LEADING Research

한국타이어 (000240 KS)

글로벌 2nd Tier 업체로의 진입

2012년 3월 19일

Analyst : 박준모
jmpark@leading.co.kr
82-2-2009-7328

Leading Traffic Light: Green

한국타이어는...

- ✓ 세계시장 점유율 7 위의 국내 최대 타이어 생산업체
- ✓ 국내업체 중 해외시장에서 가장 우수한 브랜드인지도 및 OE 공급 실적 보유

Green light because:

- ✓ 원재료가격 하락으로 큰 폭의 수익성 개선
- ✓ 글로벌 2nd Tier 업체로 진입하는 과정

성장 잠재력:

- ➢ 2016 년까지 글로벌 5 위의 타이어업체로 성장 예상되나 생산능력 증가율은 연평균 5% 수준
- ➢ 추가적인 브랜드 인지도 개선과 딜러마진 축소를 통한 장기적인 성장전략이 필요

경영진과 주주가치:

- ➢ 보수적이나 탁월한 관리능력과 사업적 판단력을 보유한 경영진
- ➢ 설비투자로 배당수익률은 낮은 수준이나 우수한 실적에 상응하는 주가상승으로 주주가치 실현

수익성 및 재무안정성:

- ➢ 2012 년 영업이익 예상 증가율은 46%이며 OPM 은 12.2%로 여전히 업종 내 최고 수준
- ➢ 순 부채비율 30% 수준으로 국내 경쟁업체 대비 우수한 재무안정성

Valuation:

- ➢ 국내업체 중 가장 우수한 해외 OE 공급실적과 브랜드인지도를 감안할 때 경쟁업체에 비해 저평가되어야 할 이유가 없는 것으로 판단
- ➢ 목표주가 52,000 원 =20.9%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 경기가 부진한 가운데 원재료가격 상승 시 잠재적인 소비자의 가격저항과 가격인상 지연
- ➢ 해외판매 비중이 80%로 환율변동성에 따른 FX 리스크

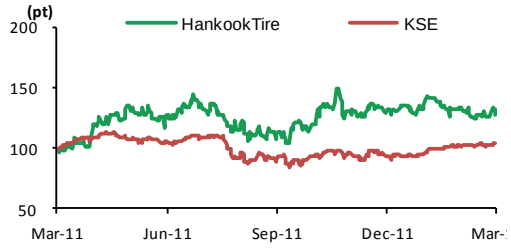
BUY

목표주가	52,000 원
현재주가	43,000 원
목표수익률	20.9%

Key Data	2012 년 3 월 16 일
산업분류	자동차 및 부품
코스피	2,034.44
시가총액 (십억원)	6,544.2
발행주식수 (백만주)	152.2
외국인 지분율 (%)	34.3
52 주 고가 (원)	50,000
저가 (원	32,100
60 일 평균거래대금 (십억원)	35.9
주요주주	(%)
조양래외 13인	35.3
국민연금	7.2

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(2.7)	14.8	34.0
상대주가	(3.2)	4.3	30.1

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	4,461.2	24.4	208.8	4.7	23.5	155	(85.3)	278.0	10.5	1.4	3.7
2009	5,145.1	15.3	620.2	12.1	375.7	2,468	1,495.7	17.4	6.6	19.4	3.1
2010	5,813.4	13.0	670.2	11.5	477.5	3,137	27.1	13.7	6.6	19.0	2.3
2011E	6,484.4	11.5	580.3	8.9	360.2	2,366	(24.6)	18.2	6.9	11.8	2.1
2012E	6,910.8	6.6	845.2	12.2	607.7	3,993	68.7	10.8	5.3	17.6	1.7
2013E	7,153.6	3.5	824.1	11.5	604.7	3,973	(0.5)	10.8	5.2	15.0	1.5

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1-1: Valuation – 목표주가 52,000 원 4

Section 1-2: Valuation – 동종업체 비교 5

Section 2: 기업 Snapshot 6

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가? 8

Section 4: 현금창출 능력과 배당정책은? 9

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은? 10

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 11

Section 7: CEO 의 경영철학은? 12

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 9: 영업현황과 실적전망 14

핵심 투자포인트

✓ **원료가격 하락으로 수익성 크게 개선**

국내 타이어업체는 글로벌 메이저 대비 우수한 생산효율성과 낮은 인건비를 기반으로 업종 내 최고의 수익성을 확보하고 있다. 2012 년 타이어업종에 대한 시장의 가장 큰 기대는 원료가격 하락에 따른 수익성 개선이다. 지난 해 말 하락하였던 천연 및 합성고무가격으로 원가율 하락의 효과는 1Q12E~2Q12E 에 극대화될 것으로 예상된다. 이에 따라 한국타이어의 2012 년 영업이익은 전년대비 46% 증가하여 12%를 상회하는 OPM 을 기록할 것으로 보이며 향후에도 원재료가격 변동에 대응하는 판매단가 조정으로 11% 수준의 영업이익률 유지가 가능할 것으로 예상된다. 한편 타이어업체들의 2012 년 사업계획 중 한국타이어는 경쟁사와 달리 6~7%의 판매단가인상을 가정하고 있는데 이는 천연/합성고무가격을 시장예상보다 높게 예상하고 이에 상응하는 판매단가 인상을 가정한 수치상의 차이로 동사의 사업계획이 특별히 공격적인 것은 아닌 것으로 판단된다. 당사의 매출 및 이익전망에서는 추가적인 판매가격 인상이 없는 것으로 가정하였다. 일부에서 예상하는 딜러마진 축소는 성급한 기대로 아직 글로벌 시장에서 2nd Tier 로 진입하는 과정에 있는 동사의 시장위치를 감안할 때 단기간 내에 실현되기 어려운 장기적인 과제로 판단된다. (페이지 18)

✓ **지속적인 설비증설로 업계 평균을 상회하는 성장성**

유럽 재정위기와 북미지역의 교체용 (Replacement equipment; RE) 수요정체로 2012 년 글로벌 타이어 수요는 지난 해에 비해 둔화될 것으로 예상되나 국내 타이어업체에 미치는 부정적인 영향은 없을 것으로 판단된다. 경기둔화와 원자재가격 상승으로 형성된 '합리적 소비성향'이 유지되는 가운데 국내 타이어업체들은 완성차업체와 마찬가지로 품질대비 가격경쟁력을 바탕으로 지속적으로 시장점유율을 확대하면서 업계 평균을 상회하는 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 국내 타이어업체 성장성의 변수는 글로벌 타이어 수급상황이 아니라 이미 풀가동상태인 생산능력의 한계를 해소하며 시장수요에 대응할 수 있는 설비증설 여부이다. (페이지 14)

✓ **2016 년 글로벌 5 위 타이어업체로 성장**

한국타이어는 2013 년부터 중국과 인도네시아 신규공장의 총 생산능력을 매년 6 백만본씩 확대하여 2016 년까지 생산량이 연평균 5%의 안정적인 성장을 하며 글로벌 5 위의 타이어업체로 성장할 것으로 전망된다. 넥센타이어에 비해서는 낮은 성장성이나 2011 년 기준 설비규모가 이미 넥센에 비해 3 배 이상 큰 동사에 대해 넥센과 비슷한 속도의 설비증설이나 매출증가를 기대하는 것은 현실적이지 않다고 판단된다. 한국타이어에 대한 평가에는 단순한 설비증설 규모 외에도 국내업체 중 해외에서 가장 우수한 OE 공급실적과 브랜드인지도와 같은 질적인 경쟁력도 고려되어야 할 것으로 판단된다. (페이지 15)

✓ **국내 타이어업체 중 가장 우수한 재무안정성**

글로벌 타이어 시장에서의 점유율, 브랜드인지도, OE 공급실적에서 국내 선두업체인 한국타이어의 또 다른 장점은 국내 경쟁업체 대비 탁월한 자금운용으로 우수한 재무안정성을 유지하고 있다는 점이다. 지속적인 설비증설에도 불구하고 30%의 낮은 수준에서 유지되고 있는 동사의 순차입금비율은 140%를 상회하는 넥센타이어나 500%에 육박하는 금호타이어와 크게 대비되는 부분이다. (페이지 10)

✓ **목표주가 52,000 원 – 20.9%의 상승여력**

과거 주식시장 대비 저평가되었던 동사의 주가는 지난 2009 년부터 디스카운트가 급속하게 축소되었으며 2011 년에는 78~89%의 프리미엄에 거래되었다. 시장의 재평가가 상당부분 이루어진 현재의 상황에서 지난 2011 년 수준의 프리미엄을 기대하기는 어려우나 글로벌 업종 내 최고 수준의 수익성과 장기적인 성장성에 대한 일정 수준의 프리미엄은 유지될 것으로 예상된다. 이에 따라 타이어업종에 대한 재평가가 이루어진 지난 3 년간의 동사 PER 밴드 평균인 12.9 배 (시장대비 26% 프리미엄)를 2012 년 예상 EPS 에 적용하여 52,000 원의 목표주가를 산정하였다. 넥센타이어 대비 낮은 성장성과 고성능타이어 (Ultra high performance tire; UHPT) 매출 비중에 근거해 한국타이어가 디스카운트를 받아야 한다는 견해도 있으나 동사의 업계 수위의 시장점유율, 브랜드인지도, 높은 ASP 와 우수한 재무구조 등을 감안할 때 디스카운트를 적용하는 것은 타당하지 않다고 판단된다. (페이지 4)

Section 1-1: Valuation – 목표주가 52,000 원

목표주가 52,000원 – 20.9%의 상승여력

한국타이어의 주가는 2011 년 타이어업종에 대한 시장의 본격적인 재평가가 이루어지면서 과거의 지속적인 시장대비 저 평가 상태에서 벗어나 PER 기준으로 78-89%의 프리미엄에 거래되었다. 동사의 목표주가 산정에 2011 년 수준의 프리미엄을 적용하기는 어려우나 글로벌 업종 내 최고의 수익성과 장기적인 성장성에 대한 일정 수준의 프리미엄은 유지되어야 할 것으로 판단된다. 이에 따라 타이어업종에 대한 재평가가 이루어진 2009~2011 년간 PER 밴드 평균인 12.9 배 (시장대비 26% 프리미엄) 를 2012 년 예상 EPS 에 적용하여 52,000 원의 목표주가를 산정하였다.

넥센타이어 대비 디스카운트 적용은 타당하지 않은 것으로 판단

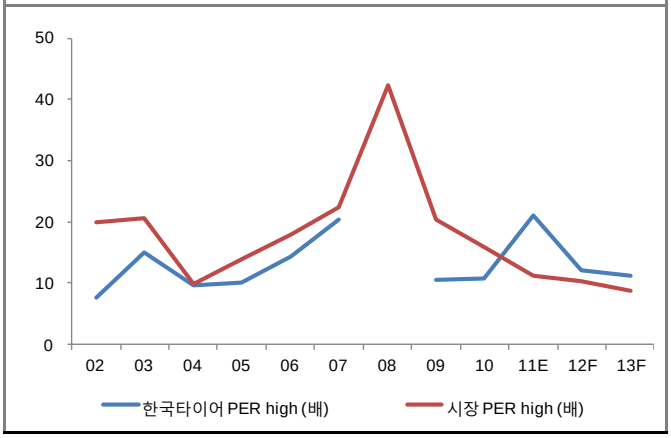
한편 동사의 주가는 PER 기준으로 국내 경쟁업체 중 성장성이 가장 높은 것으로 평가받는 넥센타이어에 비해 소폭의 디스카운트되어 거래되고 있다. 그러나 성장성과 UHPT 매출 비중만으로 동사가 넥센타이어에 비해 저 평가 받을 필요는 없는 것으로 판단된다. 넥센의 성장성도 이미 주가에 어느 정도 반영되어 있고 특히 한국타이어가 낮은 UHPT 매출비중에도 불구하고 시장점유율과 브랜드인지도의 우위로 여전히 높은 수준의 ASP 및 영업이익률을 유지하고 있는 점은 넥센의 성장성을 충분히 상쇄할 수 있는 프리미엄 요인이라고 판단된다. 이에 따라 적어도 한국타이어가 넥센대비 디스카운트를 받는 것은 타당하지 않다고 판단된다.

표 1. 주식시장 PER 대비 한국타이어 프리미엄/디스카운트 추이

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
한국타이어 PER high (배)	18.0	7.5	15.1	9.8	10.1	14.4	20.5	117.7	10.5	10.8	21.1	12.1	10.8
시장 PER high (배)	57.6	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	10.2	8.8
시장대비 Premium/(Discount) (%)	**(68.7)**	**(62.0)**	**(27.0)**	**(1.5)**	**(27.1)**	**(19.4)**	**(8.1)**	**177.5**	**(48.6)**	**(32.5)**	**88.6**	**18.0**	**22.6**
한국타이어 PER low (배)	9.1	4.4	3.5	6.3	6.8	9.4	13.2	73.0	4.7	6.5	13.9	10.6	10.8
시장 PER low (배)	26.5	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	7.8	9.1	8.8
시장대비 Premium/(Discount) (%)	**(65.6)**	**(55.9)**	**(66.3)**	**10.4**	**(5.7)**	**(14.0)**	**20.8**	**351.5**	**(52.3)**	**(33.1)**	**77.7**	**15.6**	**22.6**

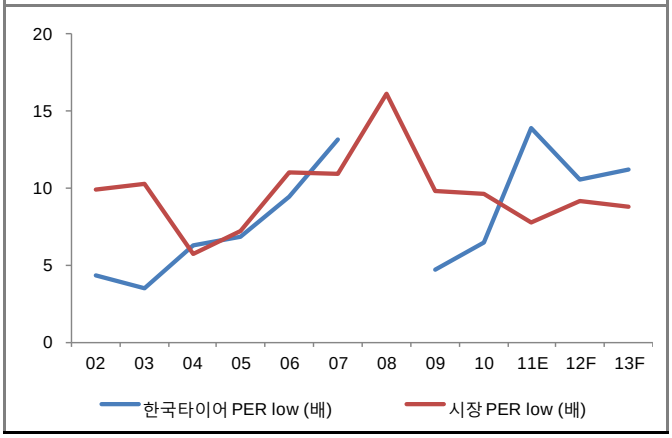
자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 1. 연중 최고 PER 추이 (한국타이어 vs. 주식시장)



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

도표 2. 연중 최저 PER 추이 (한국타이어 vs. 주식시장)



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 1-2: Valuation - 동종업체 비교

글로벌 타이어 업종 내 최고 수준의 수익성

한국타이어는 완성차 업체인 현대/기아차와 국내주요 부품업체들과 마찬가지로 글로벌 판매증가에 힘입어 국내외 모든 공장이 완전가동되는 상태에서 글로벌 타이어업체 중 최고 수준의 수익성을 기록하고 있다. 동사는 P/E 밸류에이션 면에서 해외 동종업체 평균대비 약 17%의 프리미엄에 거래되고 있으며 EV/EBITDA 면에서도 소폭의 높은 수준에서 거래되고 있다. 그러나 영업이익률과 ROE 수준을 감안할 때 부담되는 수준이 아닌 것으로 판단된다.

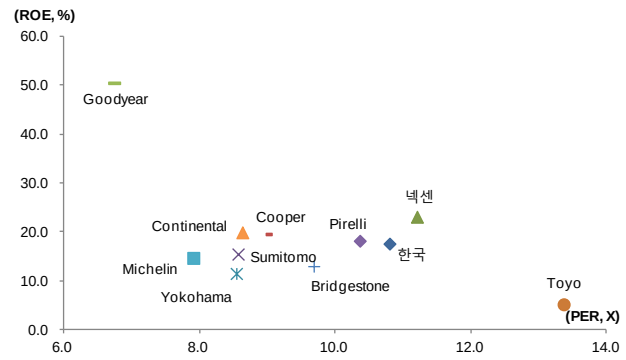
표 2. 동종업체 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				10	11P	12F	13F	10	11P	12F	13F
한국타이어	000240 KS	한국	5,873	5,030	5,766	6,146	6,362	11.5	8.9	12.2	11.5
넥센타이어	002350 KS	한국	1,461	992	1,292	1,568	1,822	11.9	7.8	11.1	11.3
Sumitomo	5110 JT	일본	3,518	6,906	8,503	8,677	9,037	7.9	8.0	9.1	9.1
Yokohama	5101 JT	일본	2,406	5,029	6,082	7,172	7,519	4.6	5.7	6.5	6.6
Toyo	5105 JT	일본	730	3,103	3,441	3,968	4,217	3.0	4.1	3.9	4.3
Bridgestone	5108 JT	일본	20,062	32,690	37,991	39,480	41,351	5.8	6.3	8.5	8.7
Cooper	CTB US	미국	1,027	3,361	3,927	4,266	4,481	6.2	4.2	5.3	6.0
Goodyear	GT US	미국	3,020	18,832	22,767	23,597	24,790	4.0	4.9	5.3	6.0
Pirelli	PC IM	이태리	5,801	6,432	7,874	8,492	9,281	8.4	10.8	12.1	13.4
Michelin	ML FP	프랑스	13,604	23,734	28,849	28,403	30,180	9.5	9.4	9.9	10.0
Continental	CON GR	독일	19,001	34,554	42,475	42,333	45,115	7.9	8.2	9.0	9.6

회사	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	10	11P	12F	13F	10	11P	12F	13F	10	11P	12F	13F	10	11P	12F	13F
한국타이어	10.5	18.5	10.8	10.8	5.6	9.0	5.3	5.2	1.9	2.0	1.7	1.5	20.3	11.8	17.6	15.0
넥센타이어	9.7	21.1	11.2	10.5	6.4	15.3	6.5	5.7	1.7	3.1	2.3	1.9	18.9	17.4	23.1	20.0
Sumitomo	10.4	8.5	8.6	8.0	5.3	5.6	5.3	4.8	1.2	1.2	1.3	1.1	12.3	16.4	15.5	14.8
Yokohama	12.8	9.7	8.5	8.3	6.0	3.7	5.0	4.6	0.9	0.8	1.1	1.0	7.6	9.2	11.5	11.5
Toyo	18.0	99.5	13.4	8.8	5.0	4.9	4.9	4.2	0.7	0.7	0.7	0.7	4.4	1.8	5.2	8.9
Bridgestone	12.4	13.3	9.7	9.0	4.8	5.1	4.7	4.2	1.1	1.2	1.2	1.1	8.9	9.8	13.0	12.3
Cooper	11.4	12.1	9.0	7.2	5.0	4.3	4.1	3.5	3.2	1.5	1.4	1.2	32.2	14.2	19.6	21.8
Goodyear		7.6	6.7	4.9	4.6	4.0	3.7	3.3	4.5	13.9	2.7	1.7	(9.7)	108.8	50.5	45.0
Pirelli	12.0	9.8	10.4	8.5	5.8	5.8	5.3	4.4	1.5	1.5	1.8	1.5	9.5	9.5	18.2	19.7
Michelin	7.8	5.6	7.9	7.3	4.6	3.6	3.9	3.6	1.2	1.0	1.1	1.0	15.6	17.8	14.7	14.4
Continental	20.5	7.7	8.6	7.3	5.6	4.4	4.7	4.1	2.0	1.3	1.7	1.5	12.0	19.1	19.9	20.4

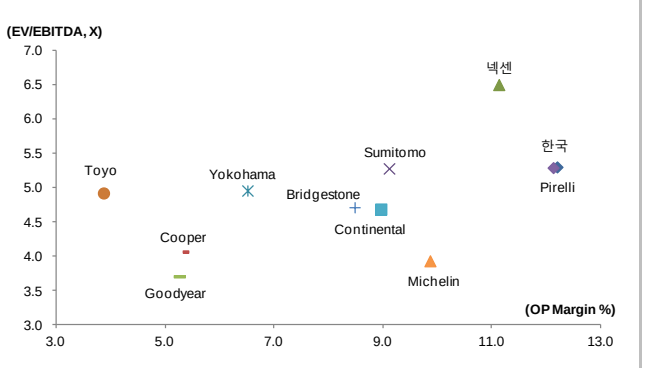
자료: Bloomberg, 리딩투자증권

도표 3. 동종업체 2012 년 PER vs. ROE



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

도표 4. 동종업체 2012 년 EV/EBITDA vs. 영업이익률



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

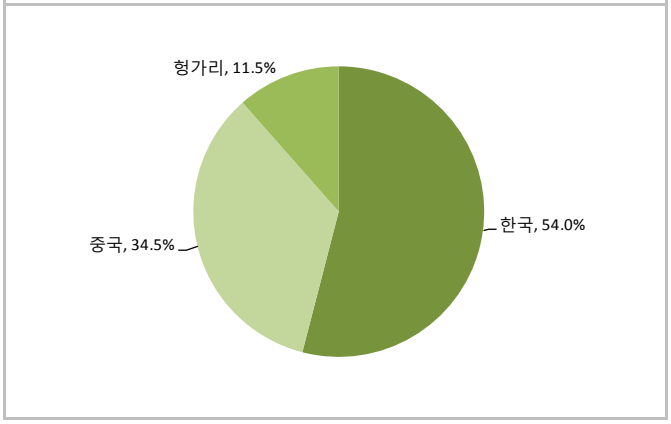
Section 2: 기업 Snapshot

세계 7 위의 타이어 생산업체

세계시장 점유율 7위의 국내 최대의 타이어 생산업체

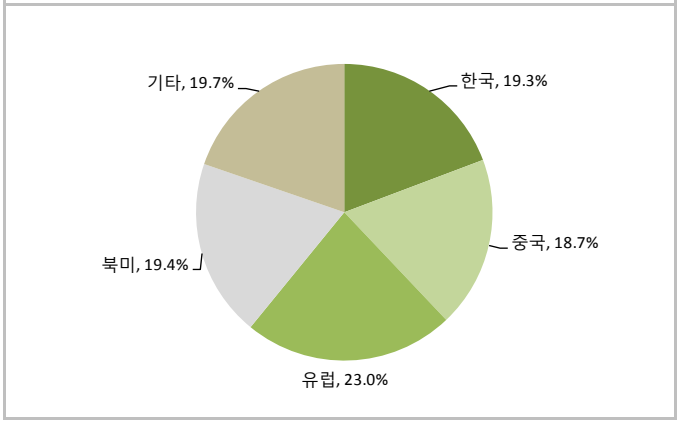
한국타이어는 국내 최대의 타이어업체로 내수물량의 약 50%를 공급하고 있으며 글로벌 기준으로는 7 위 (3.0%) 의 점유율을 차지하고 있다. 동사의 2011 년 생산능력은 87 백만본으로 생산지역 별로는 국내공장 (대전과 금산) 이 전체 물량의 54.0%를 생산하였고 중국 (가흥과 강소) 과 헝가리공장이 각각 34.5%와 11.5%의 비중을 차지하였다. 동사는 현재 공사가 진행 중인 중국 3 공장과 인도네시아의 신규공장을 2013 년부터 총 6 백만본 규모로 본격 가동하며 해외공장의 설비증설이 일단락되는 2016 년에는 해외생산 비중이 현재의 46%에서 58%로 확대되고 설비능력 (1 억 13 백만본) 면에서는 세계 5 위의 업체가 될 것으로 예상된다.

도표 5. 한국타이어 지역별 생산비중 (2011 년)



자료: 한국타이어

도표 6. 한국타이어 지역별 매출액 비중 (2011 년)



자료: 한국타이어

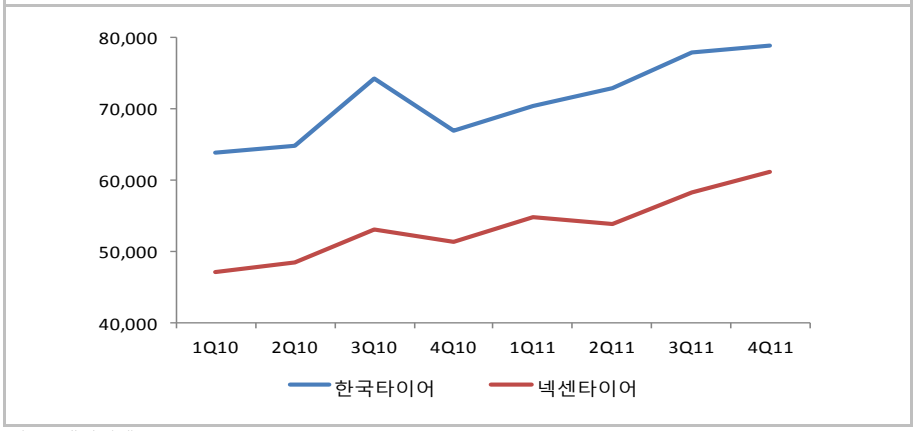
중국공장이 성장에 큰 기여

매출액 기준으로는 유럽지역 판매비중이 23%로 가장 높은 가운데 한국, 중국, 북미 등 각 지역별 비중이 20%의 비슷한 수준이다. 특히 중국시장에서는 글로벌 Big 3 업체들을 제치고 금호타이어와 함께 1~2 위의 시장점유율을 차지하고 있다. 지난 1997 년부터 생산을 시작한 중국공장은 세계최대의 자동차 시장으로 성장한 중국시장을 선점하고 인건비 절감을 통해 원가경쟁력을 확보하며 2000 년대 한국타이어의 성장에 가장 큰 기여를 하는 계기가 되었다,

중국공장은 국내 제조업체 해외진출의 대표적인 성공사례

한국타이어는 중국진출 초기 이미 Big 3 가 이미 진출해 있었으나 철저한 현지화 전략으로 이들 업체와의 경쟁을 통해 인지도의 열세를 극복하였다. 동사는 현지 기후와 도로사정에 맞는 내구성 높은 타이어를 개발한 후 마케팅 측면에서는 택시회사에 대한 공급에 주력하면서 브랜드인지도 및 시장점유율이 향상되었다. 동사의 중국진출은 국내업체 해외진출의 대표적인 성공사례로 꼽히고 있다.

도표 7. 국내 경쟁업체 대비 ASP (원/본)

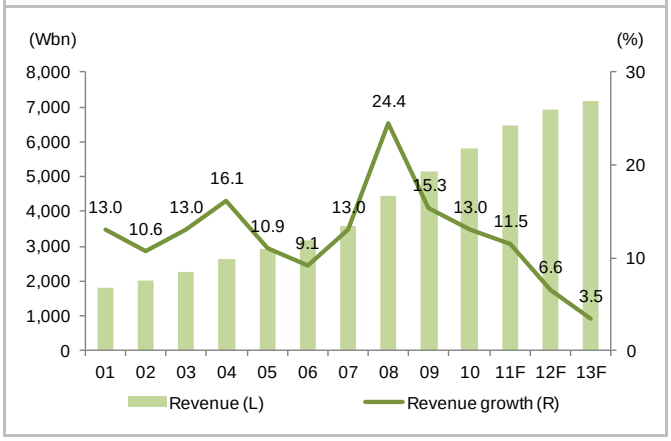


자료: 해당업체

국내업체 중 품질 면에서 글로벌 메이저에 가장 근접

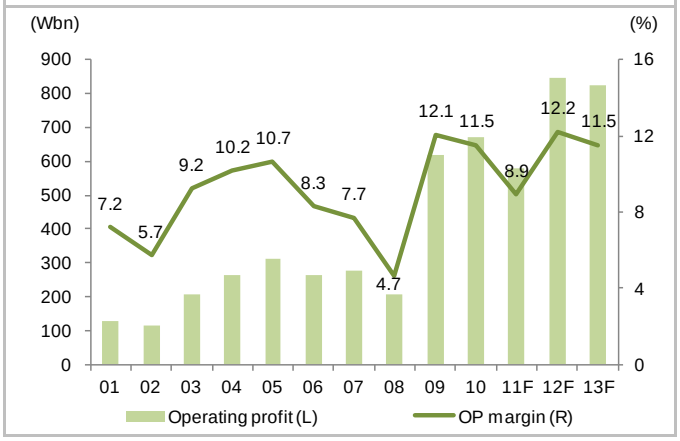
한국타이어는 글로벌 시장 점유율 면에서는 3.0%에 불과해 Big 3 의 51.5% (2010 년 기준)에 비해서는 극히 낮은 수준이지만 품질 면에서는 국내업체 중 Big 3 에 가장 근접해 있는 업체로 평가 받고 있다. 동사는 브릿지스톤을 제외한 아시아업체 중에서는 처음으로 Ford 사의 5 대 타이어 납품업체로 선정되었으며 2005 년에는 Ford 로부터 타이어업체 최고등급인 Q1 등급을 부여 받았다. 이외에도 해외 자동차 관련기관의 성능평가에서 글로벌 메이저와 동등한 평가를 받아왔으며 해외 완성차업체에 대한 OE 타이어 공급에서도 국내업체 중 가장 우수한 실적과 브랜드인지도를 보유하고 있다 (페이지 17 의 표 11 와 표 12 참조). 이에 따라 국내업체 중 가장 높은 수준의 ASP 유지하고 있다.

도표 8. 매출액 및 매출증가율 추이



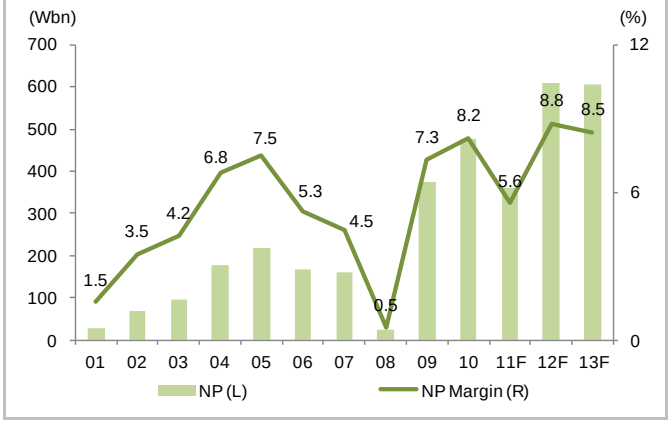
자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 9. 영업이익 및 OPM 추이



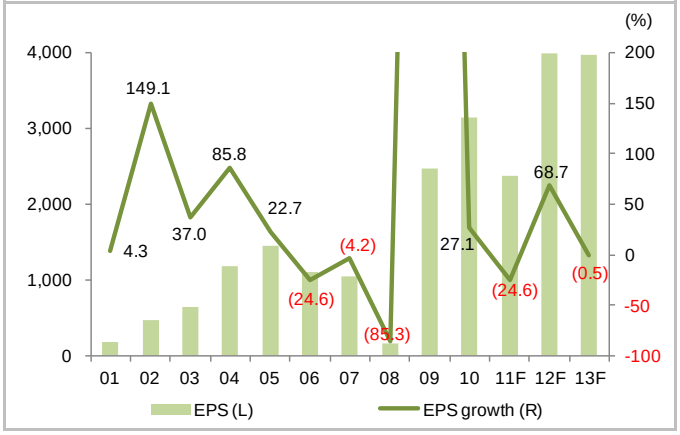
자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 10. 순이익 및 순이익률 추이



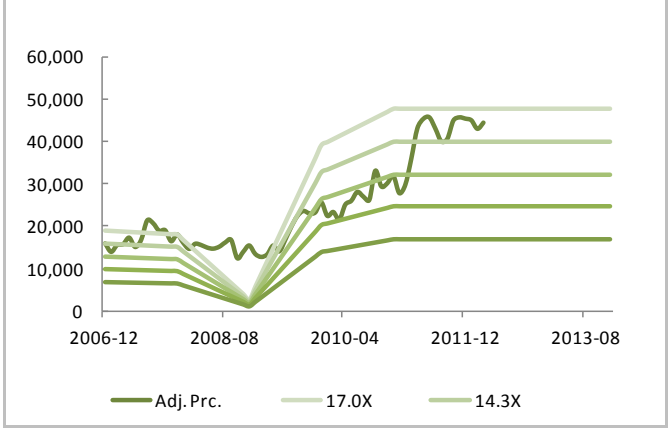
자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 11. EPS 및 EPS 성장률 추이



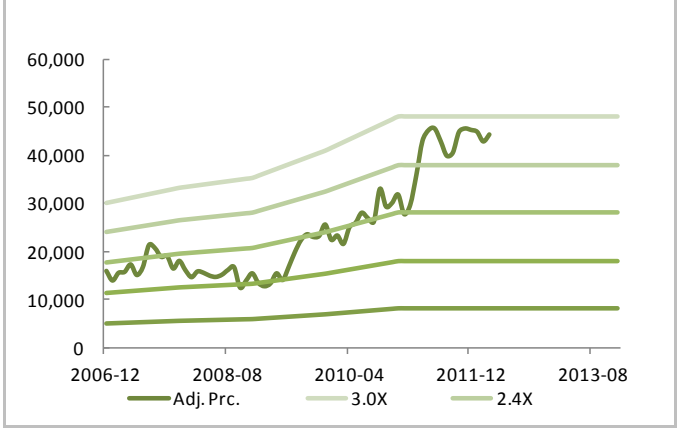
자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 12. PER Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 13. PBR Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?

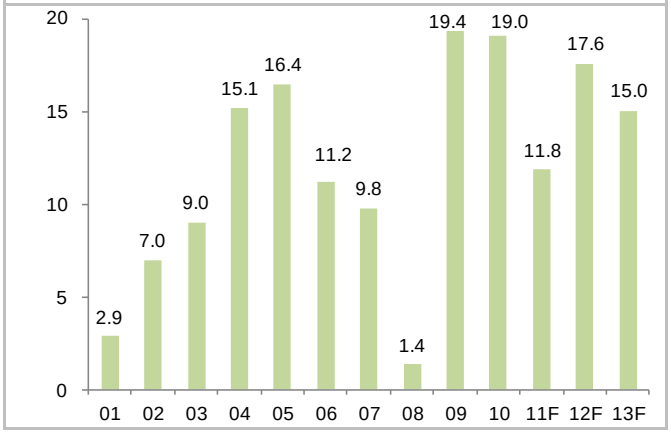
지속적으로 10~20%의 높은 ROE 유지

한국타이어는 2008 년을 제외하고는 2000 년대 중반 이후 10~20%의 비교적 높은 수준의 ROE 를 지속적으로 유지하여 왔다. 미국 금융위기 발생했던 지난 2008 년에는 원재료 가격이 급등하는 가운데 가동초기의 고정비부담으로 헝가리공장의 적자폭이 확대되었고 중국공장이 적자전환 하면서 일시적으로 ROE 가 1% 수준까지 하락하였다. 그러나 넥센/금호타이어의 국내 경쟁사와 상당수의 해외 타이어업체들이 적자를 기록하였던 당시의 상황에서 양호한 수준의 실적이었다고 판단된다.

원재료가격 부담 완화로 2012년 ROE 크게 개선

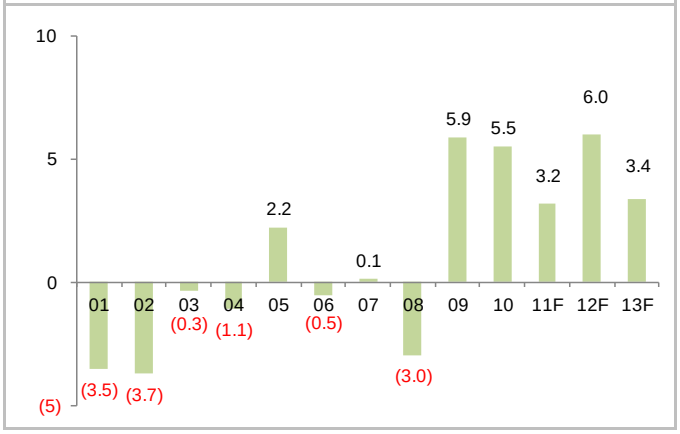
동사는 지난 2011 년에도 원재료 가격이 급등하였으나 해외공장의 생산 및 영업상황이 안정화되면서 여전히 12%에 달하는 높은 ROE 를 기록하였다. 원재료 가격 부담이 완화되는 2012 년에는 ROE 가 17%를 상회하고 향후에도 15% 수준에서 유지될 것으로 예상된다.

도표 14. ROE (%)



자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 15. ROIC less WACC (%)



자료: 한국타이어, 리딩투자증권

ROIC 는 당분간 WACC 을 3~6% 상회하는 수준에서 유지

한편 동사의 ROIC 는 지속적인 국내외 공장의 설비증설로 2008 년 까지 WACC 을 하회하였으나 2009 년부터 3~6% 상회하는 수준에서 안정화 되는 추세를 보이고 있다. 동사는 국내 최대 업체이나 아직 글로벌 시장에서 성장하는 과정이어서 향후에도 투하자본은 지속적으로 증가할 것으로 예상되며 ROIC 도 당분간 현 수준에서 큰 폭으로 향상되지는 않을 것으로 예상된다.

Section 4: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

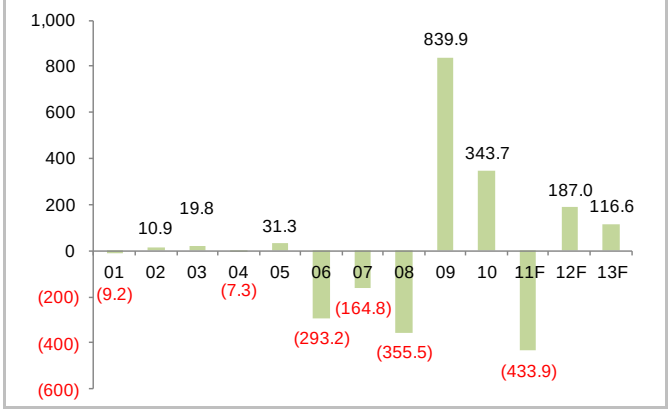
과거 지속적인 설비증설에도 안정적인 현금흐름 관리능력

한국타이어는 과거 평균적으로 안정적인 영업활동 현금흐름을 창출하였으나 해외공장 실적악화가 부담됐던 2008 년과 설비투자 규모가 확대되는 시기 중에는 마이너스의 FCF 를 기록하였다. 그러나 과거 FCF 부족분이 동사의 현금보유량을 포함한 재무능력면에서 크게 부담되는 수준이 아니었으며 지속적인 설비증설을 감안했을 때 경쟁업체 대비 동사의 안정적인 자금관리 능력이 돋보이는 부분이라고 판단된다.

향후 설비투자 확대에도 1,000억원 이상의 FCF 창출 예상

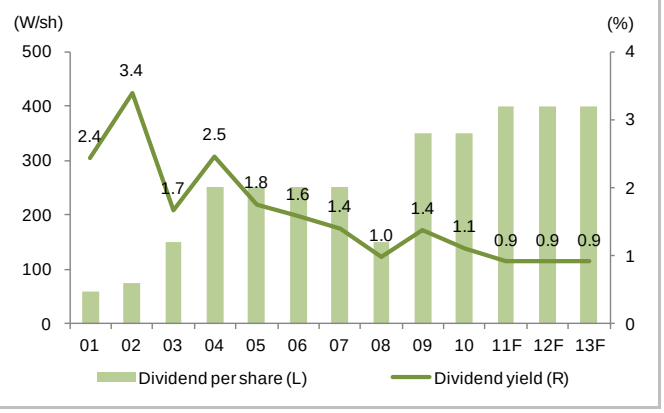
동사는 지난 2011 년 이익감소를 감안하여 중국 3 공장과 인도네시아 공장 건설에 당초 계획보다 2,000 억원 줄어든 약 6,700 억원의 투자자금을 지출하였으며 2012 년 설비투자로는 지난 해 연기된 투자분을 포함하여 9,500 억원을 계획하고 있다. 그러나 수익성이 개선되고 지난 해 일시적으로 증가하였던 운전자금 부담이 완화되면서 과거와는 달리 향후에는 설비투자 증가에도 불구하고 1,000 억원 이상의 FCF 이 창출될 것으로 예상된다.

도표 16. 잉여현금흐름 추이 (십억원)



자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 17. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



자료: 한국타이어, 리딩투자증권

배당수익률은 1% 미만

동사는 2011 년 이익감소에도 주당배당금을 전년의 350 원에서 400 원으로 인상하였다. 그러나 여전히 배당수익률은 1%에도 못 미치는 수준이었다. 2012 년에는 FCF 의 창출로 지난 해에 비해 배당여력이 확대되어 될 것으로 예상되나 설비투자 확대를 감안할 때 대폭적인 배당금 인상의 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 이에 따라 보수적으로 주당배당금이 400 원에서 유지될 것으로 가정하였다.

표 3. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	262.1	235.2	334.7	381.4	347.3	69.1	470.2	(13.7)	1,114.0	860.2	236.1	1,137.0	1,016.6
CAPEX	271.3	224.3	314.9	388.7	316.0	362.3	635.0	341.9	274.1	516.4	670.0	950.0	900.0
잉여현금흐름	(9.2)	10.9	19.8	(7.3)	31.3	(293.2)	(164.8)	(355.5)	839.9	343.7	(433.9)	187.0	116.6
총 배당금	9.6	9.1	11.0	21.9	36.5	37.2	37.4	37.6	21.8	50.8	58.1	58.1	58.1
주당 배당금 (원)	60	75	150	250	250	250	250	150	350	350	400	400	400
배당 수익률 (%)	2.4	3.4	1.7	2.5	1.8	1.6	1.4	1.0	1.4	1.1	0.9	0.9	0.9

주: 배당 수익률은 해당연도 종가기준

자료: 한국타이어, 리딩투자증권

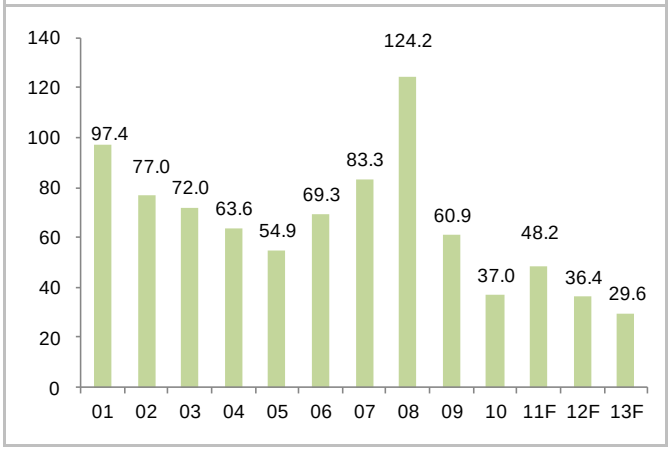
Section 5: 부채와 이자의 관리능력은?

국내 타이어 업체 중 가장 우수한 재무안정성

순차입금비율 30% 수준

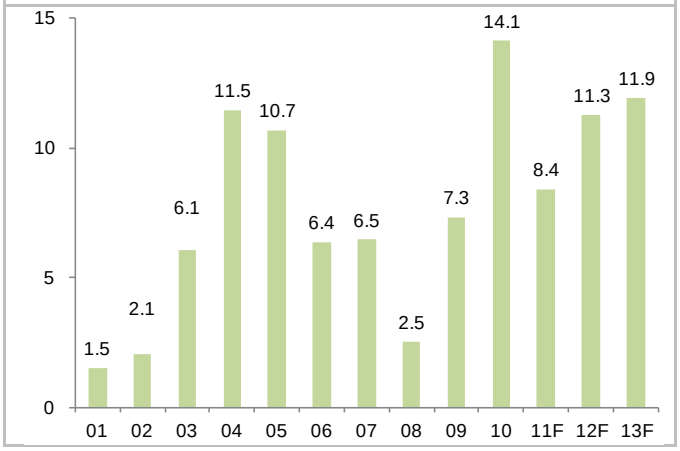
한국타이어는 해외공장 영업상황이 최악이었던 2008 년 순차입금 비율이 120%를 상회하기도 하였으나 2009 년 이후 현금흐름이 빠른 속도로 개선되면서 30% 수준까지 하락하였다. 순차입금 비율은 2011 년 일시적으로 50% 가까이 상승하였으나 향후에는 매년 1,000 억원 이상의 FCF 가 창출되면서 30%의 낮은 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 동사의 순부채비율은 140%를 상회하는 넥센타이어와 500%에 육박하는 금호타이어와 비교 시 가장 대비되는 부분이다.

도표 18. 순부채비율 (%)



자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 19. 이자보상배율 (배)



자료: 한국타이어, 리딩투자증권

도표 4. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	1,051.6	954.7	1,006.3	885.9	878.6	1,186.1	1,643.2	2,562.2	1,848.6	1,986.5	2,462.5	2,216.3	1,957.6
현금과 현금성 자산	99.1	171.6	208.9	97.6	100.9	103.8	219.9	367.3	560.7	912.2	930.1	856.5	682.6
순차입금	952.5	783.2	797.3	788.3	777.7	1,082.3	1,423.4	2,194.9	1,287.9	1,074.3	1,532.4	1,359.8	1,275.0
순차입금/총자본 (%)	97.4	77.0	72.0	63.6	54.9	69.3	83.3	124.2	60.9	37.0	48.2	36.4	29.6
이자비용	84.7	55.6	34.3	23.2	29.1	41.3	42.7	82.1	84.7	47.4	69.1	75.0	69.2
이자보상배율 (배)	1.5	2.1	6.1	11.5	10.7	6.4	6.5	2.5	7.3	14.1	8.4	11.3	11.9

자료: 한국타이어, 리딩투자증권

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

향후 증자 가능성은 거의 없는 것으로 판단

한국타이어는 지난 2006 년 미세린의 지분참여 과정에서 실시한 200 만주의 소규모 증자가 지난 10 년간 유일한 증자였으며 설비투자에 따른 자금소요를 모두 내부자금 및 BW 나 CB 가 아닌 일반 차입금으로 조달하였다. 향후에도 대규모 투자가 계획되어 있지만 동사가 증자나 BW 또는 CB 를 발행할 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다.

도표 5. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '01-10
납입자본금	74.5	75.1	75.1	75.1	75.1	76.1	76.1	76.1	76.1	76.1	1.6
주식발행초과금	601.0	597.0	597.0	597.0	597.0	621.0	624.0	624.0	624.0	624.0	23.0
주식발행으로 인한 조달금	(6.8)	(3.4)	0.0	0.0	0.0	25.0	3.0	0.0	0.0	0.0	24.6

자료: 한국타이어

Section 7: CEO 의 경영철학은?

뛰어난 경영능력을 지닌 2세 경영인 조양래 회장 – 제품품질 우선이 경영철학

한국타이어의 조양래 회장은 효성그룹 창업주의 차남인 2 세 경영인으로 지난 1985 년 동사가 효성그룹에서 분리된 이후 본격적으로 회사경영을 총괄하였다. 조양래 회장은 보수적이고 신중한 경영인으로 국내 타 재벌그룹 2 세 경영인과는 달리 사업영역의 확대보다는 타이어사업에 집중하여 왔다. 보수적인 경영스타일 때문에 조양래 회장의 경영능력이 언론에 크게 부각되지는 않았으나 성공적인 해외진출과 함께 회사를 별다른 재무적인 위기 없이 경쟁력 있는 글로벌 업체로 성장시켰다는 점에서 탁월한 경영능력을 지닌 기업인으로 평가 받고 있다. 과거 효성그룹 계열사 중 가장 성공한 기업 중 하나라는 점도 조양래 회장의 경영능력을 보여주는 사례라고 판단된다. 조양래 회장의 경영철학은 제품품질 우선으로 동사는 생산현장에 자체적인 품질테스트를 통과한 제품이라도 추후 성능상의 오차가 발생할 가능성이 있다면 폐기처분하고 있다. 조직관리 면에서도 창사이래 한번도 발생하지 않은 안정적인 노사관계가 유지되고 있다.

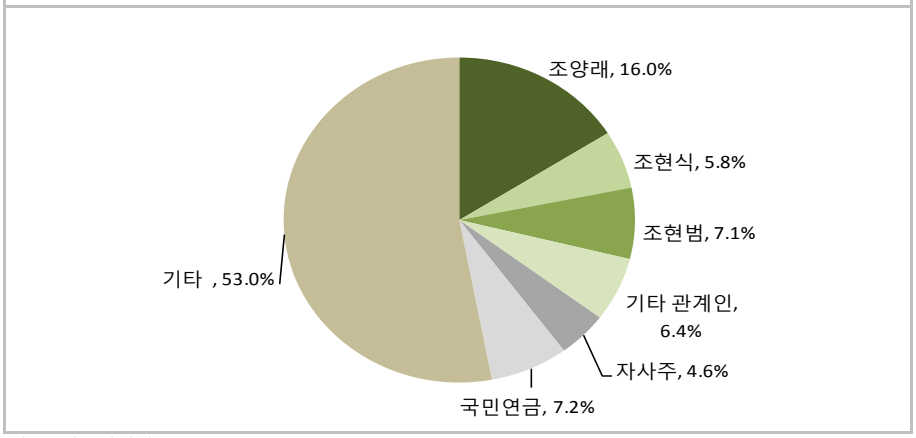
전문경영인 출신의 대표이사 서승화 부회장

동사의 서승화 대표이사 부회장은 입사 이후 해외영업을 담당해 온 전문경영인으로 지난 2007 년 대표이사 사장에 취임하였다. 조양래 회장은 주요 의사결정에 관여하고 있으며 일상적인 회사운영은 서승화 부회장이 담당하고 있다. 서승화 부회장의 경영스타일은 조양래 회장과 크게 벗어나지 않는 가운데 자상하고 합리적인 리더쉽의 경영인으로 알려졌다.

조양래 회장을 포함한 특수관계인 지분 35.3%

한편 조양래 회장의 장남인 조현식 사장에 이어 최근 차남인 조현범 부사장이 사장으로 승진하면서 언론에서 조양래 회장 이후 3 세 경영체제에 대한 전망들이 제시되었다. 그러나 본격적인 3 세 경영체제의 시기를 예측하기 어려우며 이들 3 세 경영인들이 오랜 기간 동안 경영수업을 받아왔고 해외공장 건설 실무에 관여하면서 경영능력을 인정받아 왔다는 점에서 향후 3 세 경영인의 단독 또는 공동 대표이사 체제로의 전환이 동사의 사업방향에 큰 변화를 주지 않을 것으로 전망된다. 현재 조양래 회장을 포함한 특수관계인의 지분은 35.3% 이며 2 대주주였던 미세린은 지난해 11 월 보유지분 9.98%를 전량 매각하였다.

도표 20. 한국타이어 지분 구조



자료: 한국타이어

도표 6. 한국타이어 회장과 대표이사 주요 경력 및 학력

조양래 회장		서승화 부회장	
기간	**경력**	**기간**	**경력**
1988 ~ 현재	한국타이어 회장	2009 ~ 현재	한국타이어 대표이사 부회장
1979	한국타이어 사장	2007	한국타이어 대표이사 사장
1969	한국타이어 상무	2001	한국타이어 해외영업 본부장
1968	동양나일론 입사	1973	한국타이어 입사
	학력		**학력**
1968	앨라바마 대학교 졸업	1971	한국 외국어대학교 정치외교학과 졸업

주: 한국타이어

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

수출비중에 비해 낮은 환율 민감도

한국타이어의 매출에서 수출이 차지하는 비중은 약 80%이며 이중 유럽지역 매출비중이 23%로 가장 높은 가운데 북미를 포함한 타 지역수출이 약 57%의 비중이다. 유럽매출은 유로화로 결제되고 있으며 북미를 포함한 기타지역 수출은 달러와 연동되어 결제되고 있다. 매출액의 55~60%를 차지하는 원재료는 대부분 달러로 결제되고 있어 유럽을 제외한 기타 수출규모와 비슷하다. 이에 따라 원/달러 환율이 동사의 수익성에 미치는 영향은 극히 제한적이며 실질적으로 환율변동에 노출되어 있는 순 매출액은 유럽지역에 대한 수출분이다. 원/유로 환율이 5% 변동시 동사의 EPS 는 13~15% 가량 변동하나 동사의 전체적인 수출비중에 비해 환율변동에 대한 민감도는 크지 않을 것으로 판단된다.

표 7. 2012 년 환율 민감도

원/유로 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율	1,331	1,387	1,401	1,415	1,471
매출액(십억원)	6,627.5	6,854.2	6,910.8	6,967.5	7,194.2
영업이익(십억원)	738.1	823.8	845.2	866.6	952.3
순이익(십억원)	527.3	591.6	607.7	623.7	688.0
주당순이익(원)	3,465	3,887	3,993	4,098	4,521
PER	12.4	11.1	10.8	10.5	9.5
매출액 증가율(%)	(4.1)	(0.8)	0.0	0.8	4.1
영업이익 증가율(%)	(3.6)	(0.7)	0.0	0.7	3.6
순이익 증가율(%)	(12.7)	(2.5)	0.0	2.5	12.7
주당순이익 증가율(%)	(13.2)	(2.6)	0.0	2.6	13.2

자료: 한국타이어, 리딩투자증권

표 8. 2013 년 환율 민감도

원/유로 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율	1,255	1,308	1,322	1,335	1,389
매출액(십억원)	6,853.1	7,093.5	7,153.6	7,213.7	7,454.0
영업이익(십억원)	706.0	800.5	824.1	847.7	942.1
순이익(십억원)	516.2	587.0	604.7	622.4	693.2
주당순이익(원)	3,392	3,857	3,973	4,090	4,555
PER	12.7	11.1	10.8	10.5	9.4
매출액 증가율(%)	(4.2)	(0.8)	0.0	0.8	4.2
영업이익 증가율(%)	(3.5)	(0.7)	0.0	0.7	3.5
순이익 증가율(%)	(14.3)	(2.9)	0.0	2.9	14.3
주당순이익 증가율(%)	(14.6)	(2.9)	0.0	2.9	14.6

자료: 한국타이어, 리딩투자증권

Section 9: 영업현황 및 실적전망

타이어 수요 전망

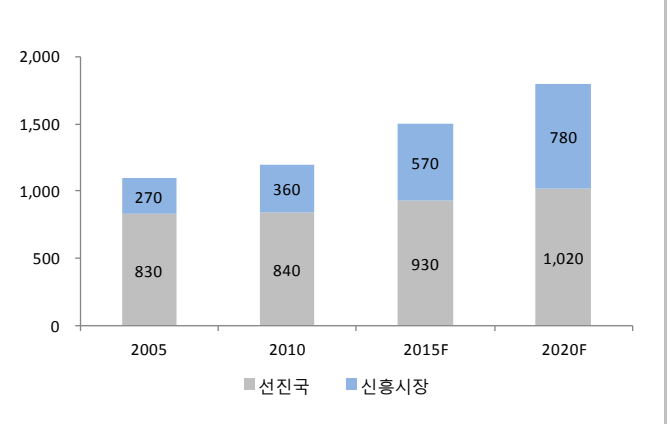
글로벌 타이어 수요 2011년 4%의 안정적인 성장

미쉐린에 따르면 지난 2011년 글로벌 승용차/소형트럭 타이어 수요는 전반적인 소비심리 위축에도 불구하고 전년대비 4%의 안정적인 성장을 한 것으로 추정된다. 지역별로는 북미에서 기존차량에 대한 타이어 교체지연으로 RE수요가 1% 가량 감소하였으나 OE 수요는 10%의 높은 증가율을 기록하였다. 아시아지역에서는 일본의 완성차 생산차질을 반영하여 OE수요는 2% 가량 감소하였으나 중국의 지속적인 운행대수 증가에 힘입어 RE 수요가 10% 증가하였다. 나머지 지역에서는 OE/RE 수요가 3~10% 증가하였다.

타이어 수요성장 2012년 2% 수준으로 둔화되나 경기회복이 진행되면서 2015년까지 연평균 4% 증가 예상

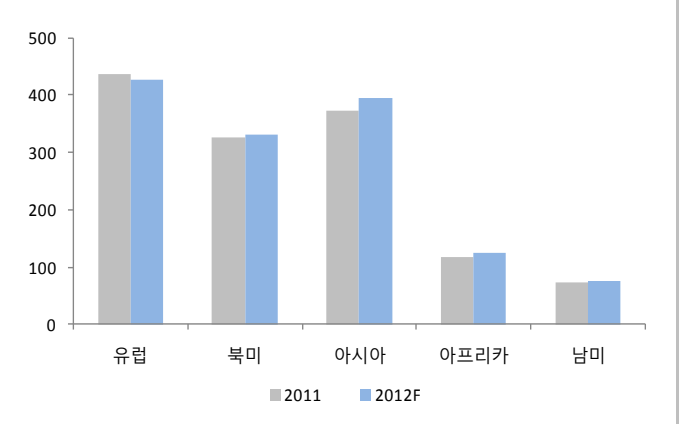
2012년 글로벌 타이어 수요는 2011년에 비해 둔화되어 약 2% 수준의 성장에 머물 것으로 전망되고 있다. 타이어시장 성장률이 둔화되는 것은 글로벌 자동차와 타이어시장 성장을 견인하고 있는 중국을 비롯한 신흥시장의 수요증가에도 불구하고 재정위기가 지속되고 있는 유럽지역의 수요가 2% 가량 감소하고 북미지역의 수요도 지난해 수준에서 소폭증가 또는 정체될 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 2012년 하반기 이후 경기회복이 진행되면서 타이어 수요는 2015년까지 연평균 4%의 안정적인 성장을 할 것으로 전망된다.

도표 21. 글로벌 승용차/경트럭 타이어 수요전망 (백만본)



자료: Michelin

도표 22. 승용차 및 소형트럭 지역별 수요전망 (백만본)



자료: Michelin, 리딩투자증권
주: 아시아지역은 일본제외

국내 업체 현황

글로벌 타이어 업계 평균을 크게 상회하는 국내업체들의 성장성

2012년 글로벌 타이어 수요의 일시적인 수요둔화가 국내 타이어업체에 미치는 부정적인 영향은 없을 것으로 판단된다. 이는 국내업체들은 미국 금융위기 이후 글로벌 타이어업계의 구조조정에도 불구하고 품질대비 가격경쟁력을 바탕으로 지속적으로 시장점유율을 확대하면서 업계 평균을 크게 상회하는 성장률을 기록하고 있기 때문이다. 원자재 가격상승으로 형성된 소비자들의 '합리적 소비성향' 추세는 향후에도 큰 변화가 없을 것으로 예상된다.

국내 타이어 업체 시장점유율의 지속적인 확대

국내 타이어 업체의 글로벌시장 점유율은 지난 2005년의 4.7%에서 2010년에는 5.7%로 1.0% 포인트 개선되었다. 점유율 확대 폭이 커 보이지 않으나 이 기간 동안 한국/넥센타이어의 매출규모는 2~3배 증가하였다. 미국 금융위기로 타이어수요가 감소하였던 2009년에는 국내업체 매출액이 20% 이상 증가하였으며 2011년까지 연평균 12~18%의 성장률을 기록하였다. 시장입지 및 브랜드 인지도면에서 직접적인 비교는 무리가 있겠으나 국내 완성차업체와 같이 품질과 가격경쟁력이 부각되면서 글로벌 타이어 수급에 상관없이 시장점유율 확대 추세가 지속될 것으로 예상된다. 한편 기타업체들의 시장점유율이 급격하게 증가한 것은 메이저 제품을 대체하는 경쟁력 향상의 측면보다는 중국과 인도를 비롯한 신흥시장의 자동차 수요증가를 반영한 것이라고 판단된다.

표 9. 글로벌 타이어시장 점유율 (매출액 기준)

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Big 3	52.5	50.4	48.4	46.1	43.7	42.0
Continental	7.1	8.1	9.1	10.1	5.1	5.3
Pirelli	4.4	4.4	4.4	4.3	4.4	4.2
Sumitomo	3.5	3.3	3.2	3.5	3.6	3.8
Yokohama	2.9	2.8	2.9	2.8	3.1	3.1
한국업체	4.7	5.5	5.3	5.1	5.5	5.7
한국타이어	2.4	2.8	2.7	2.6	2.9	3.0
금호타이어	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8	2.0
넥센타이어	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
기타	24.8	25.5	26.8	28.1	34.6	35.8

자료: Tire Business

아시아지역 자동차 수요 증가에 대응하는 한국타이어의 설비증설 계획

국내 타이어업체 성장성의 변수는 글로벌 타이어 수급상황이 아니라 이미 풀가동상태인 생산능력의 한계를 해소하며 시장수요에 대응할 수 있는 설비증설 여부이다. 업체별 생산능력 확대계획에 따르면 국내 최대업체인 한국타이어는 폭스바겐 타이어공급업체로 선정되면서 설비능력이 확대된 헝가리공장에 이어 아시아지역의 수요증가에 대응하기 위해 2013년부터 중국 충칭과 인도네시아 신규공장에서 각각 3백만본 규모로 양산에 들어갈 계획이다. 동사는 중국과 인도네시아 공장의 전체 설비능력을 매년 6백만본씩 확대하여 2016년 까지 연간 5~7%의 생산량 증가를 계획하고 있다. 중국과 인도 등 아시아지역의 자동차 수요증가 추세를 감안할 때 국내업체 중 가장 시기 적절하게 시장수요에 대응하는 증설계획이라고 판단된다.

중기적으로 OE 타이어 생산에 집중하는 넥센타이어의 설비증설 계획

기존 생산능력 대비 가장 대규모의 설비증설을 계획하고 있는 넥센타이어는 2012년 창녕공장 가동으로 20%를 상회하는 생산량 증가가 예상되며 2018년까지 생산능력을 2011년에 비해 2배 이상 증가시킬 계획이다. 한국타이어 계획과의 차이는 2014~2015년에는 창녕공장 외에 해외공장 증설계획이 없어 한국타이어와 비슷한 수준으로 설비증가율이 낮아진다는 점이다. 이는 OE물량 생산에 집중할 창녕공장과 동시에 해외증설을 진행하기에는 아직 투자여력이 확보되지 않았기 때문인 것으로 판단된다. 아울러 이미 중국시장에서 점유율 1,2위를 차지하고 있는 한국/금호타이어에 비해 시장진출이 크게 늦었던 넥센으로서는 지속적인 증설보다는 현지에서 브랜드인지도 및 수요기반을 다지는 기간이 필요할 것으로 판단된다.

표 10. 국내 타이어업체 글로벌 생산능력 추이

(백만본)	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
한국타이어	**85.0**	**87.0**	**89.0**	**95.0**	**101.0**	**107.0**	**113.0**	**113.0**	**113.0**
국내	45.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
대전	22.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
금산	23.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
중국	30.0	30.0	30.0	33.0	36.0	39.0	42.0	42.0	42.0
가흥/강소	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
충칭				3.0	6.0	9.0	12.0	12.0	12.0
헝가리	10.0	10.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
인도네시아				3.0	6.0	9.0	12.0	12.0	12.0
넥센타이어	**23.0**	**25.1**	**30.2**	**35.5**	**37.6**	**40.6**	**47.0**	**52.0**	**60.0**
국내	17.0	18.0	22.0	25.0	27.0	30.0	33.0	36.0	41.0
양산	17.0	18.0	19.0	19.0	19.0	19.0	20.0	20.0	20.0
창녕			3.0	6.0	8.0	11.0	13.0	16.0	21.0
중국 (청도)	6.0	7.1	8.2	10.5	10.6	10.6	14.0	16.0	19.0

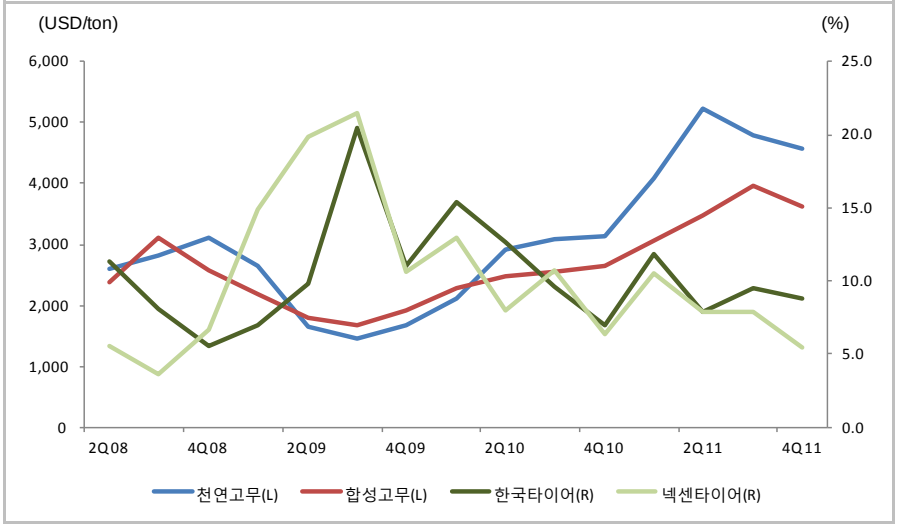
자료: 해당업체

원재료 가격 동향

원재료 평균가격 2012년 하락 전망

원재료는 타이어업체 매출액에서 55~60%의 비중을 차지하고 있으며 원재료 중에서는 천연/합성고무의 비중이 약 50%에 달하고 있어 가장 큰 수익성 결정요인이다. 업체별로 차이가 있으나 천연고무가격은 4~5개월 후에 합성고무가격은 1~2개월 후에 타이어업체의 원료투입단가에 반영된다. 천연 및 합성고무 가격은 각각 지난 해 2분기와 3분기를 고점으로 연말까지 하락하여 타이어업체 원료투입단가에 4분기부터 반영되기 시작하였으며 금년 1~2분기중 본격 반영될 것으로 예상되고 있다. 합성고무의 2012년 연간평균 가격은 지난 해에 비해 소폭 상승하고 천연고무 가격은 하락할 것으로 전망된다.

도표 23. 원재료 가격과 국내 타이어업체 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, FnGuide, 해당업체
주: 분기별 영업이익률은 2011년은 연결기준, 그 이전은 개별기준.

중국 NCC 가동률 상승으로 합성고무 가격 하락 전망

합성고무의 원료인 부타디엔 가격은 지난해 7월 고점 4,500달러/톤에서 11월에는 1,550달러/톤까지 하락하는 극심한 변동성을 기록하였다. 중국과 유럽지역의 NCC (납사크래킹센터) 가동률 하락과 재고확충의 영향으로 최근에는 3,800달러/톤 수준까지 반등하였다. 그러나 가격반등과 함께 중국 NCC 의 가동률이 다시 상승하여 부타디엔 가격이 현재 수준에서 유지되기는 어려울 것으로 전망된다. 연간 평균으로는 2011년에는 1,970달러로 전년대비 2배 이상 상승하였으나 2012년에는 전년대비 15% 가량 상승한 2,200달러 후반수준이 될 것으로 예상된다.

태국정부의 천연고무 구매계획으로 인한 가격반등은 일시적

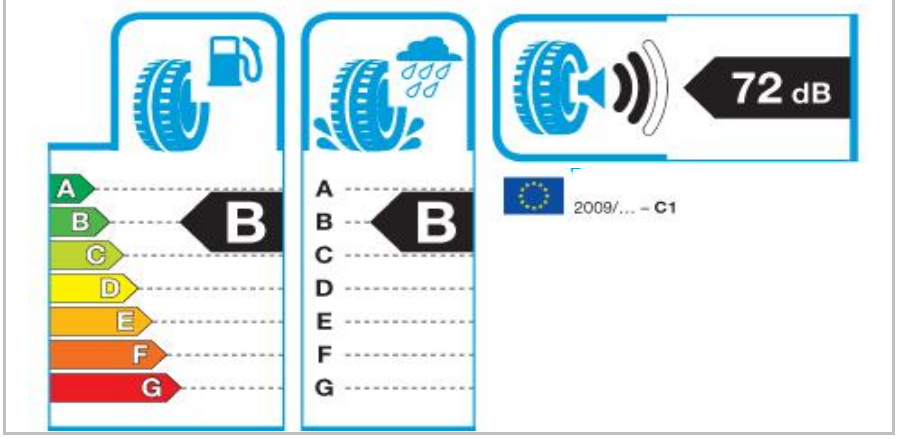
천연고무 가격도 2011년 중반 6,000달러까지 상승하였으나 11월에는 3,200달러까지 하락하였다. 당초 천연고무생산국가연합 (ANRPC)에서는 천연고무 수확량이 크게 증가할 것으로 전망하였으나 가격유지를 위한 생산통제를 하면서 2012년 천연고무 생산은 3% 증가에 그칠 것으로 예상되고 있다. 그러나 수요측면에서도 전세계 천연고무 소비량의 1/3을 차지하는 중국의 자동차 생산증가율이 둔화된 상황이고 유럽 재정위기 지속에 따른 소비심리 위축으로 천연고무 소비량도 둔화될 것으로 전망된다. 천연고무가격이 2012년 들어 반등하였으나 이는 기술적인 측면 외에도 최대 생산국인 태국정부가 자국 생산농가를 위해 발표한 4억8천만달러 규모의 구매계획이 반영된 결과로 향후 하락 안정화 될 것으로 예상된다. 실제로 개별업체 별로 천연고무 가격 전망에 차이가 있지만 한국타이어는 물론 넥센타이어와 미세린을 비롯한 글로벌 타이어업체들도 2012년 천연고무가격이 하락할 것으로 전망하고 있다.

타이어 등급표시

유럽연합의 타이어 등급표시 의무화

유럽연합은 2020년까지 20% 에너지 소비감축을 목표로 하는 에너지효율성 개선법안의 일환으로 금년 11월부터 역내에서 판매되는 타이어에 대해 연비, 소음, 젖은 노면 접지력 (wet grip) 성능 표시를 의무화 하였다. 연비와 접지력과 관련해서는 최고 등급인 녹색 A 부터 최저 등급인 적색 G 까지 7개 등급으로 분류되며 소음이 지나치게 발생하는 타이어에 대해서는 추가적인 세금 및 벌금이 부과된다. 생산 및 딜러재고 확보기간을 감안하여 금년 7월 이전에 생산업체별 타이어등급이 결정될 예정이다.

도표 24. 유럽연합 타이어 성능표시



자료: EU

국내 브랜드 인지도 상승으로 추가적인 시장점유율 확대 예상

타이어의 종합적인 품질평가에는 안정성, 수막저항력, 핸들링, 내구성 및 제동력 등의 기타 주요 성능요인들이 있으나 유럽연합 등급표시는 일본을 제외한 선진국시장에서 실시되는 최초의 국가기관 인증이라는 점에서 향후 소비자들의 브랜드인지도 및 구매판단기준이 될 것으로 예상된다. 같은 타이어회사의 제품이라도 품목과 사이즈 별로 등급차이가 차이가 날 것으로 예상되며 연비와 접지력이 상충되는 지표라는 점을 감안할 때 현실적으로 A-A 등급을 받는 품목이 나오기는 어려울 것으로 보인다. 미세린같은 경우도 평균적으로 B-B 등급을 받을 것으로 자체적으로 예상하고 있는 것으로 알려졌다.

국내업체 중에서는 한국타이거가 가장 높은 등급을 받을 것으로 예상

국내 타이어업체 중에서는 해외성능평가나 OE 공급실적에서 우수한 실적을 기록한 한국타이어가 가장 높은 등급을 받을 것으로 예상되고 있다. 한국타이어는 최근 영국 자동차 전문지 EVO 의 성능평가에서 종합2위를 차지하면서 일부 제품에서 글로벌 메이저업체와 동등한 B-B 등급을 받을 수 있을 것으로 기대하고 있다. 넥센타이어의 경우는 그 동안 한국타이어는 물론 글로벌 메이저와도 동등한 품질수준이라는 점을 강조하였는데 현실적으로는 평균 C-C 등급을 예상하고 있다.

표 11. 북미 OE 타이어 시장 업체별 점유율 (2010년 기준)

시장전체	(%)	Ford	(%)	GM	(%)	현대/기아	(%)
Goodyear	34.0	Michelin	33.0	Goodyear	34.0	한국타이어	30.0
Michelin	24.0	Continental	25.0	Bridgestone	24.0	Bridgestone	7.0
Bridgestone	17.0	한국타이어	16.0	Continental	22.0	Others	63.0
Continental	12.5	Goodyear	12.0	Michelin	10.0		
한국타이어	5.0	Pirelli	12.0	Pirelli	5.0		
Pirelli	3.5	금호타이어	3.0	금호타이어	4.0		
Yokohama	1.0						
금호타이어	1.0						
Others	1.0						

자료: Tire Business

표 12. 최근 국내 타이어업체 해외 성능평가 결과 및 신규공급 실적

한국타이어	
2011	영국 자동차 전문지 타이어 성능평가 종합 2 위
	BMW Mini 에 타이어 공급시작
	독일 투어링카 마스터즈 공식타이어 독점공급업체 선정
2010	독일 Gute Fahrt 성능평가 2 위
2009	유럽 자동차 전문지 ADAC 겨울타이어 최고 등급
	Car & Drive 타이어 성능평가 종합 2 위
	아우디 A3 공식타이어 공급업체
2008	세계 타이어 업계 최초로 독일 IF 친환경 디자인상
	독일 자동차 전문지 평가 1 위
넥센타이어	
2011	미국 Good Design Award
2010	독일 IF 디자인상
	일본능률협회컨설팅 글로벌 고객만족도 타이어부문 1 위

자료: 해당업체

실적전망

일회성 비용 발생을 제외할 경우 4Q11 수익성 개선

지난 4Q11 고무가격 하락으로 타이어업체의 원가부담은 완화하였으나 연말 비용정산과 성과급지급으로 한국타이어의 영업이익률은 전 분기대비 소폭 하락하였다. 성과급을 제외할 경우 4Q11 한국타이어의 영업이익률은 10.0%로 전 분기대비 개선되었다.

표 13. 한국타이어 실적 전망

(십억원)	3Q11	4Q11P	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011P	2012E	2013E
매출액	1,687.8	1,780.7	1,712.4	1,739.3	1,692.8	1,766.3	6,484.4	6,910.8	7,153.6
영업이익	134.6	136.5	219.8	224.0	189.5	194.8	566.3	828.1	814.1
세전이익	68.6	102.2	210.8	222.5	185.1	191.8	479.3	810.2	806.3
순이익	48.6	76.6	158.1	166.8	138.8	143.9	360.2	607.7	604.7
이익률 (%)									
영업이익	8.0	7.7	12.8	12.9	11.2	11.0	8.7	12.0	11.4
세전이익	4.1	5.7	12.3	12.8	10.9	10.9	7.4	11.7	11.3
순이익	2.9	4.3	9.2	9.6	8.2	8.1	5.6	8.8	8.5

자료: 한국타이어, 리딩투자증권

2012년 매출액 전년대비 7% 증가 예상

한국타이어의 2012년 가동되는 신규설비규모는 헝가리공장의 2백만본으로 전체 판매량은 전년대비 4% 가량 89백만본, 매출액은 6.6% 증가한 6조9천억원에 달할 것으로 예상된다. 2013년에는 중국 충칭과 인도네시아 신규공장 가동으로 판매량이 95백만본으로 전년대비 6.7% 증가할 것으로 예상된다. 그러나 원화가 지속적으로 절상되는 점을 감안할 때 매출액 증가율은 판매량 증가율보다 다소 낮은 3.5%가 될 것으로 예상된다. 매출액 예상은 추가적인 판매단가 인상이 없는 것으로 가정하였다.

2012년 영업이익률 전년의 8.7%에서 12% 수준으로 크게 개선

지난 해 말 고무가격 하락을 반영하여 한국타이어의 2012년 영입이익은 전년대비 46.2% 증가한 8,281억원에 달하여 이익률은 8.7%에서 12% 수준으로 크게 개선될 것으로 예상된다. 특히 1Q12E~2Q12E 기간 중 원료투입단가 하락효과가 극대화되어 영업이익률이 13% 수준으로 향상되고 이후에는 11%의 정상적인 수준으로 하락할 것으로 예상된다.

한국타이어 2012년 사업계획

한편 한국타이어의 2012년 사업계획에 따르면 매출액 7조2,328억원 (전년대비 +11.5%)에 영업이익률은 11.2%를 예상하고 있다. 한국타이어의 매출액 전망이 당사의 예상치를 상회하는 것은 앞서 언급한 바와 같이 6~7%의 판매단가인상을 가정하고 있기 때문이다. 동사의 판매단가 가정은 시장예상보다 높게 가정한 고무가격에 상응하는 수치상의 차이에 기인할 뿐 당사의 수익성 전망과 큰 차이가 없는 것으로 판단된다.

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**1,805.8**	**1,998.1**	**2,257.4**	**2,620.6**	**2,907.5**	**3,172.9**	**3,585.8**	**4,461.2**	**5,145.1**	**5,813.4**	**6,484.4**	**6,910.8**	**7,153.6**
매출액 증가율 (%)	13.0	10.6	13.0	16.1	10.9	9.1	13.0	24.4	15.3	13.0	11.5	6.6	3.5
매출원가	1,285.2	1,424.2	1,542.0	1,752.2	1,983.2	2,279.4	2,603.7	3,395.0	3,626.7	4,104.1	4,789.0	4,954.4	5,218.7
매출총이익	**520.6**	**574.0**	**715.4**	**868.4**	**924.3**	**893.5**	**982.1**	**1,066.2**	**1,518.4**	**1,709.3**	**1,695.4**	**1,956.4**	**1,934.9**
매출총이익률 (%)	28.8	28.7	31.7	33.1	31.8	28.2	27.4	23.9	29.5	29.4	26.1	28.3	27.0
판매관리비	**390.6**	**459.2**	**507.2**	**602.2**	**614.2**	**630.6**	**706.1**	**857.4**	**898.2**	**1,039.1**	**1,115.1**	**1,111.2**	**1,110.9**
조정영업이익	**130.0**	**114.8**	**208.2**	**266.2**	**310.1**	**262.8**	**276.0**	**208.8**	**620.2**	**670.2**	**580.3**	**845.2**	**824.1**
조정영업이익률 (%)	7.2	5.7	9.2	10.2	10.7	8.3	7.7	4.7	12.1	11.5	8.9	12.2	11.5
순 기타수익	(22.9)	27.9	(11.1)	15.1	18.6	20.1	5.9	(25.6)	(21.1)	13.3	(13.9)	(17.1)	(10.0)
발표영업이익	**130.0**	**114.8**	**208.2**	**266.2**	**310.1**	**262.8**	**276.0**	**208.8**	**620.2**	**670.2**	**566.3**	**828.1**	**814.1**
순 지분법 이익	0.6	(0.5)	0.8	0.8	1.0	(5.4)	0.5	0.6	(1.5)	0.6	14.9	15.5	17.3
금융수익	17.9	18.4	12.4	12.6	9.9	11.6	16.3	16.5	23.1	33.1	119.3	95.6	89.9
금융비용	88.7	72.1	68.5	44.3	48.9	67.0	76.7	119.6	108.5	70.3	221.3	129.0	115.0
법인세비용 차감전 순이익	37.1	88.5	141.8	250.4	290.6	222.1	222.0	80.7	512.2	647.0	479.3	810.2	806.3
법인세 비용	9.2	18.7	46.2	72.6	72.5	55.4	62.3	57.2	136.5	169.5	119.1	202.6	201.6
법인세율	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.7	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
당기순이익	**27.8**	**69.8**	**95.7**	**177.8**	**218.2**	**166.7**	**159.7**	**23.5**	**375.7**	**477.5**	**360.2**	**607.7**	**604.7**
지배주주	29.8	73.2	99.2	179.9	214.2	165.2	155.6	(20.2)	342.2	437.9	360.2	607.7	604.7
비지배주주	(2.0)	(3.3)	(3.5)	(2.1)	4.0	1.5	4.1	43.7	33.5	39.6	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	56.0	(18.2)	(16.3)
총포괄이익	27.8	69.8	95.7	177.8	218.2	166.7	159.7	23.5	375.7	477.5	416.2	589.5	588.4

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동자산	**819**	**861**	**1,014**	**1,030**	**1,076**	**1,347**	**1,614**	**2,521**	**2,358**	**2,842**	**3,509**	**3,327**	**3,194**
현금및 현금성 자산	61	101	189	84	76	83	178	297	517	505	600	556	415
단기금융자산	38	70	20	13	25	21	42	71	44	407	330	301	267
매출채권	289	308	389	452	425	545	673	763	730	776	1,083	1,161	1,180
재고자산	360	310	346	424	512	602	690	1,247	895	939	1,362	1,184	1,200
기타유동자산	70	72	70	56	38	96	31	143	171	215	134	125	131
비유동자산	**1,732**	**1,590**	**1,662**	**1,780**	**1,855**	**1,946**	**2,515**	**2,854**	**2,645**	**3,291**	**3,624**	**4,182**	**4,663**
유형자산	1,616	1,479	1,556	1,657	1,731	1,808	2,383	2,661	2,426	3,066	3,317	3,874	4,351
장기금융자산	37	28	22	25	23	44	27	32	40	42	45	47	48
관계기업투자	0	0	2	3	4	14	3	3	3	70	78	80	85
공동지배기업투자	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타비유동자산	79	83	82	95	97	80	102	157	175	112	184	181	179
자산총계	**2,551**	**2,452**	**2,676**	**2,809**	**2,932**	**3,293**	**4,129**	**5,375**	**5,003**	**6,133**	**7,133**	**7,509**	**7,857**
유동부채	**1,055**	**1,050**	**1,179**	**1,337**	**1,202**	**1,385**	**1,777**	**2,888**	**2,186**	**2,718**	**3,296**	**3,132**	**2,932**
매입채무	277	207	264	308	376	238	326	407	458	483	623	639	652
단기금융부채	558	610	687	719	648	924	1,083	1,942	1,260	1,583	1,952	1,736	1,499
기타유동부채	220	233	228	310	178	224	368	539	468	652	721	757	780
비유동부채	**518**	**384**	**390**	**232**	**312**	**346**	**643**	**719**	**703**	**511**	**657**	**637**	**624**
장기매입&기타채무	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
장기금융부채	493	345	320	166	230	262	561	620	589	404	510	481	458
기타비유동부채	25	39	70	65	82	84	82	99	115	108	146	156	165
부채총계	**1,573**	**1,434**	**1,569**	**1,569**	**1,514**	**1,731**	**2,420**	**3,607**	**2,889**	**3,229**	**3,953**	**3,768**	**3,556**
자본금	75	75	75	75	75	76	76	76	76	76	76	76	76
자본잉여금	601	597	597	597	597	621	624	624	624	112	112	112	112
기타포괄손익	39	22	15	(8)	(13)	(24)	2	124	119	0	0	0	0
기타자본구성요소	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(12)	(58)	(58)	208	190	201	215
이익잉여금	236	299	399	557	735	863	979	919	1,240	2,556	2,790	3,339	3,886
비지배주주	39	35	32	30	34	35	41	83	114	(49)	12	12	12
자본총계	**978**	**1,018**	**1,107**	**1,240**	**1,417**	**1,561**	**1,709**	**1,768**	**2,114**	**2,904**	**3,180**	**3,741**	**4,301**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**27.8**	**69.8**	**95.7**	**177.8**	**218.2**	**166.7**	**159.7**	**23.5**	**375.7**	**477.5**	**360.2**	**607.7**	**604.7**
비현금성비용/수익조정	**254.7**	**244.4**	**288.4**	**268.4**	**278.9**	**285.8**	**364.5**	**497.1**	**486.1**	**402.6**	**446.8**	**463.1**	**484.2**
감가상각비	179.3	194.5	204.6	230.6	229.3	230.6	289.2	411.9	373.9	322.6	364.1	392.6	423.7
충당부채전입금	18.5	27.8	30.7	28.2	28.3	22.0	31.9	22.4	55.9	39.3	45.0	48.2	51.5
순 외화평가차익	(5.1)	(4.0)	(7.7)	(9.2)	(9.4)	(5.2)	(33.7)	(78.9)	(43.5)	(51.8)	(38.0)	(24.5)	(12.0)
순 지분법투자이익	0.6	(0.5)	0.8	0.8	1.0	(5.4)	0.5	0.6	(1.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	49.9	5.2	42.5	(2.2)	8.9	19.1	6.4	(19.7)	7.2	(15.0)	5.0	7.0	8.0
영업자산과 부채의 증감	**(20.5)**	**(79.0)**	**(49.4)**	**(64.8)**	**(149.8)**	**(383.4)**	**(54.0)**	**(534.3)**	**252.2**	**(19.9)**	**(570.8)**	**66.3**	**(72.3)**
운전자금의 증가	(21.9)	37.4	60.5	97.3	(7.1)	348.7	126.9	566.6	(435.9)	64.1	590.8	(116.3)	22.3
기타	42.4	41.6	(11.1)	(32.4)	156.9	34.7	(72.9)	(32.3)	183.7	(44.2)	20.0	(50.0)	(50.0)
영업활동현금흐름	**262.1**	**235.2**	**334.7**	**381.4**	**347.3**	**69.1**	**470.2**	**(13.7)**	**1,114.0**	**860.2**	**236.1**	**1,137.0**	**1,016.6**
설비투자	271.3	224.3	314.9	388.7	316.0	362.3	635.0	341.9	274.1	516.4	670.0	950.0	900.0
잉여현금흐름	**(9.2)**	**10.9**	**19.8**	**(7.3)**	**31.3**	**(293.2)**	**(164.8)**	**(355.5)**	**839.9**	**343.7**	**(433.9)**	**187.0**	**116.6**
배당금	9.6	9.1	11.0	21.9	36.5	37.2	37.4	37.6	21.8	50.8	50.8	58.1	58.1
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	2.0	0.6	7.2	2.4	5.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	(45.2)	(96.9)	51.6	(120.4)	(7.3)	307.5	457.1	919.0	(713.6)	137.9	476.0	(246.2)	(258.7)
기타	8.5	(29.7)	26.0	(32.8)	(13.0)	(10.5)	165.5	416.2	(101.4)	444.1	(107.6)	(72.1)	(60.6)
순현금흐름	**(6.9)**	**40.2**	**87.9**	**(104.8)**	**(8.3)**	**6.7**	**95.4**	**118.6**	**220.0**	**(11.3)**	**94.7**	**(44.3)**	**(140.6)**
기초현금	67.9	61.0	101.3	189.2	84.4	76.0	82.7	178.1	296.7	516.7	505.4	600.1	555.7
기말현금	61.0	101.3	189.2	84.4	76.0	82.7	178.1	296.7	516.7	505.4	600.1	555.7	415.2

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	77.6	82.0	86.1	77.0	89.6	97.2	90.8	87.3	107.8	104.6	106.4	106.2	108.9
당좌비율 (%)	7.5	11.8	18.7	8.2	7.1	6.1	11.0	11.8	21.9	17.8	17.1	16.7	13.0
재고보유기간 (일)	104.8	85.9	77.6	80.2	86.1	89.2	90.6	104.1	107.8	81.6	87.7	93.8	83.4
매출채권 회수기간 (일)	57.0	54.5	56.3	58.6	55.1	55.8	62.0	58.8	53.0	47.3	52.3	59.3	59.7
매입채무 지급기간 (일)	76.8	64.3	54.5	57.1	60.3	47.3	38.2	33.9	48.2	41.4	38.7	48.2	45.0
차입금 (십억원)	1,051	954.7	1,006.3	885.9	878.6	1,186.1	1,643.2	2,562.2	1,848.6	1,986.5	2,462.5	2,216.3	1,957.6
현금과 현금등가물	99.1	171.6	208.9	97.6	100.9	103.8	219.9	367.3	560.7	912.2	930.1	856.5	682.6
순차입금 (십억원)	952.5	783.2	797.3	788.3	777.7	1,082.3	1,423.4	2,194.9	1,287.9	1,074.3	1,532.4	1,359.8	1,275.0
순차입금/자기자본 (%)	97.4	77.0	72.0	63.6	54.9	69.3	83.3	124.2	60.9	37.0	48.2	36.4	29.6
부채비율 (%)	160.7	140.9	141.7	126.5	106.9	110.9	141.6	204.0	136.7	111.2	124.3	100.7	82.7
이자보상배율 (배)	1.5	2.1	6.1	11.5	10.7	6.4	6.5	2.5	7.3	14.1	8.4	11.3	11.9

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	23.6	22.5	17.4	14.5	13.3	13.2	11.5	10.5	6.6	6.6	6.9	5.3	5.2
EPS (원)	187	465	637	1,184	1,453	1,095	1,049	155	2,468	3,137	2,366	3,993	3,973
EPS 변동률 (%)	4.3	149.1	37.0	85.8	22.7	(24.6)	(4.2)	(85.3)	1,495.7	27.1	(24.6)	68.7	(0.5)
PER (배)	230.3	92.5	67.5	36.3	29.6	39.3	41.0	278.0	17.4	13.7	18.2	10.8	10.8
BVPS (원)	6,564	6,802	7,371	8,257	9,435	10,328	11,232	11,616	13,887	19,080	20,894	24,578	28,264
P/BVPS (배)	6.6	6.3	5.8	5.2	4.6	4.2	3.8	3.7	3.1	2.3	2.1	1.7	1.5
주당배당금 (원)	60	75	150	250	250	250	250	150	350	350	400	400	400
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.3	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	2.9	7.0	9.0	15.1	16.4	11.2	9.8	1.4	19.4	19.0	11.8	17.6	15.0
ROA (%)	1.1	2.8	3.7	6.5	7.6	5.4	4.3	0.5	7.2	8.6	5.4	8.3	7.9
매출총이익률 (%)	28.8	28.7	31.7	33.1	31.8	28.2	27.4	23.9	29.5	29.4	26.1	28.3	27.0
영업이익률 (%)	7.2	5.7	9.2	10.2	10.7	8.3	7.7	4.7	12.1	11.5	8.9	12.2	11.5
순이익률 (%)	1.5	3.5	4.2	6.8	7.5	5.3	4.5	0.5	7.3	8.2	5.6	8.8	8.5
EBITDA 이익률 (%)	17.3	16.1	18.5	19.1	18.7	15.7	15.9	14.0	19.4	17.2	14.6	18.0	17.5
ROIC (%)	5.1	4.9	7.6	9.6	11.0	8.2	6.9	1.7	12.4	13.4	10.0	12.9	11.6
WACC (%)	8.6	8.6	7.9	10.7	8.8	8.7	6.8	4.7	6.5	7.9	6.9	6.9	8.2
ROIC less WACC (%)	(3.5)	(3.7)	(0.3)	(1.1)	2.2	(0.5)	0.1	(3.0)	5.9	5.5	3.2	6.0	3.4

▶ Compliance Notice

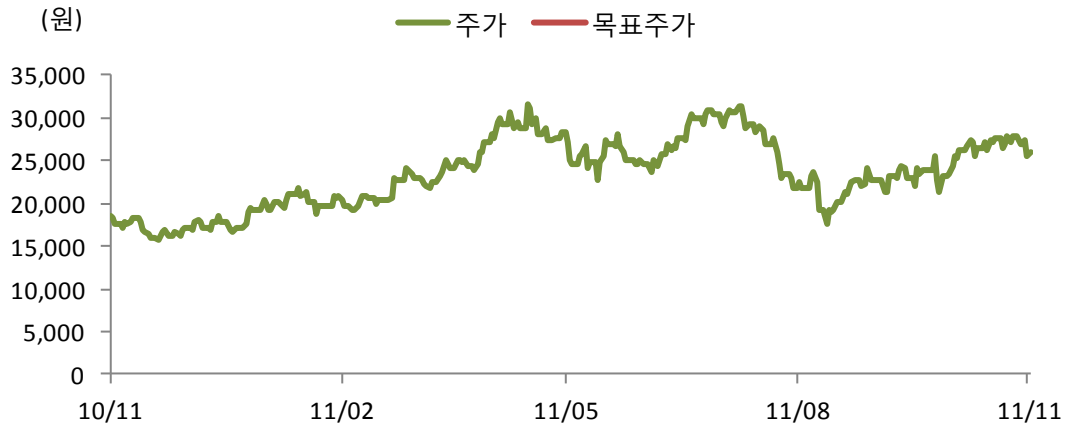
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

한국타이어 (000240 KS)	
일자	2011-03-19
투자의견	BUY
목표주가	52,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*