3	-11.7
영업이익률(%)	6.1	10.9		8.6		8.7		7.9	
세전이익률(%)	7.7	13.2		9.7		9.3		8.7	
순이익률(%)	5.8	9.8		7.4		7.1		6.6	

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19년과 20년 연간 손익, 시장기대치 하회 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,907.5	7,004.2	-1.4	7,017.7	7,227.0	-2.9
영업이익	533.7	636.7	-16.2	583.6	712.7	-18.1
세전이익	574.9	674.1	-14.7	637.2	753.2	-15.4
순이익	436.6	516.0	-15.4	484.7	578.7	-16.2
영업이익률(%)	7.7	9.1	-1.4%p	8.3	9.9	-1.5%p
세전이익률(%)	8.3	9.6	-1.3%p	9.1	10.4	-1.3%p
순이익률(%)	6.3	7.4	-1.0%p	6.9	8.0	-1.1%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 부진한 219 실적과 기대치를 하회하는 판매실적을 반영해 19년/20년 이익 추정치 하향

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	6,795.1	6,907.5	7,017.7
매출액 - 기존 추정	6,795.1	6,878.6	7,075.2
% change	0.0%	0.4%	-0.8%
영업이익 - 신규 추정	702.7	533.7	583.6
영업이익 - 기존 추정	702.7	615.1	655.5
% change	0.0%	-13.2%	-11.0%
세전이익 - 신규 추정	697.7	574.9	637.2
세전이익 - 기존 추정	697.7	642.3	695.6
% change	0.0%	-10.5%	-8.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	522.2	436.6	484.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	522.2	488.7	529.7
% change	0.0%	-10.7%	-8.5%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,216	3,525	3,913
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,216	3,945	4,276
% change	0.0%	-10.7%	-8.5%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 한타 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,609.1	1,705.4	1,755.4	1,725.2	1,642.5	1,741.9	1,777.1	1,746.1	6,795.1	6,907.5	7,017.7
(% YoY)	-1.8	2.3	-3.8	2.5	-5.9	2.1	1.2	1.2	-0.3	1.7	1.6
타이어	1,537.5	1,675.9	1,647.2	1,657.8	1,494.0	1,637.5	1,652.7	1,658.8	6,518.5	6,571.5	6,456.3
(% YoY)	-4.7	2.1	-8.6	0.9	-2.8	-2.3	0.3	0.1	-2.7	0.8	-1.8
판매볼륨 (천본)	24,258	25,490	24,466	24,665	23,646	24,400	25,080	24,629	98,879	97,755	99,558
(% YoY)	-3.3	-0.2	-2.3	1.9	-2.5	-4.3	2.5	-0.1	-1.0	-1.1	1.8
ASP (원)	63,821	66,629	66,560	69,858	63,183	67,110	65,897	67,351	65,924	65,902	64,850
(% YoY)	0.8	9.5	-7.2	2.0	-1.0	0.7	-1.0	-3.6	-1.7	0.0	-1.6
기타	71.6	29.5	108.1	67.4	19.9	104.4	124.4	87.3	276.6	336.0	561.4
(% YoY)	171.8	13.0	406.0	71.6	-72.2	254.5	15.0	29.6	144.7	21.5	67.1
OP	184.8	185.3	187.5	145.0	140.6	107.1	149.3	136.7	702.7	533.7	583.6
(% YoY)	-20.4	-9.5	-13.6	4.0	-23.9	-42.2	-20.4	-5.7	-11.4	-24.0	9.3
RP	185.3	225.7	162.6	124.1	159.0	133.9	142.5	139.5	697.7	574.9	637.2
(% YoY)	-10.4	6.1	-27.6	25.5	-14.2	-40.7	-12.4	12.4	-6.1	-17.6	10.8
NP	153.3	166.5	131.5	70.9	121.2	100.9	110.3	103.9	522.2	436.6	484.7
(% YoY)	-8.5	-5.1	-22.9	-17.1	-20.9	-39.4	-16.1	46.5	-12.8	-16.4	11.0
이익률 (%)											
OP margin	11.5	10.9	10.7	8.4	9.3	6.1	8.4	7.8	10.3	7.7	8.3
RP margin	11.5	13.2	9.3	7.2	10.5	7.7	8.0	8.0	10.3	8.3	9.1
NP margin	9.5	9.8	7.5	4.1	8.0	5.8	6.2	5.9	7.7	6.3	6.9
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,717	1,728	1,729	1,726	1,708	1,634	1,669	1,689	1,726	1,673	1,711
NR Input cost	1,652	1,582	1,516	1,467	1,413	1,406	1,593	1,600	1,554	1,503	1,500
SR Input cost	2,030	2,038	2,062	1,988	1,957	1,864	1,774	1,800	2,030	1,849	1,900

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표5 조정 EPS에 매출 정체기의 PER 9.0배를 적용해 적정주가 34,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 90년대 이후 네 차례에 걸친 매출 정체기 평균 PER	9.0배
한국타이어 2H19-1H20 EPS 추정치 (원, b)	3,823원
Fair Value (원, c = a x b)	34,316원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	34,000원
현재 주가 (8월 2일 기준 증가)	30,150원
괴리율 (%)	12.8%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,812.9	6,795.1	6,907.5	7,017.7	7,172.9
매출액증가율 (%)	2.9	-0.3	1.7	1.6	2.2
매출원가	4,492.4	4,691.4	4,899.8	4,965.4	5,110.3
매출총이익	2,320.5	2,103.6	2,007.7	2,052.3	2,062.6
판매관리비	1,527.0	1,401.0	1,474.0	1,468.8	1,502.8
영업이익	793.4	702.7	533.7	583.6	559.8
영업이익률	11.6	10.3	7.7	8.3	7.8
금융손익	-14.6	-56.9	-68.2	-58.9	-56.3
종속/관계기업손익	36.1	38.0	37.7	39.6	41.6
기타영업외손익	-71.9	13.9	71.7	72.9	74.5
세전계속사업이익	743.0	697.7	574.9	637.2	619.6
법인세비용	136.6	167.3	130.0	144.0	140.1
당기순이익	606.5	530.4	444.9	493.1	479.5
지배주주지분 순이익	599.1	522.2	436.6	484.7	470.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	851.7	1,123.5	787.3	828.3	753.3
당기순이익(손실)	606.5	530.4	444.9	493.1	479.5
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	-256.3	-275.5	-334.4
투자활동 현금흐름	-344.3	-594.8	-1,056.5	-729.0	-611.5
유형자산의증가(CAPEX)	-472.3	-323.6	-380.0	-360.0	-350.0
투자자산의감소(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	147.9	12.1	88.8
기초현금	465.3	694.2	612.0	759.8	771.9
기말현금	694.2	612.0	759.8	771.9	860.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,534.4	3,653.2	4,054.5	4,231.9	4,597.9
현금및현금성자산	694.2	612.0	759.8	771.9	860.7
매출채권	1,157.7	1,226.0	1,312.4	1,403.5	1,506.3
재고자산	1,494.4	1,598.5	1,726.9	1,754.4	1,900.8
비유동자산	5,984.3	6,143.3	6,379.6	6,275.1	6,181.3
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	1,243.4	1,263.2	1,291.1
자산총계	9,518.8	9,796.4	10,434.2	10,507.1	10,779.1
유동부채	2,274.0	2,022.6	2,353.1	2,041.8	1,951.9
매입채무	382.7	423.3	373.0	280.7	286.9
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	983.0	982.5	983.7
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	3,336.1	3,024.2	2,935.7
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	4,327.6	4,765.0	5,188.7
비지배주주지분	14.8	24.8	24.8	24.8	24.8
자본총계	6,373.5	6,790.3	7,098.1	7,482.8	7,843.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	54,998	54,854	55,762	56,651	57,904
EPS(지배주주)	4,836	4,216	3,525	3,913	3,801
CFPS	11,396	11,094	8,895	8,911	8,781
EBITDAPS	10,838	10,347	9,406	9,887	9,703
BPS	51,331	54,616	57,101	60,206	63,117
DPS	400	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	6.2	7.2	8.6	7.7	7.9
PCR	2.6	2.7	3.4	3.4	3.4
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDA	1,342.6	1,281.7	1,165.2	1,224.7	1,202.0
EV/EBITDA	3.7	3.6	4.3	4.0	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	7.9	6.3	6.6	6.1
EBITDA 이익률	19.7	18.9	16.9	17.5	16.8
부채비율	31.0	22.5	29.0	27.1	25.9
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	1,352.9	1,232.0	926.7	1,029.1	985.9
매출채권회전율(x)	6.8	7.8	7.8	7.8	8.8
재고자산회전율(x)	4.6	4.4	4.2	4.0	3.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 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)	
2017.10.23	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	-13.9	-5.1	
2019.07.05	기업브리프	Hold	37,000	김준성	-13.5	-7.4	
2019.08.05	기업브리프	Hold	34,000	김준성	-	-	