

2021. 2. 8



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA **이다빈**
02. 6454-4882
dabin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 52,000 원

현재주가 (2.5) 45,050 원

상승여력 15.4%

KOSPI	3,120.63pt
시가총액	55,806억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	55.23%
외국인비중	40.80%
52주 최고/최저가	46,550원/15,600원
평균거래대금	216.9억원

주요주주(%)	
한국테크놀로지그룹 외 30 인	43.24
국민연금공단	8.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.8	56.2	56.7
상대주가	12.9	15.7	8.7

주가그래프



한국타이어앤테크놀로지 161390

시장 기대치 상회 분기 실적 기록

- ✓ 비우호적 환율 불구, 주요 시장 수요 회복 및 RE 시장 판매 점유율 상승 통해 전년 동기 대비 높은 매출·영업이익 성장 실현
- ✓ 2nd 브랜드의 성공적 안착 특히 인상적 (20년 연간 2nd 판매 성장률 +32%, 1st 브랜드 판매 성장률 +8%)
- ✓ 투자조건 Buy 유지하며, 21년 조정 EPS에 Global Peer Group의 21년 평균 PER 적용하여 적정주가 52,000원으로 상향

기대 이상의 판매 회복 통해, 시장 기대치 +60% 상회 영업이익 실현

4Q20 매출 1.77조원 (+6% YoY, 이하 YoY)으로 시장 기대치에 부합했다. 비우호적 환율 (-2.7%)과 판매가격 정체 (-0.1%)가 매출 감소 요인으로 작용하였으나, RE 중심 판매 회복 (+6.2%)을 통해 두 분기 연속 YoY 매출 성장을 기록했다. C19 영향 지속으로 OE 판매 부진 지속됐으나, RE 수요 회복을 견인한 2nd 브랜드 Laufenn의 판매성장이 인상적이다. 지난 20년 연간 1st 브랜드의 판매 성장률이 +8%를 기록한 반면, 2nd 브랜드의 판매 성장률은 +32%에 달했다.

영업이익은 2,276억원 (+94%)으로 시장 기대치를 +24% 상회했다. 기대 이상의 매출 증가가 실현된 가운데, 매출원가의 70~80%를 구성하는 원자재 투입비용이 낮아진 결과이다. 원자재 투입비용은 스팟가격을 약 4개월 후행하며, 지난 2Q20~3Q20 낮아졌던 매입가격을 반영해, 매출원가율이 67.2% (-5.0%p)로 개선됐다. 영업이익률은 12.9% (+5.9%p)으로 두 분기 연속 10%를 상회했다.

2nd 브랜드의 성공적 안착, 판매 점유율 개선 및 생산 가동률 방어 기재

글로벌 타이어 시장에서 저가 2nd 브랜드인 Laufenn의 판매성장이 고무적이다. 저가 타이어 시장 내에서 상대적으로 높은 품질을 찾는 소비자들에게 성공적으로 안착하는 모습이다. Laufenn의 성장은 1) 저가 타이어 시장 확대에 대한 대응 기재 (판매 점유율 및 생산 가동률)이자, 2) 브랜드 이원화를 통한 기존 1st 브랜드의 상품성 (판매가격) 유지 기재로 판단한다.

21년 EPS 추정치를 +6.2% 조정하며, 이에 Global Peer Group 21년 평균 PER 11.2배를 적용해 적정주가를 52,000원으로 상향한다. 전일 종가 대비 +15.4%의 상승여력이 존재하며, 투자의견 Buy를 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	10.7	0.8	5.0	7.9	22.5
2019	6,883.3	544.0	419.5	3,387	-19.7	57,774	13.3	0.8	5.2	6.0	20.2
2020P	6,454.0	628.5	370.0	2,987	-11.8	59,541	15.1	0.8	4.6	5.1	22.3
2021E	7,304.8	722.2	577.9	4,665	56.2	63,472	9.7	0.7	4.3	7.6	21.0
2022E	7,874.6	798.8	639.0	5,159	10.6	67,830	8.7	0.7	4.0	7.8	18.3

표1 비우호적 환율에도 불구하고 RE 시장 점유율 확대로 시장기대치 +24% 상회하는 4Q20 영업이익 실현

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,767.7	1,665.0	6.2	1,886.6	-6.3	1,768.6	-0.1	1,729.9	2.2
영업이익	227.6	117.2	94.1	224.7	1.3	183.1	24.3	182.2	24.9
세전이익	174.4	80.1	117.8	191.5	-8.9	175.5	-0.6	183.2	-4.8
순이익	144.0	30.4	374.5	142.2	1.3	148.4	-3.0	125.3	15.0
영업이익률(%)	12.9	7.0		11.9		10.4		10.5	
세전이익률(%)	9.9	4.8		10.1		9.9		10.6	
순이익률(%)	n.a	1.8		7.5		8.4		7.2	

자료: Bloomberg, 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표2 21년 상반기, C19 영향 기저효과로 큰 폭의 매출 개선을 기대

(십억원)	2020P			2021E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,454.0	6,436.0	0.3	7,304.8	7,018.6	4.1
영업이익	628.5	577.7	8.8	722.2	693.5	4.1
세전이익	569.8	570.9	-0.2	784.5	731.5	7.2
순이익	370.0	381.6	-3.0	577.9	550.1	5.1
영업이익률(%)	9.7	9.0	0.8%p	9.9	9.9	0.0%p
세전이익률(%)	8.8	8.9	0.0%p	10.7	10.4	0.3%p
순이익률(%)	5.7	5.9	-0.2%p	7.9	7.8	0.1%p

자료: Bloomberg, 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표3 기대 이상의 시장 점유율 개선 역량 반영해 21년 EPS 추정 +6.2% 상향

(십억원)	2019	2020P	2021E
매출액 - 신규 추정	6,883.3	6,454.0	7,304.8
매출액 - 기존 추정	6,883.3	6,416.7	7,185.2
% change	0.0%	0.6%	1.7%
영업이익 - 신규 추정	544.0	628.5	722.2
영업이익 - 기존 추정	544.0	583.0	665.1
% change	0.0%	7.8%	8.6%
세전이익 - 신규 추정	589.9	569.8	784.5
세전이익 - 기존 추정	589.9	578.6	739.6
% change	0.0%	-1.5%	6.1%
지배주주 순이익 - 신규 추정	419.5	370.0	577.9
지배주주 순이익 - 기존 추정	419.5	352.7	544.3
% change	0.0%	4.9%	6.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,387	2,987	4,665
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,387	2,847	4,394
% change	0.0%	4.9%	6.2%

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천본)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,435.8	1,364.4	1,886.1	1,767.7	1,771.1	1,785.0	1,840.2	1,908.5	6,454.0	7,304.8	7,874.6
(% YoY)	-12.6	-21.6	2.8	6.2	23.4	30.8	-2.4	8.0	-6.2	13.2	7.8
타이어	1,402.8	1,350.4	1,858.4	1,731.3	1,718.0	1,749.3	1,803.4	1,813.1	6,342.9	7,083.7	7,636.3
(% YoY)	-13.5	-21.5	8.3	3.2	22.5	29.5	-3.0	4.7	-5.9	11.7	7.8
판매볼륨 (천본)	20,753	17,653	23,239	23,695	23,375	23,603	24,326	24,703	85,340	96,007	102,675
(% YoY)	-12.2	-27.7	2.5	7.0	12.6	33.7	4.7	4.3	-8.1	12.5	6.9
ASP (원)	71,392	72,796	73,992	73,067	73,498	74,114	74,134	73,393	74,325	73,783	74,373
(% YoY)	0.2	-4.9	5.6	7.6	2.9	1.8	0.2	0.4	2.4	-0.7	0.8
기타	33.0	14.0	27.7	36.4	53.1	35.7	36.8	95.4	111.1	221.1	238.3
(% YoY)	65.6	-27.1	-76.6	n.a	61.1	154.3	32.8	162.1	-23.0	98.9	7.8
OP	106.0	70.1	224.7	227.6	185.8	191.5	168.7	176.2	628.5	722.2	798.8
(% YoY)	-24.6	-33.7	24.6	94.2	75.3	173.3	-24.9	-22.6	15.5	14.9	10.6
RP	181.2	22.8	191.4	174.4	199.1	206.9	184.4	194.2	569.8	784.5	867.1
(% YoY)	14.0	-82.6	-12.9	117.8	9.9	807.9	-3.7	11.4	-3.4	37.7	10.5
NP	95.4	-6.9	139.8	141.8	146.8	152.6	135.6	142.9	370.0	577.9	639.0
(% YoY)	-21.3	적자전환	-21.8	386.0	53.9	흑자전환	-3.0	0.8	-11.8	56.2	10.6
이익률 (%)											
OP margin	7.4	5.1	11.9	12.9	10.5	10.7	9.2	9.2	9.7	9.9	10.1
RP margin	12.6	1.7	10.2	9.9	11.2	11.6	10.0	10.2	8.8	10.7	11.0
NP margin	6.6	-0.5	7.4	8.0	8.3	8.6	7.4	7.5	5.7	7.9	8.1
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,540	1,486	1,360	1,478	1,674	1,682	1,691	1,697	1,462	1,618	1,620
NR Input cost	1,434	1,501	1,307	1,418	1,704	1,720	1,750	1,760	1,415	1,734	1,750
SR Input cost	1,736	1,600	1,448	1,567	1,882	1,900	1,900	1,910	1,588	1,898	1,950

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 타이어 산업 Peer Group 비교

기업명	Ticker (Equity)	시총 (조원)	증감률(%)					PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			1D	5D	1M	3M	6M	'20E	'21E	'20E	'21E	'20E	'21E	'20E	'21E
넥센타이어	002350 KS	0.7	8.7	14.1	15.6	32.2	34.0	39.5	8.3	0.5	0.5	6.4	4.4	1.3	5.4
금호타이어	073240 KS	1.2	2.5	7.2	4.3	7.0	41.7	-	-	1.0	1.1	-	-	-11.4	-5.7
Cooper Tire & Rubber	CTB US	2.3	1.5	9.2	(3.0)	9.7	13.8	13.4	10.0	-	-	5.2	4.3	10.9	13.3
Goodyear Tire & Rubber	GT US	3.3	6.8	19.1	16.9	43.4	32.8	-	15.0	1.0	1.0	17.3	6.3	-15.0	4.3
Sumitomo Rubber	5110 JP	2.8	(0.3)	6.3	11.1	6.5	11.5	11.0	9.3	0.6	0.6	5.2	4.7	4.9	6.3
Bridgestone	5108 JP	30.7	0.0	5.0	18.3	16.2	28.8	12.3	10.8	1.2	1.1	5.4	5.2	7.8	10.1
Yokohama Rubber	5101 JP	3.2	1.8	9.0	13.7	18.9	20.1	10.0	8.6	0.6	0.6	5.8	5.2	6.4	7.0
Toyo Tire	5105 JP	2.9	2.2	13.5	12.0	13.2	19.7	9.2	7.9	1.1	1.0	4.9	4.5	13.6	13.7
Michelin	ML FP	28.3	2.1	3.6	10.3	21.3	29.4	26.9	13.0	1.6	1.4	7.7	5.9	5.7	10.6
Cheng Shin Rubber	2105 TT	5.4	0.4	4.6	(2.5)	9.3	18.2	28.7	18.8	1.7	1.7	7.0	5.8	6.1	9.2
Apollo Tyres	APTY IN	2.4	(0.9)	22.9	26.7	57.4	95.5	19.4	14.8	1.3	1.3	8.0	7.1	5.9	7.9
Average			1.9	9.8	11.1	19.0	26.5	17.4	11.2	1.1	1.0	6.3	5.2	4.2	8.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 조정 21년 EPS 추정치에 적정 PER 11.2배 적용, 적정주가 52,000원으로 상향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 Peer Group 21년 평균 PER	11.2배
2021 EPS 추정치 (원, b)	4,665원
Fair Value (원, c = a x b)	52,248원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	52,000원
현재 주가 (11월 2일 기준 종가)	45,050원
과리율 (%)	15.4%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	6,795.1	6,883.3	6,454.0	7,304.8	7,874.6
매출액증가율 (%)	-0.3	1.3	-6.2	13.2	7.8
매출원가	4,691.4	4,961.1	4,550.9	5,166.3	5,532.9
매출총이익	2,103.6	1,922.2	1,903.2	2,138.4	2,341.7
판매관리비	1,401.0	1,378.2	1,274.7	1,416.2	1,542.9
영업이익	702.7	544.0	628.5	722.2	798.8
영업이익률	10.3	7.9	9.7	9.9	10.1
금융손익	-56.9	-88.7	-24.1	-2.2	-1.1
중속/관계기업손익	38.0	46.0	-1.8	28.0	30.0
기타영업외손익	13.9	88.7	-32.8	36.5	39.4
세전계속사업이익	697.7	589.9	569.8	784.5	867.1
법인세비용	167.3	160.3	190.5	196.1	216.8
당기순이익	530.4	429.6	379.3	588.4	650.3
지배주주지분 순이익	522.2	419.5	370.0	577.9	639.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,123.5	760.3	337.6	716.1	831.1
당기순이익(손실)	530.4	429.6	379.3	588.4	650.3
유형자산상각비	559.3	606.4	634.5	588.8	566.7
무형자산상각비	19.7	25.2	25.4	27.0	28.5
운전자본의 증감	-96.4	-335.0	-1,239.1	-496.8	-422.6
투자활동 현금흐름	-594.8	-241.3	-154.4	-514.5	-558.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-323.6	-272.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-4.2	-6.4	-93.3	-23.0	-21.5
재무활동 현금흐름	-582.8	-244.8	86.0	-48.4	-169.9
차입금의 증감	-201.9	-130.0	-75.8	5.7	-35.2
자본의 증가	0.0	0.0	-43.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-82.2	265.6	284.1	153.1	102.6
기초현금	694.2	612.0	877.6	1,161.7	1,314.9
기말현금	612.0	877.6	1,161.7	1,314.9	1,417.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	3,653.2	4,113.7	4,549.6	5,098.0	5,613.8
현금및현금성자산	612.0	877.6	1,161.7	1,314.9	1,417.4
매출채권	1,226.0	1,257.0	1,452.2	1,643.6	1,811.2
재고자산	1,598.5	1,725.4	1,613.5	1,753.1	1,889.9
비유동자산	6,143.3	6,050.9	5,680.7	5,613.0	5,592.6
유형자산	4,225.2	4,105.5	3,539.6	3,254.8	2,988.1
무형자산	366.0	340.5	365.1	388.1	409.7
투자자산	1,161.3	1,200.6	1,290.8	1,387.9	1,496.2
자산총계	9,796.4	10,164.6	10,230.3	10,711.1	11,206.4
유동부채	2,022.6	2,131.1	1,525.7	1,466.1	1,465.9
매입채무	423.3	348.5	258.2	292.2	315.0
단기차입금	811.5	710.9	675.4	682.1	648.0
유동성장기부채	32.3	351.2	105.4	104.3	103.3
비유동부채	983.5	846.3	1,298.5	1,351.9	1,307.6
사채	582.5	345.3	707.8	707.8	637.0
장기차입금	100.8	46.3	162.1	163.7	155.5
부채총계	3,006.1	2,977.4	2,824.2	2,818.0	2,773.5
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	4,644.4	5,177.0	5,771.6
비지배주주지분	24.8	30.5	30.5	30.5	30.5
자본총계	6,790.3	7,187.2	7,406.1	7,893.1	8,432.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	54,854	55,566	52,101	58,969	63,569
EPS(지배주주)	4,216	3,387	2,987	4,665	5,159
CFPS	11,094	10,682	14,086	9,791	10,121
EBITDAPS	10,347	9,490	10,400	10,801	11,253
BPS	54,616	57,774	59,541	63,472	67,830
DPS	450	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	13.3	15.1	9.7	8.7
PCR	4.1	4.2	3.2	4.6	4.5
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	1,281.7	1,175.6	1,288.3	1,338.0	1,393.9
EV/EBITDA	5.0	5.2	4.6	4.3	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	6.0	5.1	7.6	7.8
EBITDA 이익률	18.9	17.1	20.0	18.3	17.7
부채비율	22.5	20.2	22.3	21.0	18.3
금융비용부담률	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	1,232.0	948.8	1,153.7	1,320.0	1,567.8
매출채권회전율(x)	7.8	7.8	7.8	8.8	9.8
재고자산회전율(x)	4.4	4.1	3.9	4.3	4.3

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 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 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)	
2018.10.29	기업브리프	Hold	48,000	김준성	-14.4	-8.5	
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	-3.2	11.2	
2020.07.10	기업브리프	Hold	28,500	김준성	6.6	23.7	
2020.11.03	기업브리프	Buy	40,000	김준성	-4.4	16.4	
2021.02.08	기업브리프	Buy	52,000	김준성	-	-	