

2019. 11. 5

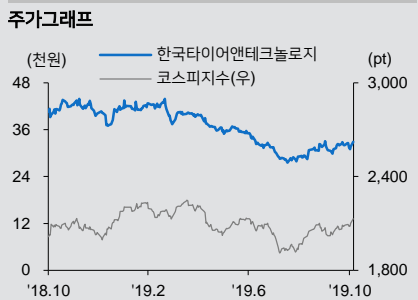


▲ 자동차/타이어
 Analyst 김준성
 02. 6454-4866
 joonsung.kim@meritz.co.kr
 RA 이다빈
 02. 6454-4882
 dabinn.lee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	36,000 원
현재주가 (11.4)	32,950 원
상승여력	9.3%
KOSPI	2,130.24pt
시가총액	40,817억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	56.75%
외국인비중	39.31%
52주 최고/최저가	43,900원/27,600원
평균거래대금	80.8억원
주요주주(%)	
한국테크놀로지그룹 외 25 인	43.24
국민연금공단	7.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	-17.3	-17.2
상대주가	1.5	-14.8	-18.5



(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	6.8	0.6	4.0	9.7	31.0
2018	6,795.1	702.7	522.2	4,216	-12.8	54,616	7.8	0.6	3.9	7.9	22.5
2019E	6,969.7	568.6	487.1	3,932	-6.7	57,974	8.4	0.6	4.2	7.0	25.9
2020E	7,040.1	580.9	489.1	3,948	0.4	61,133	8.3	0.5	4.2	6.6	24.2
2021E	7,224.8	600.6	509.9	4,116	4.3	64,377	8.0	0.5	4.0	6.5	23.0

한국타이어앤테크놀로지 161390

비용이슈 축소됐으나, 판매감소 우려 지속

- ✓ 3Q19 실적, 재고 감축에 따른 손익 정상화로 기대치 상회 영업이익 실현
- ✓ 비용우려 해소된 점은 긍정적, 그러나 어려운 영업환경의 지속으로 판매볼륨은 지속적인 감소세를 이어가고 있음 (18년 -3.2%, 1Q19 -2.1%, 2Q19 -4.3%, 3Q19 -3.4%)
- ✓ 추가적인 기업가치 개선을 위해서는 1) 현대/기아차 OE 공급재개, 2) 중국 산업수요 회복, 3) 국내 및 북미 TBR fleet 계약 확보 등을 통한 판매볼륨 성장전환이 필요
- ✓ 20년 EPS 추정치를 적용해 적정주가 36,000원으로 상향하나, 투자의견 Hold 유지

3Q19 실적, 재고 감축에 따른 손익 정상화로 기대치 상회 영업이익 실현

매출 1,832억원 (+4% YoY, 이하 YoY)으로 시장기대치에 부합. 판매볼륨 -3.4% 감소했으며, ASP는 전년동기 수준을 유지 (+0.1). 다만, 우호적 환율 효과 (+3.2%) 및 라이펜물러 (독일 유통망, 18년 7월 인수했으며 4Q18부터 연결실적에 반영) 인수 효과 (+3.2%)를 통해 매출 증가를 기록.

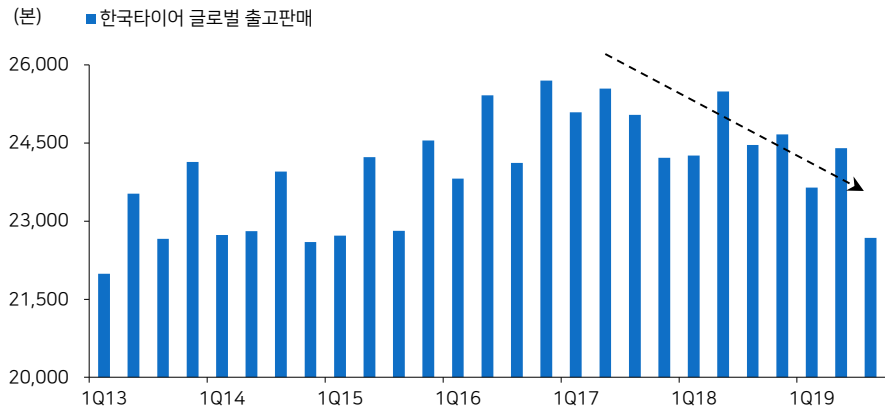
영업이익은 1,801억원 (-4%)으로 시장기대치를 +21% 상회 달성. 매출원가를 70.0% (+0.5%p)으로 재고 평가손실이 반영됐던 전분기 대비로는 개선됐으나 3분기 기준으로는 지난 11년 이후 가장 높은 수준을 기록. 영업이익률은 9.8% (-0.9%p)으로 물량 감소에 따른 가동률 부담으로 수익성 악화. 다만, 시장의 이익 눈높이를 크게 낮췄던 2Q19 재고 평가손실이 공장재고 감소 (2Q19 80일 중반대에서 3Q19 60일 후반대로 하락)를 통해 해소되며 기대치 상회 분기실적 실현.

어려운 영업환경 지속, 기업가치 개선 위해서는 판매 및 가동률 증대 필요

비용 우려의 해소로 기대치 이상의 분기 영업이익을 실현했으나, 전방수요 부진 및 경쟁심화에 따른 판매 감소는 지속 중 (18년 -3.2%, 1Q19 -2.1%, 2Q19 -4.3%, 3Q19 -3.4%). 판매환경 악화에 따른 가동률 축소로 공장 출하량 또한 부진이 지속되고 있음 (18년 -1.0%, 1Q19 -2.5%, 2Q19 -4.3%, 3Q19 -7.3%).

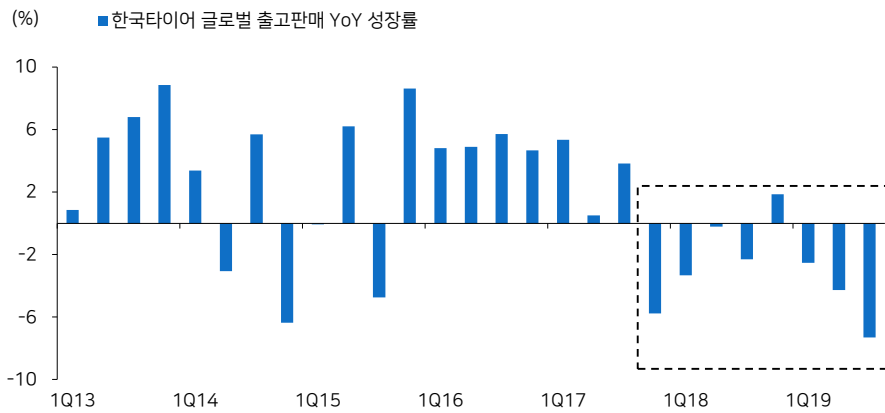
지난 2Q19 어려운 영업환경을 반영해 한 차례 하향 조정됐던 19년 연간 가이던스 (매출 7,020억원, 영업이익률 8.0%)는 실현 가능해 보이나, 이번 실적을 통해 20년 실적 눈높이의 상향 근거 확인은 어려운 상황. 추가적인 기업가치 개선을 위해서는 1) 현대/기아차 OE 공급재개, 2) 중국 산업수요 회복, 3) 국내 및 북미 TBR fleet 계약 확보 등을 통한 판매볼륨 성장전환이 필요하다고 판단. 적정주가는 일회성 비용 이슈가 부재할 20년 EPS 추정치 (기존 19년 EPS)에 매출정체기 1yr forward PER 9.0배를 적용해 36,000원으로 상향하나, 투자의견 Hold 유지.

그림1 수요부진 및 경쟁심화로 한국타이어 글로벌 출고판매 감소세 지속 중



자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 추가적인 기업가치 개선 위해서는 판매증가를 통한 가동률 개선 확인 필요



자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 가동률 축소에 따른 재고 감소로 비용 이슈 완화되며, 시장기대치를 상회하는 3Q19 영업이익 실현

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,833.2	1,755.4	4.4	1,740.6	5.3	1,786.9	2.6	1,777.1	3.2
영업이익	180.1	187.5	-4.0	105.7	70.3	149.3	20.6	149.3	20.7
세전이익	219.8	162.6	35.2	129.2	70.1	150.4	46.1	142.5	54.3
순이익	167.1	131.5	27.1	90.5	84.7	115.9	44.2	110.3	51.4
영업이익률(%)	9.8	10.7		6.1		8.4		8.4	
세전이익률(%)	12.0	9.3		7.4		8.4		8.0	
순이익률(%)	9.1	7.5		5.2		6.5		6.2	

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19년 연간 가이던스는 부합 예정이나, 20년 실적은 시장 기대치 하회 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,969.7	6,935.2	0.5	7,040.1	7,144.6	-1.5
영업이익	568.6	541.9	4.9	580.9	620.4	-6.4
세전이익	661.8	590.6	12.1	648.9	666.4	-2.6
순이익	487.1	443.6	9.8	489.1	515.5	-5.1
영업이익률(%)	8.2	7.8	0.3%p	8.3	8.7	-0.4%p
세전이익률(%)	9.5	8.5	1.0%p	9.2	9.3	-0.1%p
순이익률(%)	7.0	6.4	0.6%p	6.9	7.2	-0.3%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 기대 이상의 3Q19 실적 반영해 19년 손익 추정은 상향하나, 20년은 기존 추정 유지

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	6,795.1	6,969.7	7,040.1
매출액 - 기존 추정	6,795.1	6,907.5	7,017.7
% change	0.0%	0.9%	0.3%
영업이익 - 신규 추정	702.7	568.6	580.9
영업이익 - 기존 추정	702.7	533.7	583.6
% change	0.0%	6.5%	-0.5%
세전이익 - 신규 추정	697.7	661.8	648.9
세전이익 - 기존 추정	697.7	574.9	637.2
% change	0.0%	15.1%	1.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	522.2	487.1	489.1
지배주주 순이익 - 기존 추정	522.2	436.6	484.7
% change	0.0%	11.6%	0.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,216	3,932	3,948
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,216	3,525	3,913
% change	0.0%	11.6%	0.9%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원, 천본)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,609.1	1,705.4	1,755.4	1,725.2	1,642.5	1,656.7	1,833.2	1,753.5	6,795.1	6,969.7	7,040.1
(% YoY)	-1.8	2.3	-3.8	2.5	2.1	-2.9	4.4	1.6	-0.3	2.6	1.0
타이어	1,537.5	1,675.9	1,647.2	1,657.8	1,622.6	1,637.5	1,598.2	1,665.8	6,518.5	6,607.9	6,476.9
(% YoY)	-4.7	2.1	-8.6	0.9	5.5	-2.3	-3.0	0.5	-2.7	1.4	-2.0
판매볼륨 (천본)	24,258	25,490	24,466	24,665	23,646	24,400	22,681	24,316	98,879	95,043	96,159
(% YoY)	-3.3	-0.2	-2.3	1.9	-2.5	-4.3	-7.3	-1.4	-1.0	-3.9	1.2
ASP (원)	63,821	66,629	66,560	69,858	63,183	67,110	70,465	68,506	65,924	65,902	67,356
(% YoY)	0.8	9.5	-7.2	2.0	-1.0	0.7	5.9	-1.9	-1.7	0.0	2.2
기타	71.6	29.5	108.1	67.4	19.9	19.2	235.0	87.7	276.6	361.8	563.2
(% YoY)	171.8	13.0	406.0	71.6	-72.2	-34.7	117.3	30.1	144.7	30.8	55.7
OP	184.8	185.3	187.5	145.0	140.6	105.7	180.1	142.2	702.7	568.6	580.9
(% YoY)	-20.4	-9.5	-13.6	4.0	-23.9	-42.9	-4.0	-2.0	-11.4	-19.1	2.2
RP	185.3	225.7	162.6	124.1	159.0	131.0	219.8	152.0	697.7	661.8	648.9
(% YoY)	-10.4	6.1	-27.6	25.5	-14.2	-42.0	35.2	22.5	-6.1	-5.1	-1.9
NP	153.3	166.5	131.5	70.9	121.2	90.5	163.4	112.0	522.2	487.1	489.1
(% YoY)	-8.5	-5.1	-22.9	-17.1	-20.9	-45.7	24.3	58.0	-12.8	-6.7	0.4
이익률 (%)											
OP margin	11.5	10.9	10.7	8.4	8.6	6.4	9.8	8.1	10.3	8.2	8.3
RP margin	11.5	13.2	9.3	7.2	9.7	7.9	12.0	8.7	10.3	9.5	9.2
NP margin	9.5	9.8	7.5	4.1	7.4	5.5	8.9	6.4	7.7	7.0	6.9
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,717	1,728	1,729	1,726	1,708	1,634	1,637	1,630	1,726	1,670	1,714
NR Input cost	1,652	1,582	1,516	1,467	1,413	1,406	1,578	1,550	1,554	1,487	1,550
SR Input cost	2,030	2,038	2,062	1,988	1,957	1,864	1,800	1,800	2,030	1,855	1,850

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

표5 20년 EPS 추정 (기존 19년)에 매출 정체기 PER 9.0배 적용해 적정주가 36,000원으로 상향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 90년대 이후 네 차례에 걸친 매출 정체기 평균 PER	9.0배
한국타이어 2020 EPS 추정치 (원, b)	3,948원
Fair Value (원, c = a x b)	35,535원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	36,000원
현재 주가 (11월 4일 기준 증가)	32,950원
과리율 (%)	9.3%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,812.9	6,795.1	6,969.7	7,040.1	7,224.8
매출액증가율 (%)	2.9	-0.3	2.6	1.0	2.6
매출원가	4,492.4	4,691.4	4,945.5	4,983.0	5,109.0
매출총이익	2,320.5	2,103.6	2,024.2	2,057.1	2,115.9
판매관리비	1,527.0	1,401.0	1,455.6	1,476.3	1,515.3
영업이익	793.4	702.7	568.6	580.9	600.6
영업이익률	11.6	10.3	8.2	8.3	8.3
금융손익	-14.6	-56.9	-92.0	-71.9	-68.9
중속/관계기업손익	36.1	38.0	39.5	41.4	43.5
기타영업외손익	-71.9	13.9	145.7	98.6	101.1
세전계속사업이익	743.0	697.7	661.8	648.9	676.3
법인세비용	136.6	167.3	160.8	149.3	155.6
당기순이익	606.5	530.4	501.0	499.7	520.8
지배주주지분 순이익	599.1	522.2	487.1	489.1	509.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	851.7	1,123.5	-22.6	834.5	758.5
당기순이익(손실)	606.5	530.4	501.0	499.7	520.8
유형자산상각비	531.4	559.3	626.9	615.4	608.8
무형자산상각비	17.8	19.7	25.4	25.8	26.8
운전자본의 증감	-370.3	-96.4	-1,083.3	-261.6	-348.1
투자활동 현금흐름	-344.3	-594.8	-88.5	-741.0	-614.4
유형자산의증가(CAPEX)	-472.3	-323.6	-250.0	-300.0	-350.0
투자자산의감소(증가)	-7.1	-4.2	-32.4	-44.2	-43.2
재무활동 현금흐름	-281.7	-582.8	257.4	-85.7	-51.6
차입금의 증감	-210.2	-201.9	243.4	-26.7	7.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.8	-82.2	154.7	7.7	92.6
기초현금	465.3	694.2	612.0	766.7	774.4
기말현금	694.2	612.0	766.7	774.4	867.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,534.4	3,653.2	4,091.0	4,245.4	4,631.2
현금및현금성자산	694.2	612.0	766.7	774.4	867.0
매출채권	1,157.7	1,226.0	1,324.2	1,408.0	1,517.2
재고자산	1,494.4	1,598.5	1,742.4	1,760.0	1,914.6
비유동자산	5,984.3	6,143.3	6,174.9	6,003.1	5,921.2
유형자산	4,317.4	4,225.2	4,099.9	3,785.3	3,523.8
무형자산	195.5	366.0	390.6	434.8	478.1
투자자산	1,117.2	1,161.3	1,254.6	1,267.2	1,300.5
자산총계	9,518.8	9,796.4	10,265.9	10,248.5	10,552.3
유동부채	2,274.0	2,022.6	2,264.3	1,856.2	1,754.3
매입채무	382.7	423.3	376.4	281.6	289.0
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	795.3	794.7	798.6
사채	525.1	582.5	407.7	403.6	399.6
장기차입금	214.3	100.8	80.7	81.5	82.3
부채총계	3,145.3	3,006.1	3,059.6	2,650.9	2,552.8
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	4,435.9	4,879.8	5,344.8
비지배주주지분	14.8	24.8	24.8	24.8	24.8
자본총계	6,373.5	6,790.3	7,206.4	7,597.6	7,999.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	54,998	54,854	56,264	56,832	58,324
EPS(지배주주)	4,836	4,216	3,932	3,948	4,116
CFPS	11,396	11,094	9,611	8,848	8,933
EBITDAPS	10,838	10,347	9,856	9,866	9,979
BPS	51,331	54,616	57,974	61,133	64,377
DPS	400	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	7.8	8.4	8.3	8.0
PCR	2.9	3.0	3.4	3.7	3.7
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	1,342.6	1,281.7	1,220.9	1,222.1	1,236.2
EV/EBITDA	4.0	3.9	4.2	4.2	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	7.9	7.0	6.6	6.5
EBITDA 이익률	19.7	18.9	17.5	17.4	17.1
부채비율	31.0	22.5	25.9	24.2	23.0
금융비용부담률	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	1,352.9	1,232.0	1,087.9	1,129.5	1,165.3
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

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국타이어앤테크놀로지 (161390) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

