

2018. 10. 29



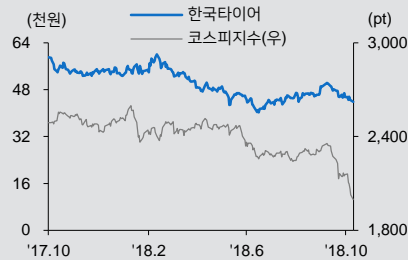
▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6098-6690
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	48,000 원
현재주가 (10.29)	43,850 원
상승여력	9.5%
KOSPI	1,996.05pt
시가총액	54,319억원
발행주식수	12,388만주
유동주식비율	57.42%
외국인비중	41.24%
52주 최고/최저가	60,100원/40,300원
평균거래대금	105.9억원
주요주주(%)	
한국타이어월드와이드 외 26인	42.56
국민연금	8.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.5	-7.4	-20.4
상대주가	2.7	15.6	-0.5

주가그래프



한국타이어 161390

성장 정체 속 낮아지는 수익성

- ✓ 3Q18 영업이익, 매출 정체 속 원가를 악화 지속으로 시장기대치 11.2% 하회
- ✓ 미국 테네시 공장의 BEP 시점 다시금 연기 (19년 초)
- ✓ 3Q18 영업이익률, 공장중단 이슈 있었던 4Q17 제외하면 11년 이후 최저
- ✓ 중국발 글로벌 공급과잉, 미국 CPI 및 가동률 하락세 지속, 내수 수입산 수요증가에 따른 경쟁심화 지속으로, 이미 2Q18 실적 이후 한차례 하향 조정됐던 18년 목표 매출 7.0조원/영업이익률 11.7% 실현 어려울 전망. 투자 의견 Hold 유지

부진한 3Q18 분기실적 기록

매출 1.76조원 (-3.8% YoY), 영업이익 1,846억원 (-15.0% YoY)으로 낮아진 시장 기대치를 다시금 하회했다. 경쟁 심화와 조업일수 축소 영향으로 내수/중국 수요가 축소됐으며 아중동 수요둔화 상황도 지속되었다. 제한적인 판가 상승 (+1.5% YoY)을 실현했으나, 판매볼륨 역성장 (-4.0% YoY)을 기록하며 YoY 매출 감소의 원인이 되었다. 판매 인센티브 증가 및 원재료 투입가격 상승 영향으로 8개 분기 연속 수익성 악화 (영업이익률 10.5%, -1.4%p YoY)가 이어졌으며, 공장 생산중단 이슈가 있었던 지난 4Q17을 제외하면 11년 이후 가장 낮은 수준의 영업이익률을 기록했다.

낮아지는 실적 가이던스, 지연되는 미국공장 BEP 시점

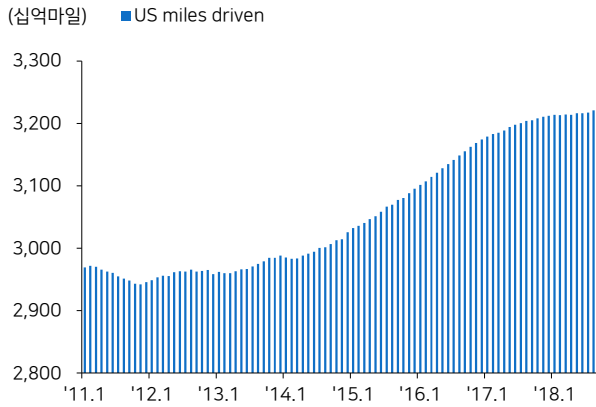
실적 컨퍼런스콜을 통해 회사는 지난 2Q18 실적발표 이후 하향 조정됐던 18년 연간 매출 (7.4조원 → 7.0조원) 및 영업이익률 (13.8% → 11.7%) 가이던스의 실현 여부에 대해 다시금 회의적 시각을 비추었다. 또한 미국 테네시공장의 BEP 시점에 대해서도 기존 4Q18에서 1Q19로 늦추었다. 이는 세 번째 BEP 시점 지연 발표이다.

구조적 공급과잉에 따른 매출성장 정체국면 지속 전망

글로벌 타이어 시장은 총 생산이 총 판매보다 높은 상황이 11년째 지속 중이며, 누적 재고의 확대가 계속 되고 있다. 이 같은 공급과잉을 촉발시킨 중국은 적자업체 수나 비중이 계속해서 늘어나고 있음에도 의미 있는 구조조정이 이루어지지 않고 있다. 또한 성장 정체 국면이 12년째 지속된 국내시장은 15년 이후 수입산타이어 성장률이 매년 20-30%에 달하며 점유율 잠식이 진행 중이다. 중국산 타이어에 대해 반덤핑 관세를 부과하며 일시적으로 숨을 돌렸던 미국시장은 중국업체의 직접 진출 (연간 수요 1.5억본, 18년 전후 3년간 중국 타이어업체 현지 증설 0.3억본)로 30개월 연속 가격하락이 이루어 지고 있다. 구조적 공급과잉에 따른 주요 시장의 경쟁심화는 현재 진행형이다. 한국타이어에 대해 기존의 Hold 투자 의견을 유지한다.

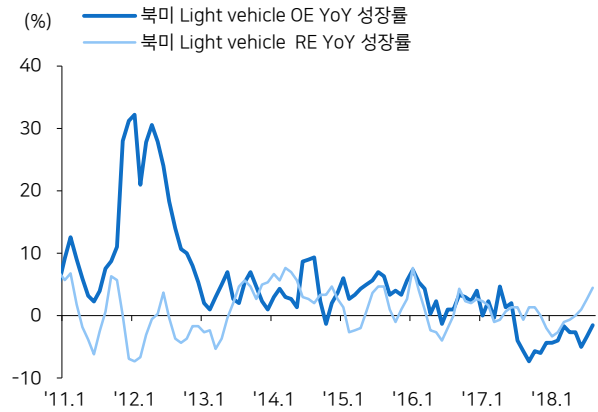
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,621.8	1,103.2	872.9	7,046	33.2	48,027	6.2	0.9	4.4	15.7	39.0
2017	6,812.9	793.4	599.1	4,836	-31.4	51,331	9.1	0.9	5.0	9.7	31.0
2018E	6,824.4	747.7	585.8	4,730	-2.2	55,725	9.3	0.8	5.2	8.8	31.1
2019E	7,106.3	803.3	650.6	5,252	11.0	60,421	8.3	0.7	4.8	9.0	28.8
2020E	7,238.3	809.6	673.4	5,437	3.5	65,060	8.1	0.7	4.7	8.6	26.9

그림1 미국 자동차 주행거리는 상승세를 이어가고 있으나...



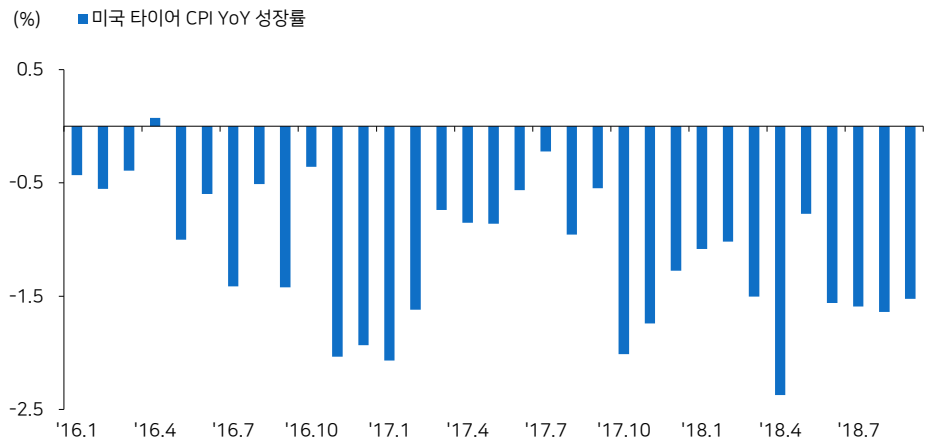
자료: US Department of Transportation, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 ...산업 수요는 과거와 달리 저성장 기조를 기록 중



자료: Michelin, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 경쟁심화 환경 속 미국 타이어 CPI는 16년 4월 이후 30개월 연속 감소세를 기록 중



자료: Data Stream, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 덤핑관세 회피 목적의 중국계 타이어 업체를 포함한 글로벌 타이어 업체들, 미국 내 신 공장 설립 및 증설 진행 중

업체	발표시기	신/증설	투자금액	CAPA	완공시기	
중국계	Giti	2014	신공장	5.6억달러	5 million / 추후 10 million 까지 증설가능	2017
	Sentury Tire	2016	신공장	4.3-5.3억달러	12 million / PCR	2019
	Triangle	17.11	신공장	3억달러	5 million / PCR	2020-2021
		17.11	신공장	2.8억달러	1 million / TBR	2020-2023
	Wanli	17.06	신공장	10억달러	6 million	보류
기타	Nokian Tyres	17.09	신공장	3.6억달러	4 million (2022년 기준)	2020
	Bridgestone	17.01	증설	1.8억달러	32,000 per day → 35,000 per day로 증설	2018
	Continental	15.09	증설	5억달러	4 million / 2021년까지 4백만에서 8백만까지 증설	2021
	Continental	16.02	신공장	15억달러	0.75 million / TBR	2019
	Goodyear	16.06	증설	0.3억달러	65,000 per day로 증설	N/A
	Sumitomo	16.08	증설	0.87억달러	5,000 per day → 10,000 per day로 증설 / PCR	2019

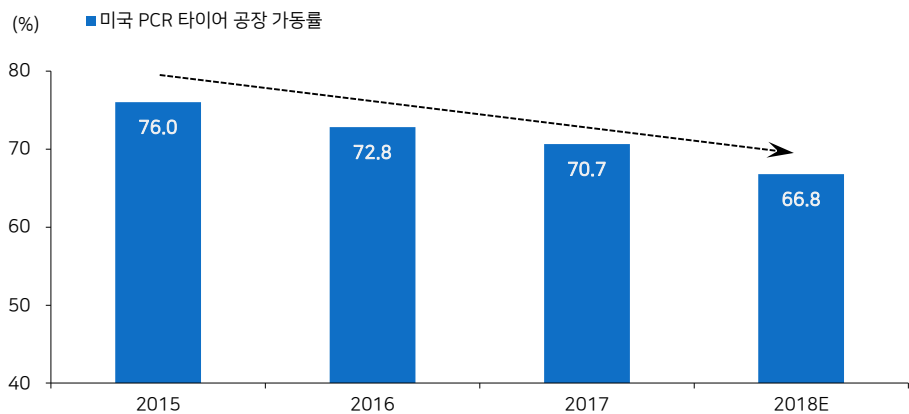
자료: 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 이에 따라 이미 저조한 미국 공장 가동률은 추가적으로 낮아질 가능성 확대

	2015	2016	2017	2018E
미국 PCR 생산	15,258	15,344	15,618	16,243
미국 PCR 생산 YoY 증감률		0.6	1.8	4.0
미국 PCR CAPA	20,069	21,073	22,105	24,316
미국 PCR CAPA YoY 증감률		5.0	4.9	10.0
미국 PCR 타이어 공장 가동률	76.0	72.8	70.7	66.8

주: 미국 CAPA, 산업자료에 기반하여 당사 추정
 자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 제한된 수요성장 속 신규 생산공장 확대로 산업 전반의 가동률 하락세 지속 중



자료: LMC, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,755.8	1,824.5	-3.8	1,705.4	3.0	1,807.8	-2.9	1,786.0	-1.7
영업이익	184.6	217.1	-15.0	185.1	-0.3	207.8	-11.2	201.7	-8.5
세전이익	156.6	224.6	-30.3	225.6	-30.6	201.4	-22.3	204.6	-23.5
순이익	114.8	170.5	-32.7	166.5	-31.1	161.2	-28.8	155.4	-26.1
영업이익률(%)	10.5	11.9		10.9		11.5		11.3	
순이익률(%)	6.5	9.3		9.8		8.9		8.7	

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,824.4	6,958.9	-1.9	7,106.3	7,321.0	-2.9
영업이익	747.7	801.7	-6.7	803.3	911.8	-11.9
세전이익	756.9	835.7	-9.4	834.7	945.1	-11.7
순이익	585.8	658.5	-11.0	650.6	741.9	-12.3
영업이익률(%)	11.0	11.5	-0.6%p	11.3	12.5	-1.2%p
세전이익률(%)	11.1	12.0	-0.9%p	11.7	12.9	-1.2%p
순이익률(%)	8.6	9.5	-0.9%p	9.2	10.1	-1.0%p

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	6,812.9	6,824.4	7,106.3
매출액 - 기존 추정	6,812.9	6,836.0	7,039.3
% change	0.0%	-0.2%	1.0%
영업이익 - 신규 추정	793.4	747.7	803.3
영업이익 - 기존 추정	793.4	772.3	831.7
% change	0.0%	-3.2%	-3.4%
세전이익 - 신규 추정	743.0	756.9	834.7
세전이익 - 기존 추정	743.0	819.4	875.2
% change	0.0%	-7.6%	-4.6%
지배주주 순이익 - 신규 추정	599.1	585.8	650.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	599.1	638.4	678.5
% change	0.0%	-8.2%	-4.1%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,836	4,730	5,252
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,836	5,154	5,478
% change	0.0%	-8.2%	-4.1%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 한타 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, 천본)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,639.2	1,666.9	1,824.5	1,682.3	1,609.1	1,705.4	1,755.8	1,754.1	6,812.9	6,824.4	7,106.3
(% YoY)	0.8	-3.5	10.1	4.5	-1.8	2.3	-3.8	4.3	2.9	0.2	4.1
타이어	1,612.8	1,640.8	1,803.1	1,643.1	1,537.5	1,675.9	1,675.8	1,740.1	6,699.8	6,629.4	6,903.2
(% YoY)	3.2	-2.6	12.3	-2.0	-4.7	2.1	-7.1	5.9	2.6	-1.1	4.1
판매볼륨 (천본)	25,091	25,544	25,043	24,216	24,258	25,490	24,466	25,710	99,894	99,924	104,086
(% YoY)	5.3	0.5	3.8	-5.8	-3.3	-0.2	-2.3	6.2	0.9	0.0	4.2
ASP (원)	63,286	60,824	71,749	68,513	63,821	66,629	68,497	67,681	67,069	66,344	66,322
(% YoY)	-5.1	-8.1	9.4	6.7	0.8	9.5	-4.5	-1.2	2.2	-1.1	0.0
기타	26.4	26.1	21.4	39.3	71.6	29.5	79.9	14.0	113.1	195.0	203.1
(% YoY)	-57.8	-38.9	-58.7	-159.1	171.8	13.0	274.0	-64.3	25.1	72.5	4.1
OP	232.2	204.6	217.1	139.4	184.8	185.1	184.6	193.0	793.4	747.7	803.3
(% YoY)	-7.5	-34.0	-28.3	-41.7	-20.4	-9.5	-15.0	38.4	-28.1	-5.8	7.4
RP	206.8	212.7	224.6	98.9	185.3	225.6	156.6	189.4	743.0	756.9	834.7
(% YoY)	-16.3	-31.6	-17.0	-62.5	-10.4	6.1	-30.3	91.4	-32.0	1.9	10.3
NP	167.5	175.5	170.5	85.5	153.3	166.5	114.8	151.2	599.1	585.8	650.6
(% YoY)	-14.4	-33.6	-17.4	-58.6	-8.5	-5.1	-32.7	76.8	-31.4	-2.2	11.1
이익률 (%)											
OP margin	14.2	12.3	11.9	8.3	11.5	10.9	10.5	11.0	11.6	11.0	11.3
RP margin	12.6	12.8	12.3	5.9	11.5	13.2	8.9	10.8	10.9	11.1	11.7
NP margin	10.2	10.5	9.3	5.1	9.5	9.8	6.5	8.6	8.8	8.6	9.2
재료비 가정 (톤/달러)											
Blended input cost	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,728	1,748	1,752	1,726	1,737	1,756
NR Input cost	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,582	1,600	1,630	1,815	1,616	1,630
SR Input cost	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,038	2,100	2,080	2,190	2,062	2,080

자료: 한국타이어, 메리츠증권 리서치센터

한국타이어 (161390)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,621.8	6,812.9	6,824.4	7,106.3	7,238.3
매출액증가율 (%)	3.0	2.9	0.2	4.1	1.9
매출원가	4,045.0	4,492.4	4,663.8	4,829.6	4,925.7
매출총이익	2,576.7	2,320.5	2,160.6	2,276.7	2,312.6
판매관리비	1,473.5	1,527.0	1,412.9	1,473.4	1,502.9
영업이익	1,103.2	793.4	747.7	803.3	809.6
영업이익률	16.7	11.6	11.0	11.3	11.2
금융손익	-21.6	-46.9	-96.3	-62.7	-43.1
중속/관계기업손익	44.9	36.1	37.1	44.5	46.7
기타영업외손익	-34.0	-39.6	68.5	49.6	50.5
세전계속사업이익	1,092.4	743.0	756.9	834.7	863.8
법인세비용	213.3	136.6	158.5	171.1	177.1
당기순이익	879.1	606.5	598.4	663.6	686.7
지배주주지분 손이익	872.9	599.1	585.8	650.6	673.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,217.8	851.7	728.3	846.9	898.6
당기순이익(손실)	879.1	606.5	598.4	663.6	686.7
유형자산상각비	489.0	531.4	524.6	530.2	532.7
무형자산상각비	13.9	17.8	17.5	21.2	24.6
운전자본의 증감	-236.6	-370.3	-501.4	-364.4	-321.6
투자활동 현금흐름	-740.0	-344.3	-646.6	-689.6	-751.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-722.7	-472.3	-350.0	-550.0	-550.0
투자자산의 감소(증가)	-22.9	-7.1	-3.4	-52.6	-49.2
재무활동 현금흐름	-649.7	-281.7	49.9	-52.4	-58.1
차입금의 증감	-714.6	-210.2	19.2	-10.7	-10.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-172.0	228.8	124.8	104.9	89.5
기초현금	637.4	465.3	694.2	818.9	923.8
기말현금	465.3	694.2	818.9	923.8	1,013.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,293.1	3,534.4	4,180.9	4,616.8	4,982.9
현금및현금성자산	465.3	694.2	818.9	923.8	1,013.4
매출채권	1,058.4	1,157.7	1,501.4	1,634.5	1,737.2
재고자산	1,436.3	1,494.4	1,569.6	1,705.5	1,809.6
비유동자산	6,328.9	5,984.3	6,082.4	6,341.0	6,550.6
유형자산	4,699.3	4,317.4	4,245.3	4,289.8	4,332.9
무형자산	146.2	195.5	251.8	304.5	353.7
투자자산	1,102.0	1,117.2	1,160.2	1,279.1	1,302.9
자산총계	9,622.0	9,518.8	10,263.2	10,957.8	11,533.5
유동부채	2,446.8	2,274.0	2,027.3	2,113.1	2,090.4
매입채무	404.9	382.7	368.5	383.7	390.9
단기차입금	868.5	866.4	1,013.7	1,003.5	993.5
유동성장기부채	383.5	367.7	11.0	10.5	10.0
비유동부채	1,213.7	871.3	1,318.1	1,345.2	1,369.0
사채	809.4	525.1	892.7	910.5	928.8
장기차입금	266.0	214.3	235.7	238.1	240.4
부채총계	3,660.5	3,145.3	3,345.4	3,458.3	3,459.4
자본금	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
자본잉여금	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5	2,993.5
기타포괄이익누계액	-43.4	-199.8	-199.8	-219.8	-263.7
이익잉여금	2,950.6	3,519.0	4,063.3	4,665.0	5,283.5
비지배주주지분	12.1	14.8	14.8	14.8	14.8
자본총계	5,961.5	6,373.5	6,917.8	7,499.5	8,074.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	53,455	54,998	55,091	57,367	58,432
EPS(지배주주)	7,046	4,836	4,730	5,252	5,437
CFPS	13,535	11,396	10,435	9,778	9,851
EBITDAPS	12,965	10,838	10,413	10,936	11,035
BPS	48,027	51,331	55,725	60,421	65,060
DPS	400	400	500	550	600
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.1	1.3	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	6.2	9.1	9.3	8.3	8.1
PCR	3.2	3.8	4.2	4.5	4.5
PSR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDA	1,606.0	1,342.6	1,289.9	1,354.7	1,366.9
EV/EBITDA	4.4	5.0	5.2	4.8	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	9.7	8.8	9.0	8.6
EBITDA 이익률	24.3	19.7	18.9	19.1	18.9
부채비율	39.0	31.0	31.1	28.8	26.9
금융비용부담률	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2,421.6	1,352.9	1,389.1	1,485.8	1,490.6
매출채권회전율(x)	7.1	6.8	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 1%이상 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 이용하시는 분은 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	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국타이어 (161390) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.03	기업브리프	Trading Buy	60,000	김준성	-8.0	-4.5	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	60,000	김준성	-5.0	6.5	
2017.02.06	기업브리프	Hold	54,000	김준성	5.9	13.1	
2017.04.05	산업분석	Hold	54,000	김준성	5.8	13.1	
2017.05.02	기업브리프	Hold	54,000	김준성	11.0	23.5	
2017.07.19	기업브리프	Hold	54,000	김준성	12.0	23.5	
2017.08.09	기업브리프	Hold	54,000	김준성	11.5	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	-	-	