

2020. 5. 8



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이다빈

02. 6454-4882

dabin.lee@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월) 25,000 원

현재주가 (5.7) 20,700 원

상승여력 20.8%

KOSPI 1,928.61pt

시가총액 25,642억원

발행주식수 12,388만주

유동주식비율 56.37%

외국인비중 38.48%

52주 최고/최저가 38,950원/15,600원

평균거래대금 123.5억원

## 주요주주(%)

한국테크놀로지그룹 외 28 인 43.24

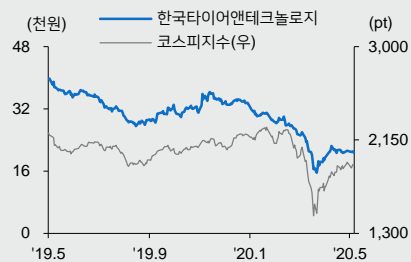
국민연금공단 8.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.0 -41.0 -45.8

상대주가 -6.3 -34.4 -38.8

## 주가그래프



## 한국타이어앤테크놀로지 161390

## COVID-19 영향 더해지며 실적부진 지속

- ✓ COVID-19 영향이 본격적으로 반영되기 시작하며 부진한 1Q20 실적을 기록했으며, 2Q20 또한 판매볼륨이 -29% 감소하며 실적훼손이 불가피
- ✓ 3Q20 이후 COVID-19 영향 완화에 의한 영업 정상화와 낮아진 원자재 가격의 반영이 이루어진다면, 업종 전반의 기초적 기업가치 회복에 동행할 수 있을 전망
- ✓ 다만, 경쟁심화와 누적 재고증가로 인한 구조적 판매감소세가 이어지고 있어 회복 국면에서도 업종 내 상대매력은 열위라고 판단. 기존 Hold 투자 의견 유지

## 1Q20 Review: COVID-19 영향으로 매출 -13%, 영업이익 -25% 감소

매출 1,43조원 (-13% YoY, 이하 YoY)으로 시장기대치를 -8% 하회했다. 평균 환율 약세 (+2.4%)가 매출 상향요인으로 작용했으나, 판매가격 정체 (+0.2%) 및 판매볼륨 감소 (-13.4%)로 연결매출이 부진했다. 지속적인 판매감소세 (18년 -3%, 1Q19 -2%, 2Q19 -8%, 3Q19 -3%, 4Q19 -5%)에, COVID-19 영향이 더해진 모습이다.

영업이익은 1,059억원 (-25%)로 낮아진 시장기대치에 부합했다. 매출감소에 따른 고정비 부담 증가로 매출원가율이 악화 (+1.2%p)됐으나, 광고선전비 및 기타 변동비 축소를 통한 판관비 감축으로 극단적 손익훼손을 방어했다. 1Q20 판관비는 2,958억원으로 과거 5년 평균 1분기 판관비 3,309억원 대비 낮은 수준이다.

## COVID-19 회복 국면 발현되어도 업종 내 상대매력 열위

4월 판매볼륨 -40% 감소했으며, 2Q20 기준 -29% 수준의 감소가 예상된다. 3Q20 이후 COVID-19 영향 완화에 의한 영업 정상화와 낮아진 원자재 가격의 반영이 이루어진다면, 업종 전반의 기초적 기업가치 회복에 동행할 수 있을 전망이다.

다만, 회복 국면에서도 업종 내 상대매력은 열위라고 판단한다. 한국타이어의 판매볼륨은 지속적으로 우하향해왔다. 이는 1) 낮은 진입장벽에 따른 저가 타이어 범람과 경쟁심화 (산업 내 누적재고 증가), 2) 이에 대한 대응기재로 Tier 1-2 타이어업체들의 상품성 개선 노력과 이로 인한 제품 내구성 상향으로 소비 교체주기 연장, 3) 현대차그룹에 대한 지속적 공급점유율 감소 때문이다. 1Q20 기말 기준 한국타이어의 재고는 수요시장 영업중단으로 역대 최대 수준으로 상승했으며, 이는 경쟁업체도 마찬가지이다. COVID-19 이후에도 점유율 차별화가 수반된 수요 회복을 누릴 수 없다면, 시장 전반의 확대된 재고 환경에서 예년 수준의 수익성을 기록하기 어렵다. 20년/21년 EPS 추정을 각각 -45%, -4% 조정하며, 이를 반영해 적정주가를 25,000원으로 하향한다. 투자 의견 또한 기존 Hold 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	6,795.1	702.7	522.2	4,216	-12.8	54,616	4.9	0.4	2.7	7.9	22.5
2019	6,883.3	544.0	419.5	3,387	-19.7	57,774	6.1	0.4	2.6	6.0	20.2
2020E	6,213.5	448.5	266.2	2,149	-36.6	59,239	9.6	0.3	3.2	3.7	24.6
2021E	6,999.0	581.4	479.3	3,870	80.1	62,373	5.3	0.3	2.8	6.3	23.4
2022E	7,258.2	599.1	498.4	4,023	4.0	65,591	5.1	0.3	2.6	6.3	20.9

표1 매출감소로 원가율은 악화되었으나, 판관비 감축을 통해 낮아진 시장기대치에 부합하는 1Q20 영업이익 실현

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,435.8	1,642.5	-12.6	1,665.0	-13.8	1,567.1	-8.4	1,487.5	-3.5
영업이익	105.9	140.6	-24.7	117.2	-9.7	106.3	-0.4	103.8	2.0
세전이익	182.0	159.0	14.5	80.1	127.3	112.0	62.5	108.2	68.3
순이익	n.a	121.2	n.a	29.2	n.a	83.1	n.a	79.8	n.a
영업이익률(%)	7.4	8.6		7.0		6.8		7.0	
세전이익률(%)	12.7	9.7		4.8		7.1		7.3	
순이익률(%)	n.a	7.4		1.8		5.3		5.4	

자료: Bloomberg, 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표2 COVID-19 회복국면에서 업종 내 상대 매력도 열위, 20년 실적 시장 기대치 하회 전망

(십억원)	2020E			2021E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,213.5	6,553.6	-5.2	6,999.0	6,899.5	1.4
영업이익	448.5	478.6	-6.3	581.4	587.7	-1.1
세전이익	437.3	513.5	-14.8	635.9	638.8	-0.5
순이익	266.2	388.0	-31.4	479.3	482.4	-0.6
영업이익률(%)	7.2	7.3	-0.1%p	8.3	8.5	-0.2%p
세전이익률(%)	7.0	7.8	-0.8%p	9.1	9.3	-0.2%p
순이익률(%)	4.3	5.9	-1.6%p	6.8	7.0	-0.1%p

자료: Bloomberg, 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표3 판매볼륨의 지속적 감소 반영하여 20년, 21년 실적 추정치 하향 조정

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	6,883.3	6,213.5	6,999.0
매출액 - 기존 추정	6,883.3	7,040.1	7,224.8
% change	0.0%	-11.7%	-3.1%
영업이익 - 신규 추정	544.0	448.5	581.4
영업이익 - 기존 추정	544.0	580.9	600.6
% change	0.0%	-22.8%	-3.2%
세전이익 - 신규 추정	589.9	437.3	635.9
세전이익 - 기존 추정	589.9	648.9	661.3
% change	0.0%	-32.6%	-3.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	419.5	266.2	479.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	419.5	489.1	496.9
% change	0.0%	-45.6%	-3.5%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,387	2,149	3,870
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,387	3,932	4,011
% change	0.0%	-45.4%	-3.5%

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,642.5</b>	<b>1,740.6</b>	<b>1,835.3</b>	<b>1,665.0</b>	<b>1,435.8</b>	<b>1,324.0</b>	<b>1,710.8</b>	<b>1,743.0</b>	<b>6,883.3</b>	<b>6,213.5</b>	<b>6,999.0</b>
(% YoY)	2.1	2.1	4.6	-3.5	-12.6	-23.9	-6.8	4.7	1.3	-9.7	12.6
타이어	1,622.6	1,721.3	1,716.7	1,678.4	1,433.8	1,204.8	1,573.9	1,621.0	6,738.9	5,833.6	6,571.0
(% YoY)	5.5	2.7	4.2	1.2	-11.6	-30.0	-8.3	-3.4	3.4	-13.4	12.6
판매볼륨 (천본)	23,646	24,400	22,681	22,148	20,753	17,366	22,172	23,065	92,875	83,356	92,219
(% YoY)	-2.5	-4.3	-7.3	-10.2	-12.2	-28.8	-2.2	4.1	-6.1	-10.2	10.6
ASP (원)	71,227	76,546	70,066	67,898	69,090	69,381	70,987	70,277	72,559	69,984	71,255
(% YoY)	11.6	14.9	5.3	-2.8	-3.0	-9.4	1.3	3.5	10.1	-3.5	1.8
기타	19.9	19.2	118.6	-13.4	1.9	119.2	136.9	122.0	144.4	380.0	428.0
(% YoY)	-72.2	-34.7	9.7	-119.8	-90.3	519.1	15.4	-1,012.1	-47.8	163.2	12.6
<b>OP</b>	<b>140.6</b>	<b>105.7</b>	<b>180.4</b>	<b>117.2</b>	<b>105.9</b>	<b>60.1</b>	<b>159.0</b>	<b>123.6</b>	<b>544.0</b>	<b>448.5</b>	<b>581.4</b>
(% YoY)	-23.9	-42.9	-3.8	-19.2	-24.7	-43.2	-11.9	5.4	-22.6	-17.5	29.6
<b>RP</b>	<b>159.0</b>	<b>131.0</b>	<b>219.9</b>	<b>80.1</b>	<b>182.0</b>	<b>32.9</b>	<b>134.9</b>	<b>87.4</b>	<b>589.9</b>	<b>437.3</b>	<b>635.9</b>
(% YoY)	-14.2	-42.0	35.2	-35.5	14.5	-74.9	-38.6	9.2	-15.5	-25.9	45.4
<b>NP</b>	<b>121.2</b>	<b>90.5</b>	<b>178.7</b>	<b>29.2</b>	<b>79.2</b>	<b>23.1</b>	<b>100.0</b>	<b>63.9</b>	<b>419.5</b>	<b>266.2</b>	<b>479.3</b>
(% YoY)	-20.9	-45.7	35.9	-58.9	-34.7	-74.5	-44.0	119.0	-19.7	-36.6	80.1
<b>이익률 (%)</b>											
OP margin	8.6	6.1	9.8	7.0	7.4	4.5	9.3	7.1	7.9	7.2	8.3
RP margin	9.7	7.5	12.0	4.8	12.7	2.5	7.9	5.0	8.6	7.0	9.1
NP margin	7.4	5.2	9.7	1.8	5.5	1.7	5.8	3.7	6.1	4.3	6.8
<b>재료비 가정 (톤/달러)</b>											
Blended input cost	1,708	1,634	1,637	1,644	1,522	1,649	1,669	1,680	1,672	1,665	1,697
NR Input cost	1,413	1,406	1,578	1,575	1,434	1,500	1,520	1,520	1,493	1,494	1,520
SR Input cost	1,957	1,864	1,800	1,798	1,736	1,630	1,700	1,750	1,855	1,704	1,800

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표5 2H20-1H21 EPS 추정치에 적정 PER 8.3배 적용, 적정주가 25,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 Peer그룹 20년/21년 평균 PER 9.1배에 10% 할인 적용	8.3배
2H20-1H21 EPS 추정치 (원, b)	3,065원
Fair Value (원, c = a x b)	25,439원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>25,000원</b>
현재 주가 (5월 7일 기준 증가)	20,700원
<b>괴리율 (%)</b>	<b>20.8%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 한국타이어앤테크놀로지 (161390)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	6,795.1	6,883.3	6,213.5	6,999.0	7,258.2
매출액증가율 (%)	-0.3	1.3	-9.7	12.6	3.7
매출원가	4,691.4	4,961.1	4,530.6	4,969.1	5,157.0
매출총이익	2,103.6	1,922.2	1,683.0	2,029.9	2,101.2
판매관리비	1,401.0	1,378.2	1,234.4	1,448.5	1,502.2
영업이익	702.7	544.0	448.5	581.4	599.1
영업이익률	10.3	7.9	7.2	8.3	8.3
금융손익	-56.9	-88.7	-106.4	-81.1	-78.3
종속/관계기업손익	38.0	46.0	37.8	42.0	43.2
기타영업외손익	13.9	88.7	57.4	93.6	97.1
세전계속사업이익	697.7	589.9	437.3	635.9	661.1
법인세비용	167.3	160.3	162.0	146.2	152.1
당기순이익	530.4	429.6	275.3	489.6	509.1
지배주주지분 순이익	522.2	419.5	266.2	479.3	498.4

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,653.2	4,113.7	4,411.2	4,814.7	5,210.7
현금및현금성자산	612.0	877.6	807.8	909.9	1,016.2
매출채권	1,226.0	1,257.0	1,491.2	1,539.8	1,669.4
재고자산	1,598.5	1,725.4	1,833.0	2,029.7	2,104.9
비유동자산	6,143.3	6,050.9	5,904.4	5,923.7	5,831.5
유형자산	4,225.2	4,105.5	3,882.2	3,613.4	3,312.0
무형자산	366.0	340.5	387.5	433.3	478.1
투자자산	1,161.3	1,200.6	1,149.5	1,294.8	1,342.8
자산총계	9,796.4	10,164.6	10,315.6	10,738.4	11,042.2
유동부채	2,022.6	2,131.1	1,795.6	1,781.9	1,742.8
매입채무	423.3	348.5	248.5	280.0	290.3
단기차입금	811.5	710.9	703.8	710.9	675.3
유동성장기부채	32.3	351.2	368.8	365.1	361.4
비유동부채	983.5	846.3	1,151.3	1,199.6	1,143.9
사채	582.5	345.3	690.6	690.6	621.5
장기차입금	100.8	46.3	46.8	47.2	44.9
부채총계	3,006.1	2,977.4	2,946.9	2,981.4	2,886.7
자본금	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
자본잉여금	2,972.8	2,972.8	2,972.8	2,972.8	2,972.8
기타포괄이익누계액	-239.3	-190.2	-228.2	-273.8	-328.6
이익잉여금	3,995.9	4,343.7	4,563.3	4,997.1	5,450.4
비지배주주지분	24.8	30.5	30.5	30.5	30.5
자본총계	6,790.3	7,187.2	7,368.7	7,757.0	8,155.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,123.5	760.3	366.7	710.9	784.3
당기순이익(손실)	530.4	429.6	275.3	489.6	509.1
유형자산상각비	559.3	606.4	631.2	622.9	601.4
무형자산상각비	19.7	25.2	23.0	24.2	25.2
운전자본의 증감	-96.4	-335.0	-608.3	-410.0	-332.4
투자활동 현금흐름	-594.8	-241.3	-737.0	-556.9	-511.7
유형자산의증가(CAPEX)	-323.6	-272.2	-400.0	-350.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-6.4	-47.0	-45.8	-44.8
재무활동 현금흐름	-582.8	-244.8	300.5	-51.9	-166.4
차입금의 증감	-201.9	-130.0	10.5	3.4	-39.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-82.2	265.6	-69.8	102.1	106.3
기초현금	694.2	612.0	877.6	807.8	909.9
기말현금	612.0	877.6	807.8	909.9	1,016.2

## Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	54,854	55,566	50,160	56,501	58,593
EPS(지배주주)	4,216	3,387	2,149	3,870	4,023
CFPS	11,094	10,682	7,871	9,049	9,015
EBITDAPS	10,347	9,490	8,902	9,917	9,894
BPS	54,616	57,774	59,239	62,373	65,591
DPS	450	450	450	450	450
배당수익률(%)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	4.9	6.1	9.6	5.3	5.1
PCR	1.9	1.9	2.6	2.3	2.3
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	1,281.7	1,175.6	1,102.8	1,228.5	1,225.6
EV/EBITDA	2.7	2.6	3.2	2.8	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	6.0	3.7	6.3	6.3
EBITDA 이익률	18.9	17.1	17.7	17.6	16.9
부채비율	22.5	20.2	24.6	23.4	20.9
금융비용부담률	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	1,232.0	948.8	628.4	812.8	891.9
매출채권회전율(x)	7.8	7.8	7.8	8.8	9.8
재고자산회전율(x)	4.4	4.1	3.5	3.6	3.5

## 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국타이어앤테크놀로지 (161390) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	53,000	김준성	-15.5	-10.6	
2018.07.04	산업브리프	Trading Buy	48,000	김준성	-5.3	4.8	
2018.10.18	기업브리프	Hold	48,000	김준성	-13.9	-2.4	
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	-10.6	-2.6	
2019.11.05	기업브리프	Hold	36,000	김준성	-22.6	1.0	
2020.05.08	기업브리프	Hold	25,000	김준성	-	-	