



타이어



낮아지는 원자재 가격에 따른 저성장 기조 지속될 것

2016. 1. 18

Analyst 김준성 (6309-4590)

Neutral

한국타이어 (161390)
Hold, TP 46,000 원

넥센타이어 (002350)
Hold, TP 13,000 원

▶ **결론**

- 타이어 업체들의 기업가치는 가격 (P) 경쟁력과 판매 (Q) 경쟁력을 가늠할 수 있는 지표인 매출과 동행 (2001년 이후 현재까지 매출과 시가총액 상관관계: 한타 96%, 넥타 93%)
- 2016년에도 원자재 가격 하락과 동행한 가격 인하 압력 증가와 공급과잉/경쟁강화에 따른 제한적인 볼륨 성장으로 낮은 y-y 매출 성장 전망 (한타 +4.2%, 넥타 +3.7%)
- 양 사에 대한 기존 Hold 투자조건을 유지하며 넥타의 경우 2016년 이익추정치 하락을 반영해, 목표주가를 기존 13,500 원에서 13,000 으로 조정. 구조적 기업가치 상향을 위해서는 매출성장의 driver 인 P/Q 경쟁력 악화요인 해소 필요

▶ **Investment Point**

1. 원자재 가격 하락세 지속 → 가격 인하 압력 증가·공급과잉 우려 확대

- 추세적 가격인하 압력을 해소하기 위해서는 유가와 동반한 원재료 가격 회복 필요
타이어 주 원재료인 천연·합성고무 가격, 유가와 동행 (상관관계 각각 80%, 82%)
타이어 소비자가격 Index, 천연·합성고무 가격과 동행 (상관관계 각각 73%, 80%)
- 중국 로컬업체 주도의 공급과잉 해소 위해서도 유가와 동반한 원재료 가격 회복 필요
낮은 원재료 가격은 중국 업체들의 BEP 원가율을 하락시켜 추가적인 공급과잉 야기
실례로 원재료 가격이 급락한 08년·11년 중국업체들의 출하량 급증
- 또한 유가하락에 따른 단기 현금흐름 개선 이용한 중국 내 제 2 의 넥타 등장은 새로운 위협이 될 것 (Giti Tire 2015년부터 중국 현대차·VW에 OE 타이어 공급 개시)

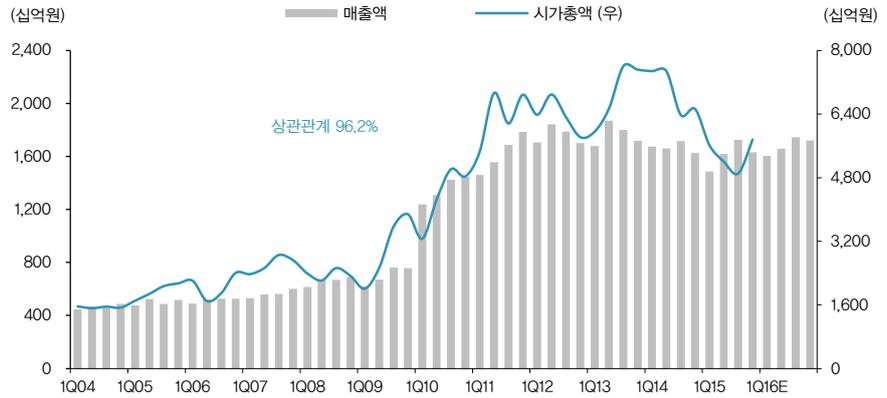
2. 미국 시장에서의 반덤핑 규제 수혜 기저효과, 2016년부터 약화될 것

- 2015년 반덤핑 규제에서는 2009년 반덤핑 규제와 달리 반사이익의 폭 제한적
1) 전체 시장의 완속기 진입으로 성장률 하락세 지속
미국시장 y-y 성장률: 10년 +29% → 11년 +18% → 12년 9% → 13년 5% → 14년 -2% → 15년 (11월까지 누적 성장률) -1%
- 2) 경쟁업체 생산거점 다변화로 점유율 상승폭 축소
한국산 미국 수입점유율: 09년 대비 10년 +5.6%pt y-y, 14년 대비 15년 +2.0%pt y-y
중국 업체 반덤핑 규제에 따른 수혜 다변화로 한국산 점유율 상승폭 축소
- 중국산 타이어 반덤핑규제는 분명 호재. 그러나 1차 반덤핑 규제 시기와 달리 미국 시장의 성장세가 둔화되었고, 반사이익을 누리기 위한 업체간 경쟁 또한 강화된 상황. 반덤핑 규제에 따른 기저효과 수혜를 누릴 수 있는 시점은 4Q14-3Q15로 제한될 것

3. 4Q15 Preview: 유럽 시장 따뜻한 겨울 지속, 전년동기 기저효과 부재할 것

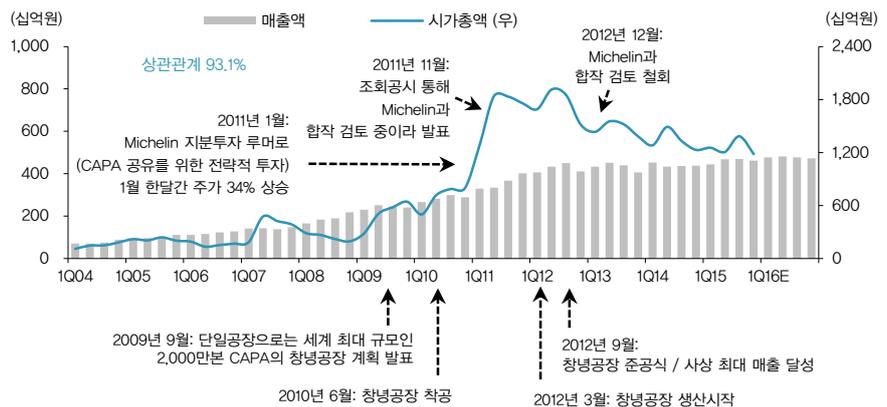
- 한타 매출 1,63 조원 (+0.1 y-y), OP 2,061 억원 (-16% y-y), OPM (12.6%, -2.4%pt y-y)
넥타 매출 4,575 억원 (+4.7% y-y), OP 522 억원 (+8% y-y), OPM (11.4%, -1.5%pt y-y)
- 제한적 매출성장: 2년 연속 따뜻한 겨울을 맞이한 유럽에서, 현지 시장 윈터타이어 판매비중이 높은 한타·넥타의 매출 성장 기저효과 부재할 것. 미국시장 또한 4Q14부터 반덤핑 효과에 따른 출하 확대가 이루어졌음을 고려했을 때, 기저효과 축소로 인해 성장 폭 연중 가장 낮은 수준을 기록할 것
- 낮아지는 수익성: 제한된 외형성장과 반대로 영업 단에서는 판매비용 증가세가 지속되고 있음. 또한 영업외 단에서는 중국 위안화 약세 지속 (위안/달러 환율: 2Q15 기말 6.09 → 3Q15 기말 6.37 → 4Q15 기말 6.49)으로 현지 생산법인의 달러부채 평가손실이 확대될 것. 이에 따라 양 사의 세전이익은 시장기대치를 각각 10%, 21% 하회할 전망

[그림 1] 타이어 업체의 주가동행 지표는 매출 (한타 매출과 시가총액 상관관계 96.2%)



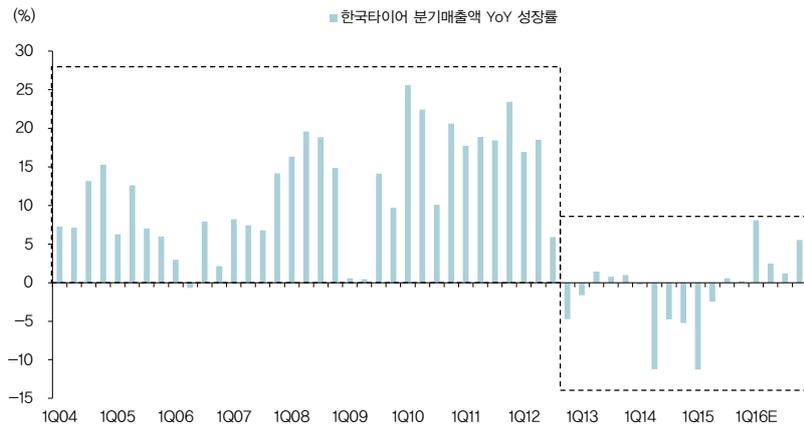
자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] Michelin 과의 합작에 따른 볼룸 성장 기대감이 확대되었던 시기를 제외하면 넥센타이어 주가 또한 매출과 동행 (넥타 매출과 시가총액 상관관계 91.8%)



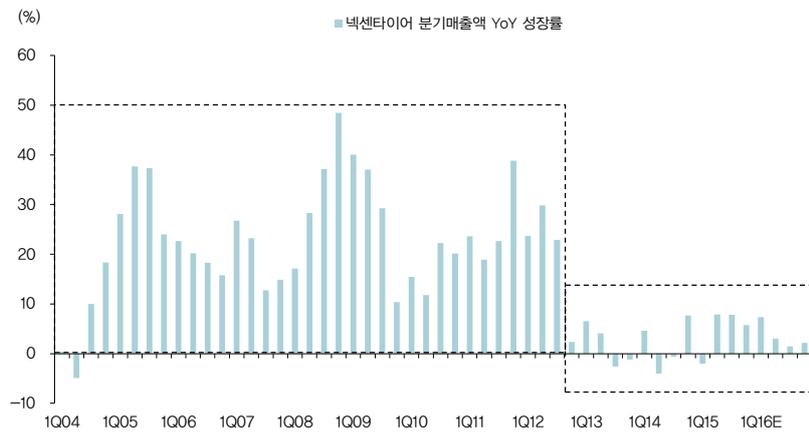
자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 한국타이어, 외형성장이 둔화된 2013년 이후 주가 방향성 하향 전환



자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 넥센타이어 또한 외형성장이 둔화된 2013년 이후 주가 방향성 하향 전환

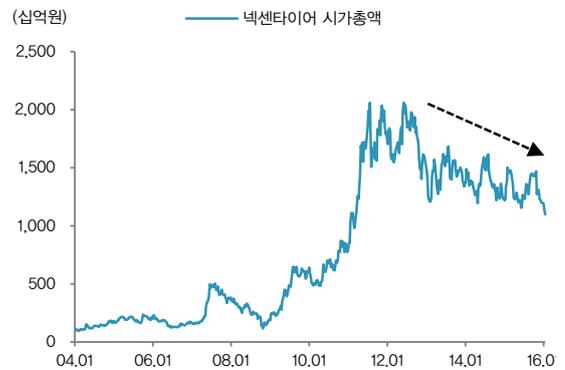


자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 5] 한국타이어·넥센타이어 2013년 이후 주가 하향 국면 시작

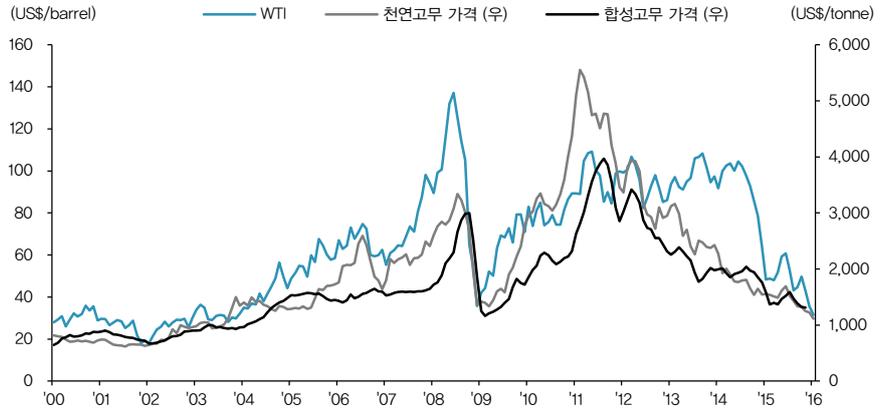


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 6] 지속 가능한 주가상승을 위해서는 수요 회복에 기반한 유가 상승이 필요한 유가의 방향성이 타이어 주요 원재료 가격의 방향성을 견인하고...



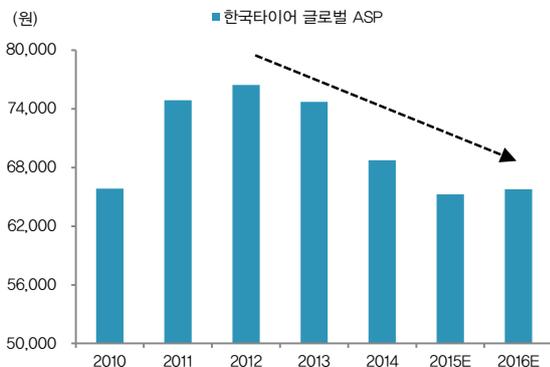
자료: Data Stream, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 7] 원재료 가격의 방향성과 타이어 가격 추이가 같은 궤적을 그리기 때문

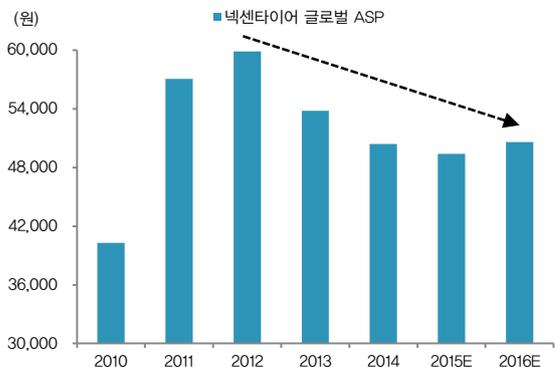


자료: Data Stream, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 8] 16년 ASP는 1H15 유럽 재고축소를 위한 ASP 급락 기저효과로 y-y 소폭 성장 가능하나, 구조적인 ASP 하락세는 지속

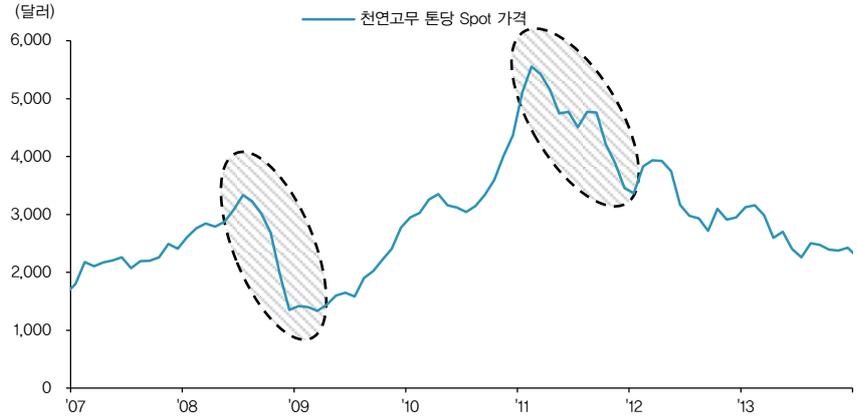


자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터



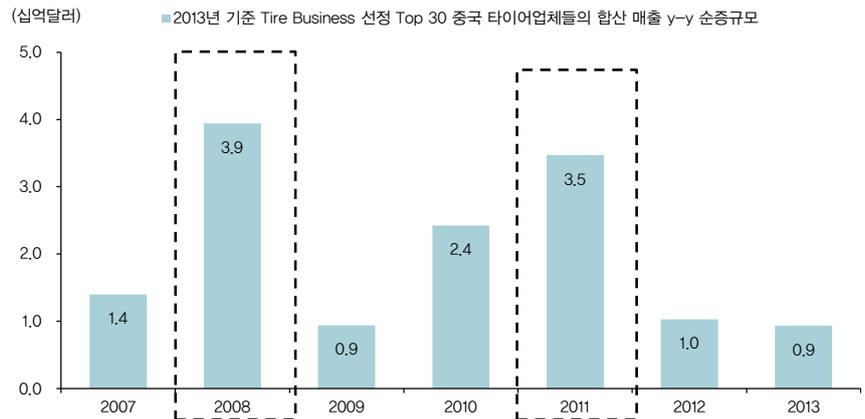
자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 9] 공급과잉 부담 이슈에 있어서도, 과거 원자재 가격 급락했던 2008 년과 2011 년...



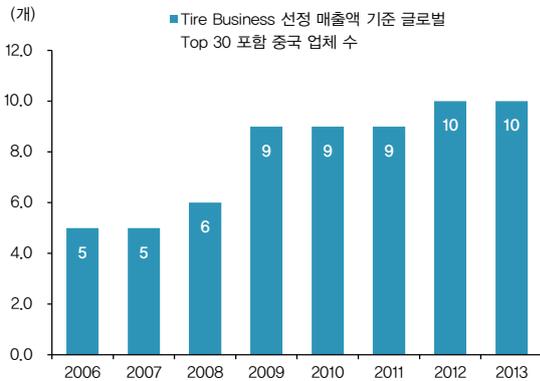
자료: Data Stream, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 10] ...원가를 부담을 덜게 된 중국산 타이어의 출하 빠르게 증가한 바 있음

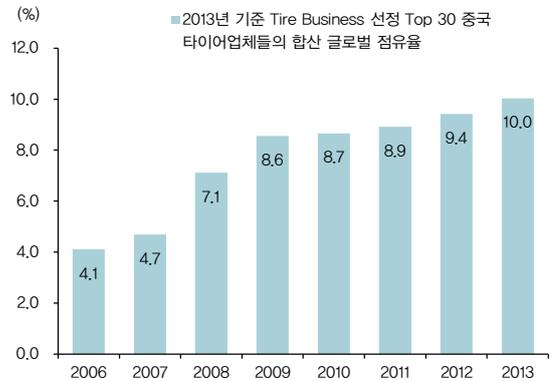


자료: Tire Business, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 11] 중국산 타이어에 의한 글로벌 공급과잉과 그에 따른 경쟁강도 완화 위해서도 유가상승에 근거한 원자재 가격 상승이 필요

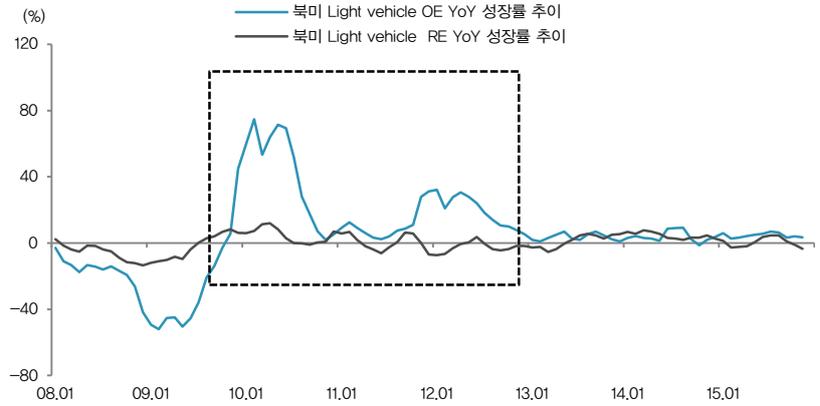


자료: Tire Business, 메리츠증권증권 리서치센터



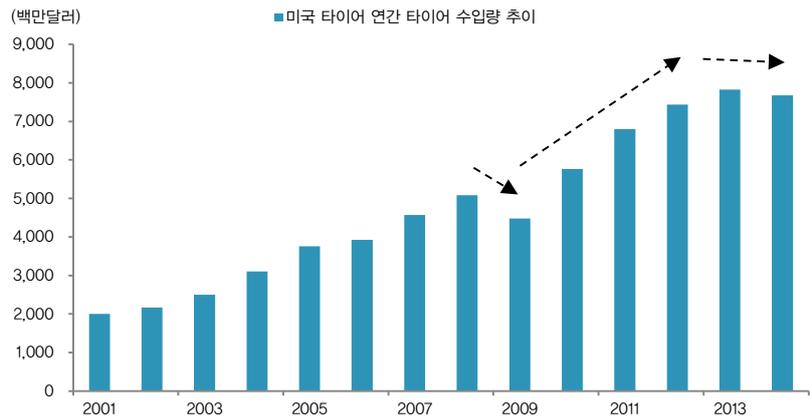
자료: Tire Business, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 12] 미국의 중국산 타이어 반덤핑 규제 재개에 따른 반사이익, 과거와 다를 것. 첫 번째 반덤핑 기간 (09년 9월부터 3년)은 미국시장의 Pent-up 수요 확대기



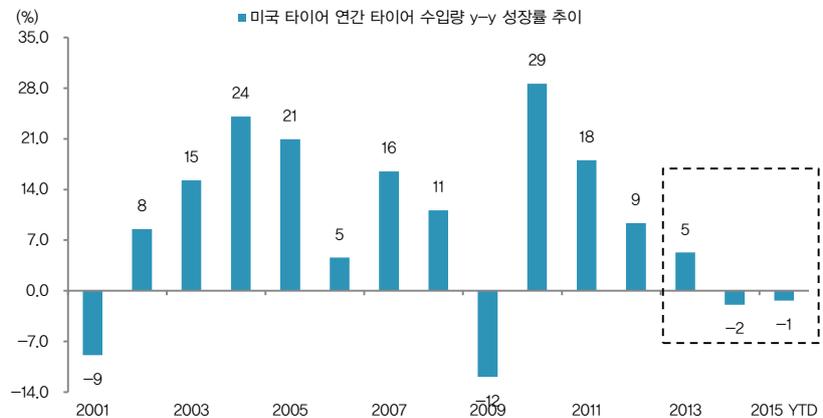
자료: Michelin, 메리츠증권 리서치센터

[그림 13] 같은 기간 타이어 수입량 또한 큰 폭으로 증가했으나, 13년 이후 성장세 축소



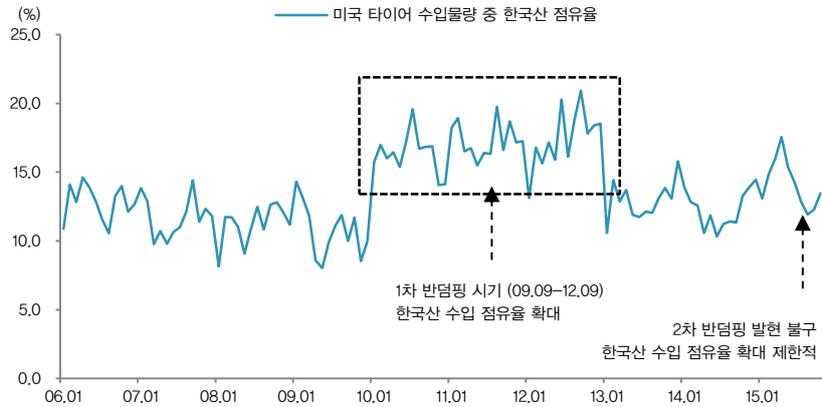
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

[그림 14] 수요 확대기가 지나간 14년과 15년 기준 수입량 증가는 제한적인 상황



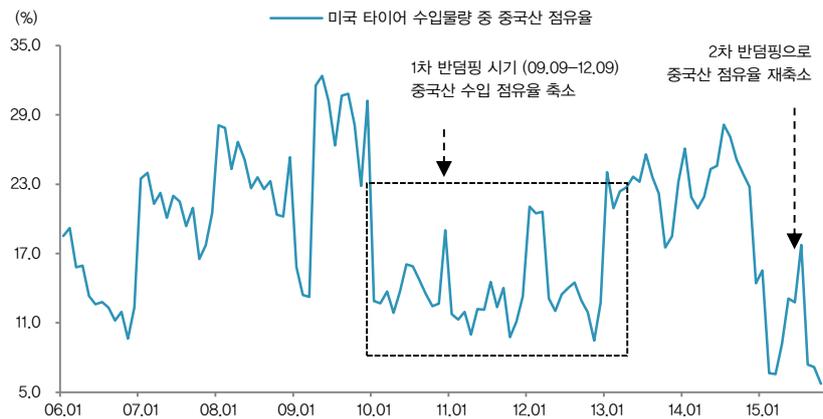
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

[그림 15] 1 차 반덤핑 시기 한국산 타이어는 수입 점유율의 level-up 을 이뤘으나, 당사와 비교해 현재 (2015 년 YTD) 증가 폭은 높지 않은 상황



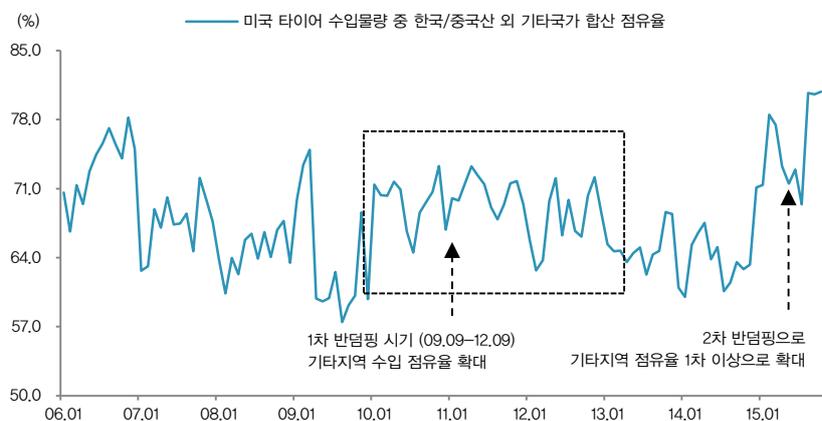
자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 16] 중국산의 수입 점유율은 1 차 때와 마찬가지로 2 차 반덤핑 시작과 동시에 축소



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 17] 그러나 그 수혜는 과거와 달리 다변화된 생산거점을 확보한 경쟁업체에게도 전달 즉, 낮아진 미국시장 성장과 반사이익의 분산으로 과거와 같은 한국 업체들의 높은 규모의 수혜는 어려운 상황



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 18] 전년동기와 비교해 더 따뜻해진 유럽의 겨울 (Berlin), 전년동기 악화됐던 윈터타이어 수요 기저효과를 누리기 어려운 상황



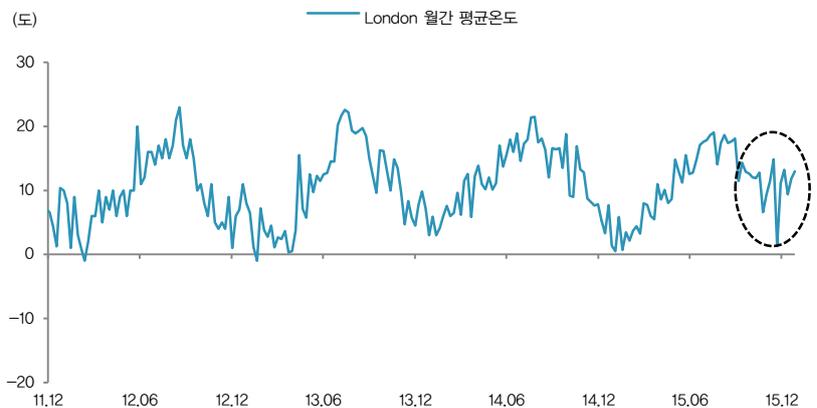
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 19] 전년동기와 비교해 더 따뜻해진 유럽의 겨울 (Paris), 전년동기 악화됐던 윈터타이어 수요 기저효과를 누리기 어려운 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 20] 전년동기와 비교해 더 따뜻해진 유럽의 겨울 (London), 전년동기 악화됐던 윈터타이어 수요 기저효과를 누리기 어려운 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 1] 한국타이어 4Q15 Preview: 미국 기저효과 축소와 유럽 윈터타이어 수요 정체 지속으로 매출 성장 둔화 전망

(십억원, %)	4Q14	3Q15	4Q15E				
			y-y	q-q	메리츠	차이	컨센서스
매출액	1,629	1,725	0.1	-5.4	1,632	-2.6	1,675
영업이익	244	242	-15.6	-14.7	206	-4.6	216
세전이익	205	219	-5.6	-11.5	194	-10.2	216
순이익	155	151	-1.7	0.9	152	-7.1	164
영업이익률	15.0	14.0			12.6		12.9
세전이익률	12.6	12.7			11.9		12.9
순이익률	9.5	8.7			9.3		9.8

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2] 한국타이어 연간 실적 전망

(십억원, %)	2015E			2016E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,463	6,501	-0.6	6,734	6,747	-0.2
영업이익	852	862	-1.2	851	897	-5.2
세전이익	802	825	-2.7	858	908	-5.5
순이익	619	633	-2.3	655	691	-5.3
영업이익률	13.2	13.3	-0.1%ppt	12.6	13.3	-0.7%ppt
세전이익률	12.4	12.7	-0.3%ppt	12.7	13.5	-0.7%ppt
순이익률	9.6	9.7	-0.2%ppt	9.7	10.2	-0.5%ppt

자료: Bloomberg, 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 3] 한국타이어에 대한 기존 2015년-2016년 손익 추정치를 큰 폭의 변동 없이 유지

(십억원)	2014	2015E	2016E
매출액 - 신규 추정	6,681	6,463	6,734
매출액 - 기존 추정	6,681	6,469	6,773
% change	0.0%	-0.1%	-0.6%
영업이익 - 신규 추정	1,032	852	851
영업이익 - 기존 추정	1,032	857	872
% change	0.0%	-0.5%	-2.4%
세전이익 - 신규 추정	936	802	858
세전이익 - 기존 추정	936	810	852
% change	0.0%	-1.0%	0.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	700	619	655
지배주주 순이익 - 기존 추정	700	621	653
% change	0.0%	-0.4%	0.2%
EPS - 신규 추정	5,654	4,994	5,284
EPS - 기존 추정	5,654	5,012	5,272
% change	0.0%	-0.4%	0.2%

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 4] 한국타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
연결 매출	1,486	1,620	1,725	1,632	1,607	1,660	1,746	1,721	6,681	6,463	6,734
(%, y-y)	-11.3	-2.5	0.6	0.1	8.1	2.4	1.2	5.5	-5.5	-3.3	4.2
타이어	1,407	1,571	1,649	1,583	1,558	1,610	1,694	1,670	6,330	6,209	6,532
(%, y-y)	-12.7	-2.5	2.3	5.7	10.8	2.5	2.7	5.5	-8.2	-1.9	5.2
판매볼륨 (천본)	22,555	24,227	24,477	23,883	23,532	24,430	25,801	25,536	92,097	95,141	99,298
(%, y-y)	-0.8	6.2	2.2	5.7	4.3	0.8	5.4	6.9	-0.2	3.3	4.4
대당 ASP (원)	62,375	64,844	67,353	66,264	66,225	65,894	65,643	65,389	68,734	65,261	65,778
(%, y-y)	-12.0	-8.2	0.1	0.0	6.2	1.6	-2.5	-1.3	-8.0	-5.1	0.8
기타	80	49	77	49	48	50	52	52	351	254	202
(%, y-y)	24.2	-2.2	-26.6	-62.9	-39.5	1.8	-31.7	5.5	104.9	-27.5	-20.5
영업이익	203	201	242	206	211	197	228	215	1,032	852	851
(%, y-y)	-21.9	-20.0	-12.4	-15.6	3.8	-1.8	-5.8	4.3	0.1	-17.4	-0.1
세전이익	196	193	219	194	213	199	229	217	936	802	858
(%, y-y)	-19.8	-17.4	-12.9	-5.6	8.3	3.1	4.7	11.8	-5.5	-14.2	6.9
연결 순이익	161	154	151	152	162	152	175	165	700	619	655
(%, y-y)	-17.8	-2.5	-21.1	-1.7	0.8	-1.6	15.9	8.6	-5.1	-11.7	5.8
영업이익률 (%)	13.7	12.4	14.0	12.6	13.1	11.9	13.0	12.5	15.4	13.2	12.6
세전이익률 (%)	13.2	11.9	12.7	11.9	13.2	12.0	13.1	12.6	14.0	12.4	12.7
연결 순이익률 (%)	10.8	9.5	8.7	9.3	10.1	9.2	10.0	9.6	10.5	9.6	9.7

자료: 한국타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 5] 넥센타이어 4Q15 Preview: 중국법인 달러부채 평가손실 지속으로 세전이익 시장기대치를 하회할 것

(십억원, %)	4Q14	3Q15	4Q15E				
			y-y	q-q	메리츠	차이	컨센서스
매출액	437	470	4.7	-2.7	457	0.5	455
영업이익	56	52	-7.5	0.8	52	1.3	52
세전이익	39	26	14.9	68.0	44	-20.5	56
순이익	40	20	-4.7	89.1	38	-31.9	56
영업이익률	12.9	11.0			11.4		11.3
세전이익률	8.9	5.6			9.7		12.3
순이익률	9.1	4.3			8.3		12.3

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 6] 넥센타이어 연간 실적 전망

(십억원, %)	2015E			2016E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,839	1,836	0.2	1,906	1,984	-3.9
영업이익	211	212	-0.7	223	228	-2.1
세전이익	159	177	-10.1	181	198	-8.6
순이익	122	135	-9.6	139	151	-7.8
영업이익률	11.5	11.6	-0.1%ppt	11.7	11.5	0.2%ppt
세전이익률	8.7	9.6	-1.0%ppt	9.5	10.0	-0.5%ppt
순이익률	6.7	7.4	-0.7%ppt	7.3	7.6	-0.3%ppt

자료: Bloomberg, 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 7] 금융 비용 및 중국 법인 외화부채 평가손실 증가를 반영해 2016년 이익 추정치를 2.1% 하향 조정

(십억원)	2014	2015E	2016E
매출액 - 신규 추정	1,759	1,839	1,906
매출액 - 기존 추정	1,759	1,849	1,901
% change	0.0	-0.5	0.3
영업이익 - 신규 추정	209	211	223
영업이익 - 기존 추정	209	213	224
% change	0.0	-0.9	-0.2
세전이익 - 신규 추정	164	159	181
세전이익 - 기존 추정	164	161	183
% change	0.0	-1.2	-1.0
지배주주 순이익 - 신규 추정	128	122	139
지배주주 순이익 - 기존 추정	128	124	142
% change	0.0	-1.3	-2.0
EPS - 신규 추정	1,354	1,288	1,464
EPS - 기존 추정	1,354	1,304	1,495
% change	0.0	-1.2	-2.1

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 8] 넥센타이어 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
연결 매출	444	467	470	457	477	481	477	472	1,759	1,839	1,906
(%, y-y)	-2.0	7.9	7.9	4.7	7.4	3.0	1.4	3.1	1.8	4.6	3.7
판매볼륨 (천본)	8,649	9,303	9,222	8,924	9,300	9,401	9,360	9,240	34,610	36,098	37,301
(%, y-y)	0.8	4.7	5.8	5.9	7.5	1.1	1.5	3.5	8.9	4.3	3.3
대당 ASP (원)	50,815	49,709	50,463	50,727	50,741	50,672	50,441	50,561	50,412	49,403	50,604
(%, y-y)	-3.0	2.8	1.7	-1.3	-0.1	1.9	0.0	-0.3	-6.3	-2.0	2.4
영업이익	51	56	52	52	52	50	65	56	209	211	223
(%, y-y)	-4.7	14.1	4.4	-7.5	1.4	-10.2	26.3	7.5	17.8	1.1	6.0
세전이익	33	55	26	44	41	39	55	45	164	159	181
(%, y-y)	-23.8	12.8	-19.8	14.9	25.1	-28.6	106.5	2.2	1.6	-3.0	13.6
연결 순이익	22	42	20	38	29	29	42	40	128	122	139
(%, y-y)	-13.4	18.8	-27.2	-4.7	30.0	-32.1	109.5	4.7	4.8	-4.7	13.8
영업이익률 (%)	11.6	11.9	11.0	11.4	10.9	10.4	13.7	11.9	11.9	11.5	11.7
세전이익률 (%)	7.5	11.8	5.6	9.7	8.7	8.2	11.5	9.6	9.3	8.7	9.5
연결 순이익률 (%)	4.9	9.0	4.3	8.3	6.0	6.0	8.8	8.5	7.3	6.7	7.3

자료: 넥센타이어, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 9] 넥센타이어, 2016년 이익추정치 하향 반영해 목표주가 13,000 원으로 조정

목표 P/E (과거 매출 성장 둔화기 평균 1yr forward P/E)	9.1 배
2016년 EPS 추정 값 (B)	1,444 원
Fair Value (A x B)	13,140 원
6개월 목표주가	13,000 원

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2016년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2016년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2016년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)
 - 아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
 - Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
 - Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
 - Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

투자의견 비율

구분	투자의견 비율(%)
매수	80.3
중립	17.7
매도	2.0

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)
 - 아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.
 - 비중확대(Overweight) / 중립(Neutral) / 비중축소(Underweight)

한국타이어(161390)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이 (원)
2015.05.27	산업분석	Hold	46,000 원	김준성	
2015.08.03	기업브리프	Hold	46,000 원	김준성	
2015.10.15	산업브리프	Hold	46,000 원	김준성	
2015.10.29	기업브리프	Hold	46,000 원	김준성	
2015.11.17	산업분석	Hold	46,000 원	김준성	
2016.01.18	산업브리프	Hold	46,000 원	김준성	

넥센타이어(002350)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이 (원)
2015.05.27	산업분석	Hold	13,500 원	김준성	
2015.08.18	기업브리프	Hold	13,500 원	김준성	
2015.10.15	산업브리프	Hold	13,500 원	김준성	
2015.11.04	기업브리프	Hold	13,500 원	김준성	
2015.11.17	산업분석	Hold	13,500 원	김준성	
2016.01.18	산업브리프	Hold	13,000 원	김준성	