

2011년 06월 01일

한국타이어(000240)

BUY

.수익성과 성장성, 두 마리 토끼를 잡아보자

- 수익성 걱정하지 마라!

최근의 원자재 가격 상승으로 인해서 최근 한국 타이어의 수익성이 악화되었다. 또한 시장에서 추가적인 수익성 하락을 우려하였다. 물론 원자재 가격이 올라갈 가능성이 존재한다. 하지만 2008년과 최근 판매단가 인상 추이를 분석해 보면 원자재 가격인상은 거의 대부분 소비자들에게 전가하고 있다. 수익성 하락은 원자재 가격인상과 판매단가 인상의 시기차이에 기인한 것이다. 오히려 원자재 가격 하락시에는 타이어 가격 하방경직성으로 인해서 수익성이 급격히 상승한다. 원자재 가격 인상시기만 넘기면 더 큰 수익을 얻을 수 있다. 인고의 시기를 한국타이어와~!

- 1st tier 로의 진화, 한국타이어!

'08년도 세계 경제 위기로 인해 '09년 세계 자동차 시장과 타이어 시장은 큰 침체를 겪었다. 세계 글로벌 타이어 업체들은 위기를 극복하고자 노후 시설 폐쇄, 추가 생산 설비 투자 포기 등을 시행하였다. 하지만 한국 타이어는 달랐다. 오히려 매출액은 좋아졌고 지속적으로 설비 투자를 지속했다. 그리고 이제 세계 타이어 시장은 회복기를 거쳐 성장기에 진입했다. 한국타이어에게 남은 일은 돈을 긁어 모을 일만 남았다.

적정주가:
53,500원
현재주가:
42,850원 (05/27 기준)
상승여력: 24.85%

시가총액	53,571억원
ROE	17.4%
ROA	11.8%
영업이익률	12.4%
배당수익률	0.9%
P/E Ratio	11.9
P/B Ratio	2.3

주요주주:
조양래: 15.99%
Compagnie Financiere
Michelin : 9.98%
외국인 취득률: 40.81%



SMIC 리서치 2팀
팀장 권우석
팀원 김민아
안동준
이민아
정영훈

Contents

I. 타이어산업 & 기업분석: 한국타이어?

II. 투자포인트 I: 수익성?! – 더 올라간다!

- 2008년의 원자재가격 인상 사례 분석
- 타이어 업계 구조적 원인-> 타이어 업체의 전가력 절대적임
- 지속적인 ASP 인상 단행-실적에 본격 반영될 것

III. 투자포인트 II: 1st tier로의 진화, 한국타이어

- 금융위기 당시 적절한 capa증설 효과 누릴 것임
- 2014년 한국타이어의 타이어 생산량 1.2억만본 예상

IV. Risk & Issue

- 넥센타이어
- 환율

V. Valuation

- EV/EBITDA Method, DCF Method

VI. Appendix

I. 타이어산업 & 기업 분석

1. 타이어 산업이란

타이어산업은 각종 재료를 혼합하여 타이어를 제조, 유통하는 산업으로 자본집약적, 기술집약적 장치 산업이며 원재료 등의 해외 의존도가 높아 환율변동 및 해외시장 변화에 민감한 산업이다. 그리고 타이어 산업은 전후방 산업과의 연관성이 높다는 특성을 가지고 있다.

1.1. 타이어 산업의 후방산업 -고무산업

타이어의 원재료는 천연고무, 합성고무, 카본블랙 등이 있는데 국내에서는 천연고무를 전량 수입에 의존하고 있다. 이외의 합성고무 등은 국내에서 생산되지만 기초 원료를 원유에 의존하기 때문에 해외 의존도가 높고 국제 유가에 따라 가격변동이 심한 특성이 있다. 또한, 타이어 산업에서는 일반적으로 원재료가격상승이 약 3개월 후 타이어업체의 실적에 반영되는 특징을 가지고 있다.

1.2 타이어 산업의 전방산업

타이어 산업은 제품의 판매처에 따라 자동차업체에 직접 납품하는 신차용 타이어 (Original Equipment)시장과 유통망을 통해 최종소비자에게 판매되는 교체용 타이어 (Replacement Equipment) 시장으로 구분된다. 따라서 신차용 타이어의 수요는 자동차 생산대수에, 교환용 타이어 수요는 차량 등록 대수에 영향을 받는다.

OE시장에서는 타이어를 사는 자동차 업체에게 일반적으로 BEP에 가깝게 납품을 하게 된다. 하지만, 제품특성상 교체용 타이어(RE)시장에서는 최초 차량에 장착된 신차용(OE) 제품을 반복 구매하는 경향이 있으며(약 70%), 가격보다는 안정성이 중시되는 가격 비탄력적인 특성을 가지고 있어 타이어 생산 업체가 주도하는 시장이다.

2. 타이어 산업의 Key Success Factor

2.1 타이어의 품질과 인지도

타이어 산업에서 중요한 성공 요인으로는 우선 품질을 들 수 있다. 타이어는 차량주행시의 안정성과 경제성을 동시에 충족시켜야 하는 특성상 고도의 기술이 요구되는 제품이기 때문에 트레드 패턴(타이어가 노면에 닿는 부분의 요철 무늬) 및 타이어의 구조개발에 집약된 연구개발 노력이 요구된다.

뛰어난 품질의 타이어가 입증되면 OE시장에서 많이 팔리게 되고 자동적으로 RE 시장에서도 성공을 할 수 있으며 결과적으로 타이어시장에서 인지도를 얻게 된다. 그리고 타이어는 소비재이지만 차별화가 어려운 제품이므로, 브랜드 가치향상에 오랜 시간

원재료 중 천연고무를 전량 수입, 가격 변동 시간차는 3개월 가량

OE 제품은 마진율이 낮지만 브랜드 이미지 제고나 재구매율에 큰 영향

타이어 가격은 브랜드 가치에 기초, 브랜드 가치는 품질로부터 시작

이 걸린다. 따라서 타이어 시장에서 인지도를 얻는 것은 중요한 성공요소이다.

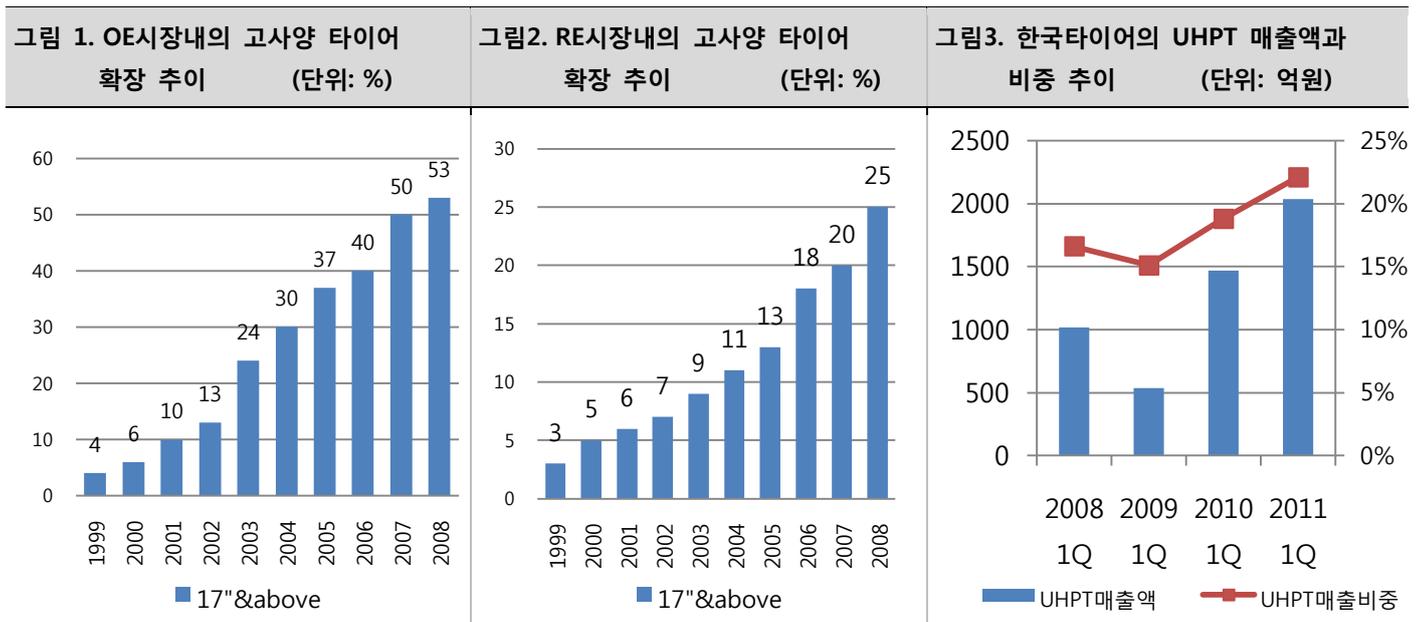
그리고 타이어 가격은 브랜드 가치에 기초한다. 왜냐하면 브랜드 차이는 결국 소비자가 지불하고자 하는 가격차이기 때문이다. 따라서, 브랜드 가치가 높아질수록 가격 전가력이 높아질 수 있기 때문에 타이어산업에서 브랜드 가치는 중요한 요소이다.

2.2 초고성능 타이어의 성장

늘어나고 있는 초고성능 타이어의 비중

초고성능타이어(UHPT: Ultra High Performance Tire)는 기존타이어보다 일반형 타이어 대비 넓은 저편평비(타이어 폭과 사이드 월-세로 방향 고무 부분-넓이의 비율이 낮음)로 설계되어 초고속 주행시에도 안정적인 직진주행성과 탁월한 코너링 성능이 가능하도록 만들어졌다. UHPT는 가격이 일반타이어(RE)에 비하여 30~50% 높아서 수익성이 높다. UHPT는 신차의 성능도 높여주기 때문에 OE시장에서도 채택비중이 높아질 것으로 예상된다. 글로벌 UHPT 시장은 연간 1억본 수준으로 추정되며, 미국과 유럽등 선진 시장 중심으로 시장이 형성되어있다.

수익성이 높은 UHPT는 타이어 생산 기업들에게 중요한 제품 중 하나가 되고 있다. 한국타이어의 경우에도 UHPT의 비중은 점차 커지고 있다.



출처: Goodyear

출처: Goodyear

출처: IR자료

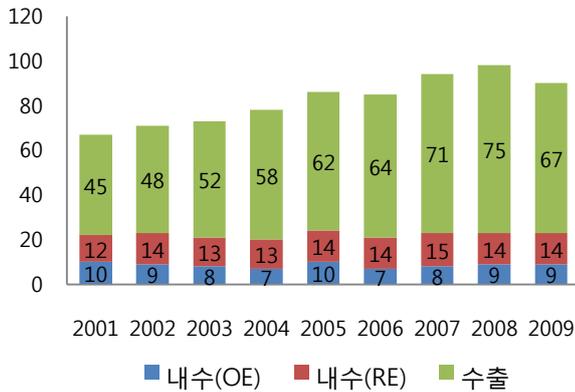
3. 타이어 산업의 현황

3.1 국내 시장

올해 국내 생산 1억 본 가 국내 타이어 업체의 내수 매출은 연간 9백만 본 내외의 OE 및 천 4백만 본 내외의 RE판매로 구성되어 있으며, 2000년대 초반 이후 2천 3백만 본 내외의 판매량이 지속되는 등 저조한 성장성을 보이고 있다.

최근의 타이어 산업을 보게 되면 2010년의 경우는 2009년 금융위기에서 회복되면서 급격한 수요 증가와 기저효과의 영향으로 2000년도 들어 최대 폭의 판매 증가율을 시현하였다. 그리고 2011년 타이어의 국내 생산은 일부 업체의 신규 공장 증설 및 기존 공장의 생산능력 향상 등으로 생산량은 전년 대비 5.9% 증가한 약 1억 본이 될 것으로 전망된다.

그림 4. 국내 타이어 업체 판매량 추이(단위:백만본) 표 1. 자동차용 타이어 생산·판매 추정(단위: 천본/%)



		2010 년	2011 년(전망)
생산		95322(26.3)	99800(5.9)
	내수	26603(11.3)	28600(5.6)
판매	수출	68785(31.8)	69200(7.0)
	계	95388(26.9)	97800(6.6)

출처: 대한타이어공업협회

출처: 대한타이어공업협회, ()는 전년대비 증가율

3.2 해외 시장

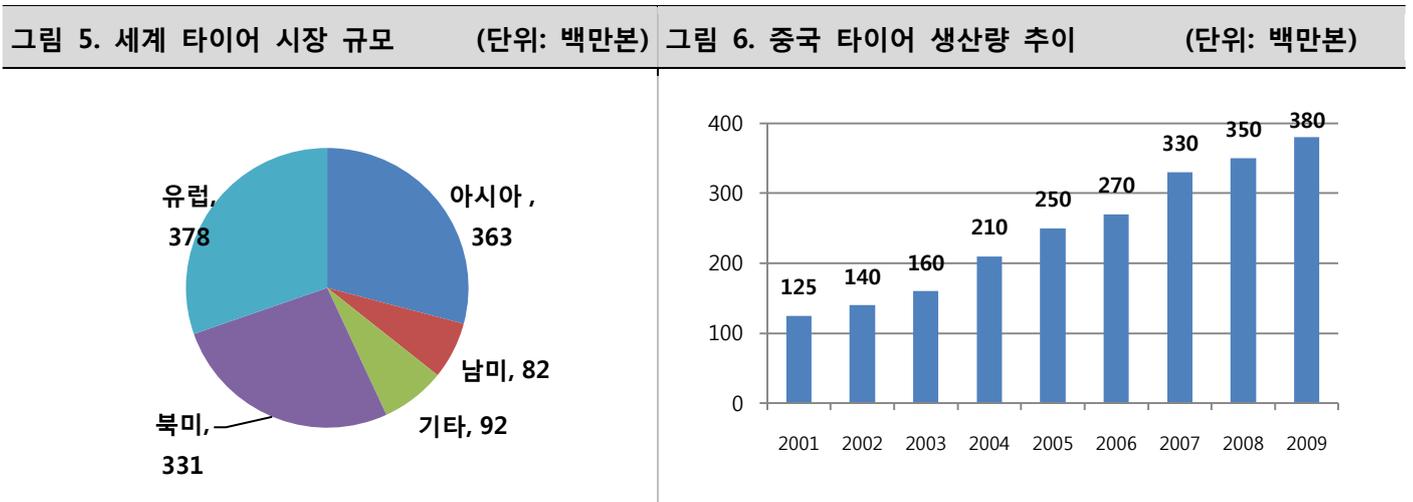
높은 성장률을 보이는 신 대부분의 타이어 시장은 이미 생산 능력이 수요량을 초과한 성숙기에 진입한 상태이 흥 타이어 시장, 나, 중국 및 신흥시장의 경우는 예외라 할 수 있다.특히, 중국은 급속한 경제성장과 함께 타이어의 기하급수적인 수요 증가를 가져올 '자동차 대중화 시대'를 맞이하여 타이어 산업의 지속적인 성장이 예측되고 있는 상황이다.

세계타이어 시장은 미쉐린, 브릿지스톤, 굿이어 등 Big3 업체가 주도하고 있고, 대규모 자동차업체와 제휴하여 자동차 생산 초기 단계부터 기술적으로 선도하고 있으며, 신제품 개발 및 유통망을 확보하고 있어 진입장벽이 높은 편이다.

글로벌 타이어 시장의 상황을 보면, 2009년에는 역시 경기침체의 영향으로 대부분의 국가에서 부진한 모습을 보였다. 그러나 국내시장과 마찬가지로 2010년에는 경제위기 이전의 수준을 회복하면서 정상적인 시장의 수준으로 되돌아 왔다.

신흥시장의 대표주자인 중국 시장은 높은 성장세를 보이고 있다. 중국고무협회에 따르

면, 중국타이어생산량은2009년 3억 8,000만본을 기록하면서 2001년부터 연평균 15.1%의 고성장을 실현하고 있다.



출처: Michelin(2008년 기준 총 1,246백만본)

출처: 중국 고무협회

4. 기업 분석

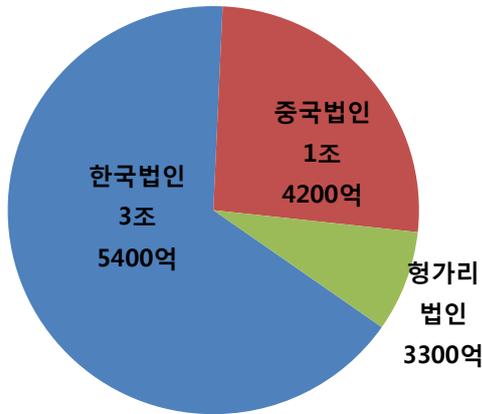
4.1 한국타이어의 BM

대부분 제품 부문에서 매출 발생 한국타이어의 BM은 자동차 부품으로 분류되는데 품목은 크게 2개로 나뉜다. 전량 제조하여 판매하는 타이어는 매출액의 약 93.5%를 차지하고 상품인 타이어 튜브, FLAP 밧데리 등은 매출의 6.4%를 차지하고 있다.

4.2 한국타이어의 매출액

한국타이어의 2010년실적은 누계기준으로 매출액 3조 3,544억원, 영업이익 3,683억원을 기록하였다. 전년도 누계실적(2009년)과 비교했을 때 매출액은 약 19.4% 증가, 영업이익은 약 6% 증가하였다. 그리고 한국타이어의 법인별 매출 상황을 보면 한국 법인이 약 3조 5400억으로 66%를 차지하고 중국 법인이 1조 4200억으로 26%, 그 뒤를 이어 헝가리 법인이 나머지 8%를 차지하고 있다.

그림7. 2010년 한국타이어의 법인별 매출(단위: 원)



출처: IR자료

그림 8. 한국 법인의 매출액 추이 (단위: 억원)



출처: IR자료

4.3 한국타이어의 강점

한국타이어의 강점으로 첫 번째는 뛰어난 품질을 들 수 있다. 앞서 말했듯, 타이어 시장에서 품질은 기업의 경쟁력이 될 수 있는 요소이다. 품질이 입증되면 OE 시장과 RE 시장에서 차례로 성공할 수 있기 때문이다. 한국타이어의 경우, 이미 국내에서는 우수한 품질을 바탕으로 소비자 만족도 1 위를 줄곧 차지하고 있다. 그렇다면, 해외 시장은 어떨까? 미국시장을 예로 보게 되면, 타이어 품질 소비자 만족도 조사 결과, 한국타이어는 미국시장에서의 미미한 점유율에도 불구하고 품질 조사에서 4 위를 차지하였다. 그리고 그 추이를 보면 2005 년부터 서서히 순위가 오르고 있음을 알 수 있다. 이는 미국시장에서 한국타이어의 품질이 인정받고 있으며 인지도 또한 오르고 있음을 입증해준다. 그리고 이러한 우수한 품질을 바탕으로, 한국타이어는 올 하반기 BMW 등에 타이어 공급을 시작하기로 계약하였다.

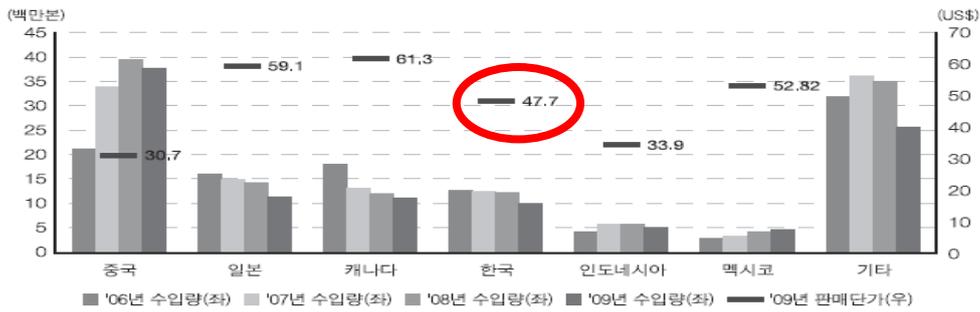
표2. 타이어 품질 소비자만족도 조사결과

구 분	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년
Michelin	873 (1)	853 (1)	871 (1)	894 (1)	695 (1)	705 (1)
Firestone	809 (10)	-	834 (3)	825 (6)	620 (7)	669 (2)
Pirelli	-	-	858 (2)	859 (2)	662 (2)	668 (3)
Hankook	813 (8)	798 (6)	810 (5)	820 (7)	630 (4)	656 (4)
Goodyear	839 (2)	831 (2)	823 (4)	827 (5)	623 (6)	634 (5)
Yokohama	-	-	793 (8)	-	625 (5)	634 (6)
Dunlop	812 (9)	-	799 (7)	789 (9)	557 (10)	622 (7)
Continental	835 (4)	729 (8)	788 (9)	829 (4)	637 (3)	617 (8)
Bridgestone	838 (3)	819 (4)	805 (6)	833 (3)	619 (8)	614 (9)
Toyot	-	-	-	-	-	596 (10)
Kumho	818 (7)	-	755 (10)	801 (8)	562 (9)	577 (11)
조사평균	842	801	825	844	638	639

주 1) 미국 승용차용 Tire OE 시장 기준
 2) wearability, appearance, traction/handling, ride의 4가지 품질요소로 만족도를 평가한 결과이며, 괄호 안은 당해 연도 순위
 3) 음영표시된 부분은 평균 만족도 이상의 브랜드

출처: JD Power and Associates

그림 9. 미국의 국가별 타이어 수입 현황 및 판매 단가



주) 승용차용(PASSENGER VEHICLE) 타이어 기준

자료 : 미국 상무부, KOTMA JOURNAL

출처: 미국 상무부, KOTMA JOURNAL

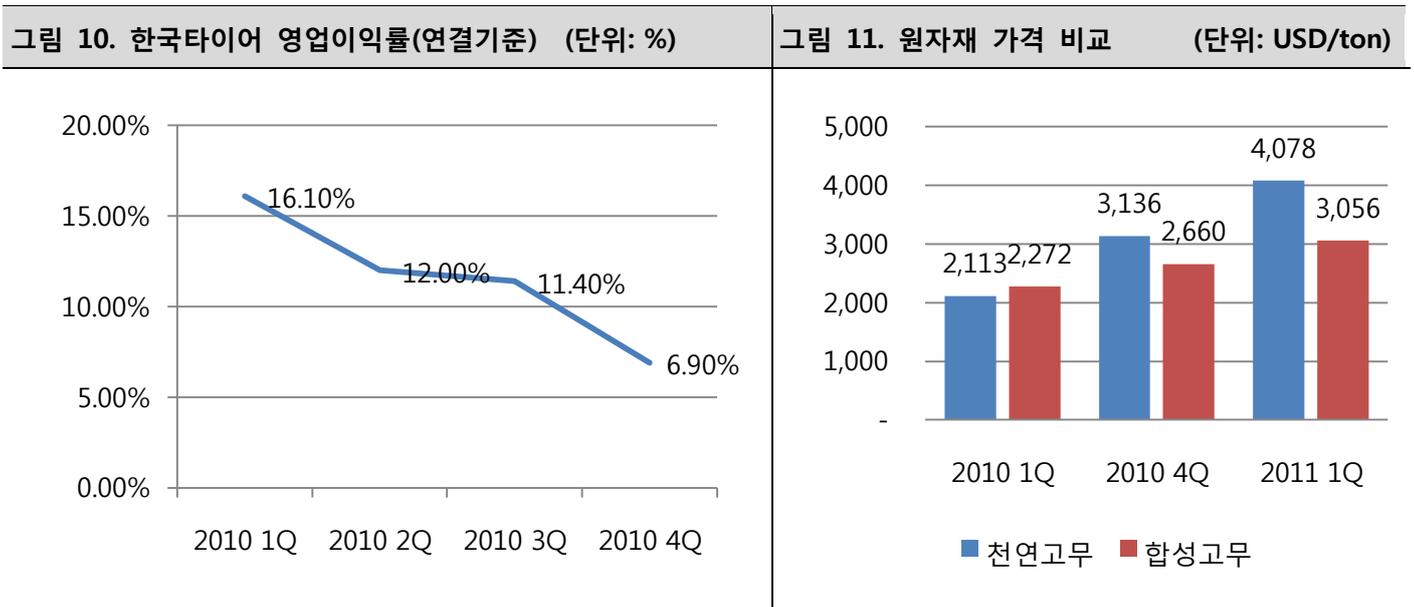
또한, 한국타이어는 품질뿐만 아니라 판매단가에서 경쟁력을 갖고 있다. 미국 시장의 경우 이미 세계의 경쟁 타이어 기업들이 선점을 하고 있어 계층적인 브랜드 구조를 가지고 있고 한국타이어는 이 기업들에 비해 유통망이 열악하나 세계 경쟁사들보다 한국타이어는 가격에서 경쟁력을 갖고 있다. 밑의 표에서도 알 수 있듯이 한국타이어의 판매 단가는 캐나다, 일본의 타이어 보다 훨씬 낮다. 따라서, 뛰어난 품질과 더불어 낮은 가격은 한국타이어가 세계시장에서 선전할 수 있는 가능성을 말해준다.

II. 투자포인트1. 수익성 더 올라간다!

1. 한국타이어의 영업이익률을 살펴보자

원재료 가격 상승으로 인해 영업이익률이 하락했으나 상승여력이 충분

한국타이어는 2010 년 3 분기부터 영업이익률의 급격한 하락을 겪었다. 이유는 바로 타이어의 원재료 가격의 급격한 상승 때문이었다. SMIC Research Team 은 향후 한국타이어의 영업이익률이 곧 회복할 것으로 보았다. 근거는 바로 타이어 산업의 특징이다. 타이어 산업의 경우 원자재 가격의 상승을 소비자에게 전가할 수 있는 강력한 힘이 있기 때문이다.



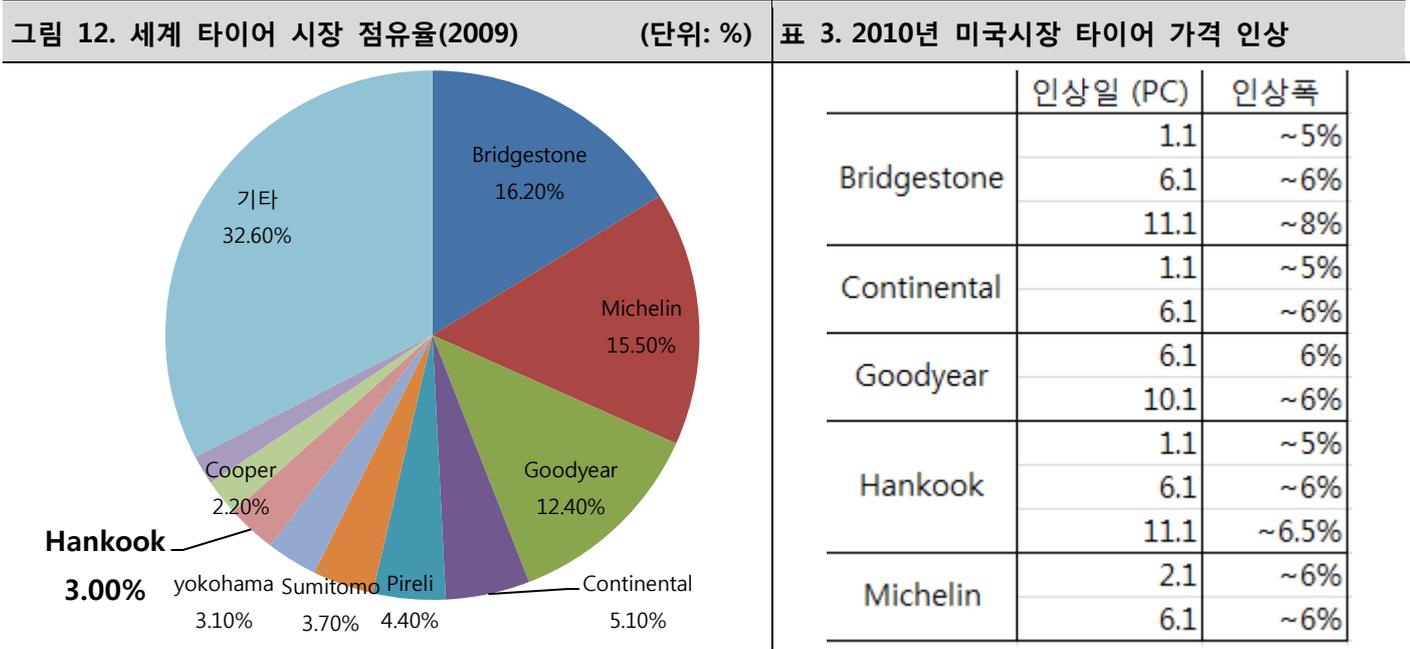
출처: IR 자료

출처: IR 자료

2. 타이어 산업은 과점시장=>높은 가격 전가력

과점시장이므로 가격 결정력이 크며 그로 인해 가격 전가도 용이함

몇 개의 타이어 업체가 소비자들에게 직접 납품한다는 점, 타이어의 교체주기가 일정한 점, 타이어가 필수재 성격을 갖는 점 등으로 인하여 타이어 업체들은 높은 원가전가력이 있다. 그리고 과거의 사례를 보면 업체간 담합적 가격인상이 일어나고 있다. 심지어 완성차 업체에도 강력한 가격전가력을 가진다. 2008 년 GM 대우에게 국내 타이어 3 사가 12%의 판매가격 인상을 요구하였다. 이 때, GM 대우가 요구안을 거절하자 타이어 3 사는 공급을 중단했다. 이 때문에, GM 대우는 생산에 큰 차질을 빚었고, 소송을 통해서 겨우 60 일 동안 물량을 공급받은 사례가 있다. 타이어업체들의 힘, 그리고 타이어 업체들의 과점의 이득을 잘 보여주는 사례다.

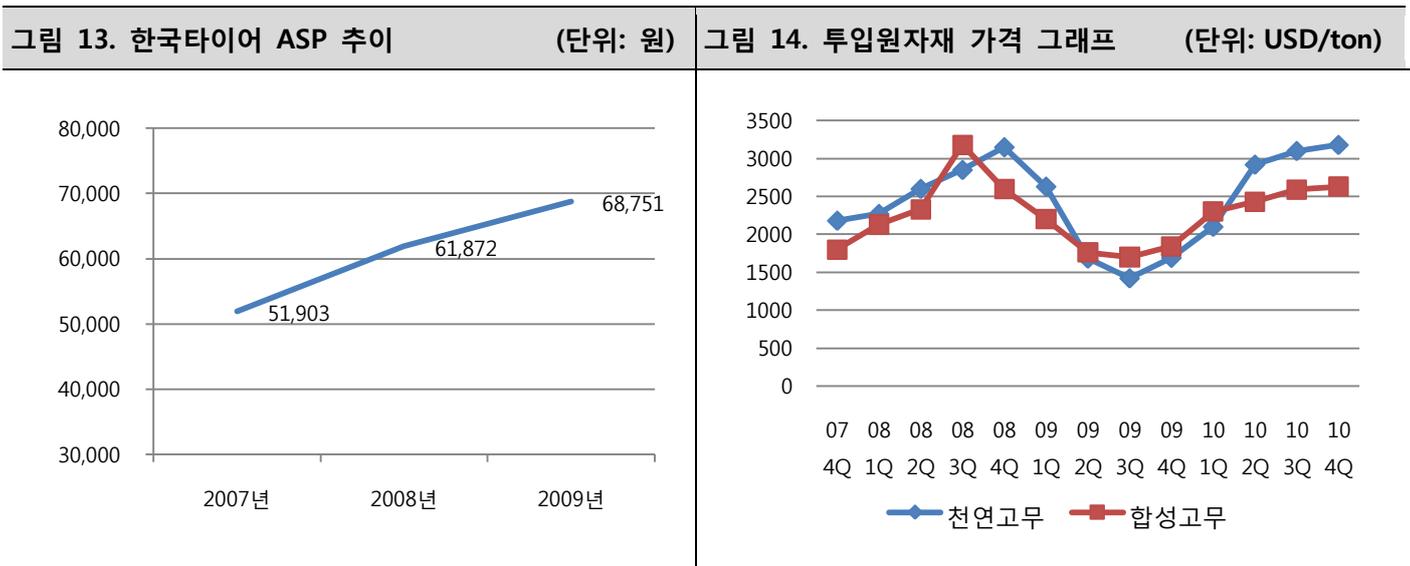


출처: Tirebusiness

출처: 대한 타이어 공업협회

3. 과거 사례를 가지고 가격 전가력을 구체적으로 계산해 보자

지금과 비슷한 시기는 2008 년에도 발생하였다. 그 당시에 도 현재와 비슷한 상황이 벌어졌다. 천연고무가격이 급등했고, 합성고무가격의 가격도 치솟았다. 이 때문에, 연결기준 영업이익률이 감소하였다. 연결재무제표상 2007 년 영업이익률은 8%였지만. 2008 년의 경우 5%로 감소하였다

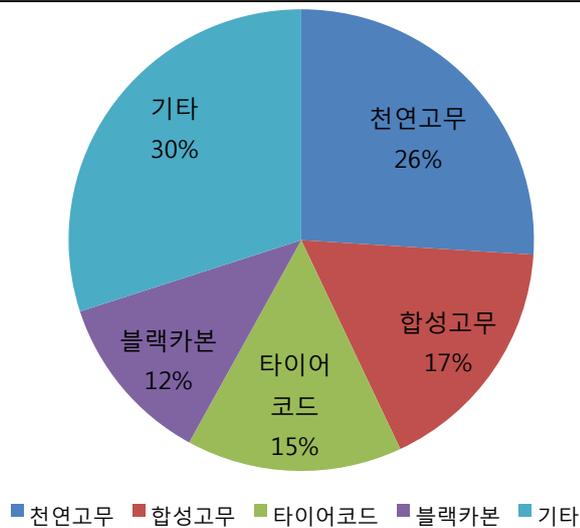


출처: 사업보고서, SMIC Research Team

출처: IR 자료

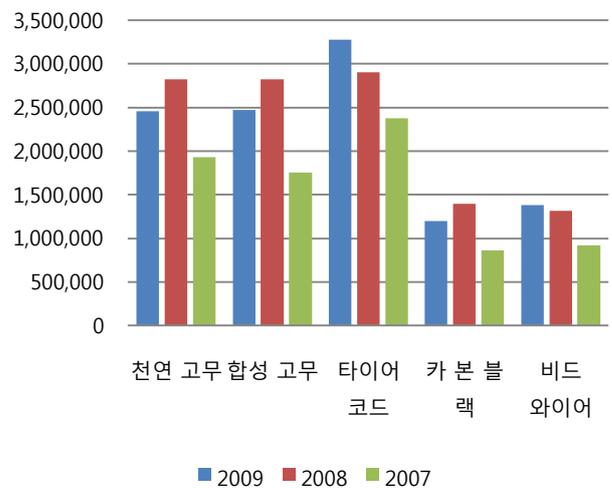
조금 더 자세히 분석해 보자. 2007 년 당시 전체 매출원가 중에서 천연고무가 차지하는 비중은 26% 였고, 합성고무의 경우 17% 였다. 그리고 그림 22 에서 보면 2007 년 4 분기에 비해서 천연고무의 경우 49%, 합성고무의 경우 39% 인상되었다. 그리고 매출원가의 15%를 차지하던 타이어 코드의 경우 22%, 매출원가의 12%를 차지하던 카본블랙의 경우 62% 증가하였다. **이에 따라 매출원가는 30% 증가하게 되었다. 매출총이익률은 27%에서 20%로 감소한다.** 다만 이 산출은 한 시점을 대상으로 것이고, 사업보고서 상의 금액은 1 년치를 반영한 것이기 때문에 숫자상 차이가 난다.

그림 15. 2007년 한국타이어 원재료 비중 (단위: %)



출처: 사업보고서

그림 16. 투입원자재 가격 그래프 (단위: KRW/ton)



출처: 사업보고서

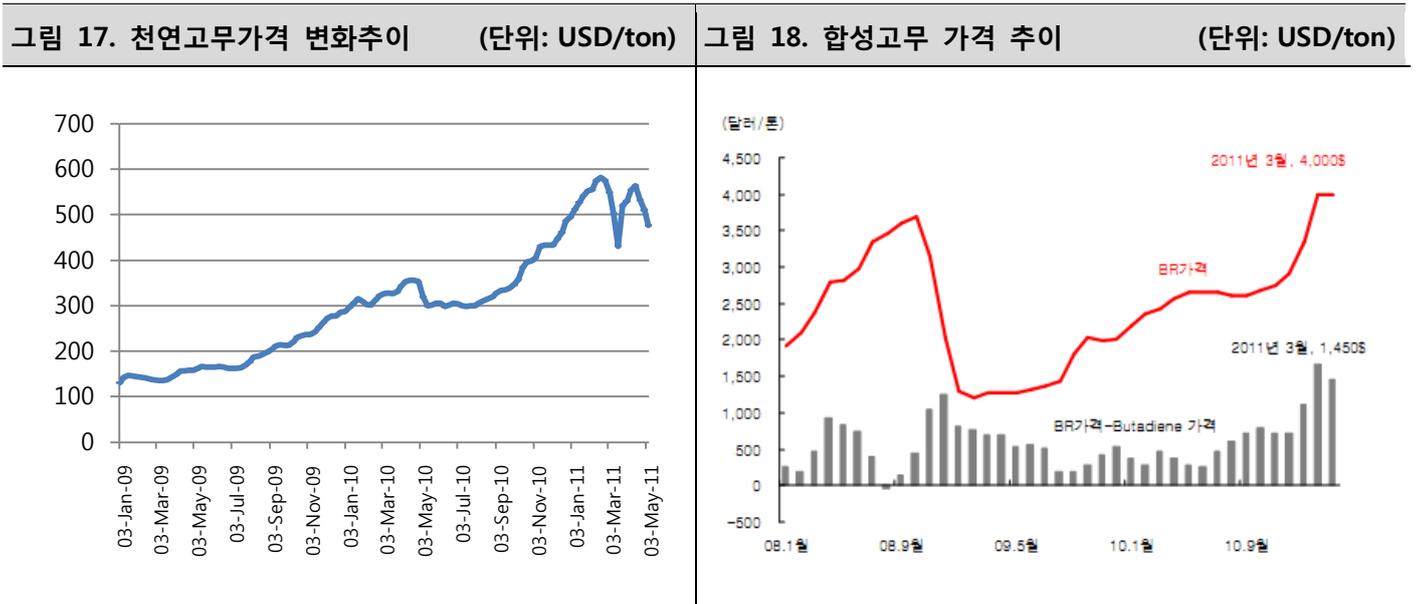
원재료 가격 인상과 판가 인상의 시간차가 일시적 수익성 악화의 원인

우리는 이 기간의 차이를 주목해 보아야 한다. **2008 년 급격한 판매단가 인상의 효과는 사업보고서 상의 2008 년 까지가 아닌 2009 년까지 분석해야 한다.** 2009 년 타이어 원재료 가격의 안정화로 인해서 한국타이어의 경우 2009 년에 판매단가 인상을 1 차례밖에 수행하지 않았다. 12 월에 3% 인상한 것이 그것이다. 따라서 2009 년 당시의 가격 인상이 ASP 에 미치는 효과는 미미할 것으로 보았다. 그러면 2008 년의 최종 판매단가 인상이 반영된 금액은 2009 년의 판매단가로 봐도 무방할 것이라고 본다. 이럴 경우 **2007 년대비 2008 년의 제품 판매 가격인상폭은 32.5%에 달한다.** 2007 년 매출원가 증가폭을 만회하고도 남는 수치다. 게다가, 2008 년의 원가인상은 2009 년의 급격한 수익률의 증가를 가져왔다. 연결기준으로 2007, 2008, 2009 년의 매출총이익률은 27%, 24%, 30%다. 이 것을 볼 때, 원재료 가격이 오른 시기엔 어느 정도 타이어 산업의 수익성이 악화된다. 하지만, 이것은 원재료 가격의 인상폭을 전가시키지 못하는 것이 아니라, 단지 가격 인상 시기와, 원재료 가격 상승시기의 불일치 때문이다. 그리고 그림 15 와 그림 16 를 보면 **타이어 가격의 경우 하방경직성을 가지기 때문에 원재료 가격이 안정화 되더라도, 타이어 가격은 하락하지 않는다.** 이 경우 타이어 산업의

수익성이 기존보다 더 높아지게 된다. 또한 수익성이 개선될 경우 이익 자체의 볼륨은 커지게 된다

4. 현재도 가격을 전가하고 있는가?

원자재 가격이 오르는 추세 간단히 말하자면 그렇다! 현재 원자재 가격이 급격하게 오르고 있는 추세다. 타이어 산업의 호조와, 유가급등으로 인해서 천연고무가격과 합성고무가격이 급격하게 올랐다. 일단 다음의 그림으로 최근 원자재 가격 추이를 살펴보자.



출처: ANRPC

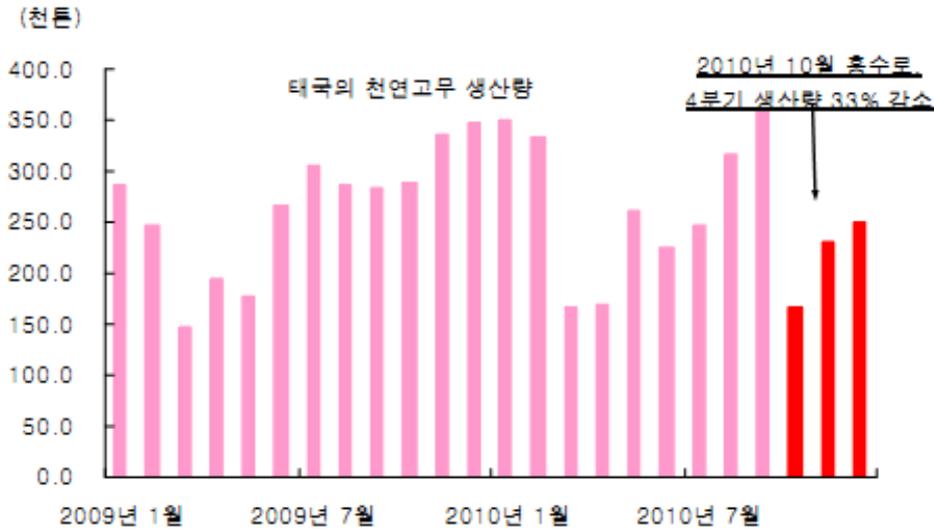
출처: 동양증권

태국의 홍수, 일본 대지진 등으로 천연고무 공급이 감소하여 가격 상승

천연고무가격의 경우 2011년 5월 11일까지의 가격 추이를 나타내고 있고, 합성고무 가격의 경우 4월까지의 가격 추이를 나타내고 있다. 위에서 언급한 대로 타이어의 중요한 원료인 천연고무가격이 최근까지 급등세를 보였다. 보통 천연고무가격 변동이 3개월 후에 재무제표에 비용으로 계상되는 것을 고려하면 2011년 에도 추가적인 영업이익률 하락이 예측될 수 있다. 일단 이러한 가격 급등의 이유가 무엇인지 살펴보자. 천연고무의 경우 2010년 4분기부터 가격이 급격히 상승하는 것을 볼 수 있다.

그림 19. 태국의 천연고무 생산량

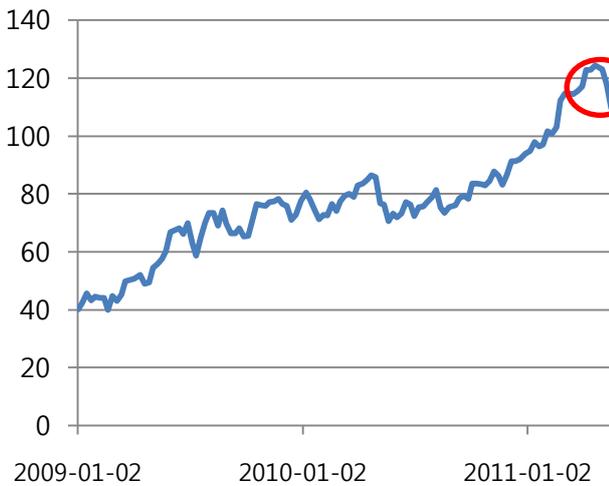
(단위: 1,000 ton)



출처: ANRPC, 동양증권

그림 20. 두바이유 추이

(USD/배럴)



출처: 연합인포맥스

표 4. 국내외 1, 2분기 NCC 보수 일정

회사	기간
LG 화학	4/15~5/15
대한유화	4/3~4/30
여천 NCC	4/3~4/30
삼성 토탈	4/26~5/26
셸(싱가포르)	3/18~

출처: EBN

원자재 가격 상승에 맞추어 판가 인상중

그러면 한국타이어가 2008년의 경우와 같이 가격 전가를 시키고 있느냐에 대한 의문이 들 것이다. 물론 현재 전가 중에 있다. 일단 2010년 말에 5%, 2011년 1분기에 5%, 2분기에 5%의 가격 인상이 이미 단행되었다. 또한, 회사 담당자에 따르면, 3분기에도 5% 인상이 내부적으로 결정 되었으며, 향후 원재료의 가격 변동에 따라서 추가적으로 판매 가격 인상을 단행할 것이라고 한다. 그러면 매출액과 매출 원가율을 사용해서 원재료 가격인상을 전가시킨다는 것을 보이려 한다. 천연고무가격이 급격히 오르던 2010년 4분기와 비교하겠다. 2010년 4분기와 비교해서 2011년 5월 현재 천연고무 가격은 약

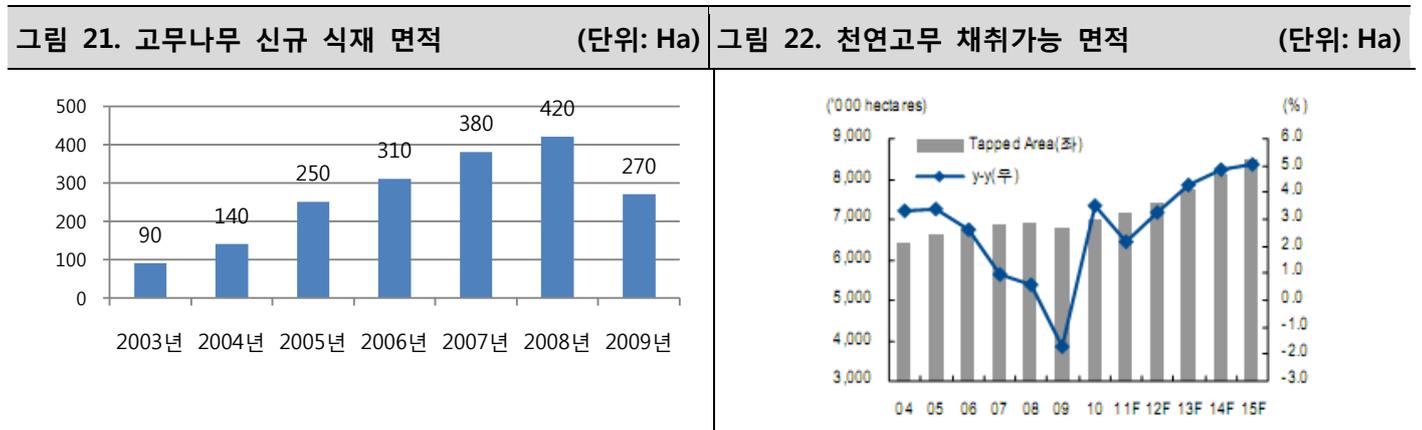
50%, 합성고무가격은 약 54% 상승하였다. 천연고무와 합성고무가 매출원가에서 차지하는 비중이 각각 30%, 20%이다. 따라서 매출원가는 약 26.8% 증가하였다. ASP의 경우 2010년 4분기부터 매분기 5% 증가하였고, 3분기에도 5%의 상승이 예정되어 있다. 이를 반영하면 판매단가는 21.6% 증가한다. 이 경우 매출총이익률은 3% 감소한다. 하지만, 주요 원자재 가격의 인상폭에 비하면 매출총이익률의 감소폭은 미미한 수준이라고 판단된다. 한국타이어의 강한 가격전가력을 보여주는 자료다. 즉, 현재도 원자재 가격 인상을 충분히 전방에 전가시키고 있다. 다만 인상시기의 차이 때문에 수익성이 잠시 악화된 것이다.

5. 원재료 가격변동은 어떠한가?

원재료 가격 안정화 예상

한국타이어는 ASP인상을 통해서 원재료의 가격 상승을 전가시키고 있다. 그러면 향후 원재료의 가격은 어떻게 될 것인가? 미래에 대한 전망은 하지 않겠다. 다만 그림 17과 그림 18에서 보듯이 원자재 인상 추이는 진정되었다.

또한 2003년부터 단행한 신규식재가 이제 본격적으로 효과를 나타나는 것으로 전망된다. 그리고 합성고무의 경우에도, 일본 석유화학 업체들이 속속 조업 재개에 들어가고 있고, 유가의 경우에도 중동의 지정학적 리스크가 줄어들면서 최근 하락 조짐을 보이고 있다. 또한 국내 NCC 업체들의 보수가 속속 마무리되고 있다.



출처: ANRPC

출처: ANRPC, 우리투자증권

원자재 가격이 하락하면 수익성 증대

. 지금 현재, 원자재 가격은 하락세로 전환하였다. 당분간 이러한 추세가 유지될 것이라는 의견이 지배적이다. 설사 원자재 가격이 오르더라도 판매가격 인상으로 원자재 가격 상승을 전가하고 있고, 하방경직성을 갖는 타이어 가격의 특성상 원자재 가격이 하락할 경우에도 타이어 가격은 현재 오른 가격 그대로 유지될 것이다. 현재, 가격 인상은 실적에 반영되기 시작하였다. 지금이 바로 투자 적기다!

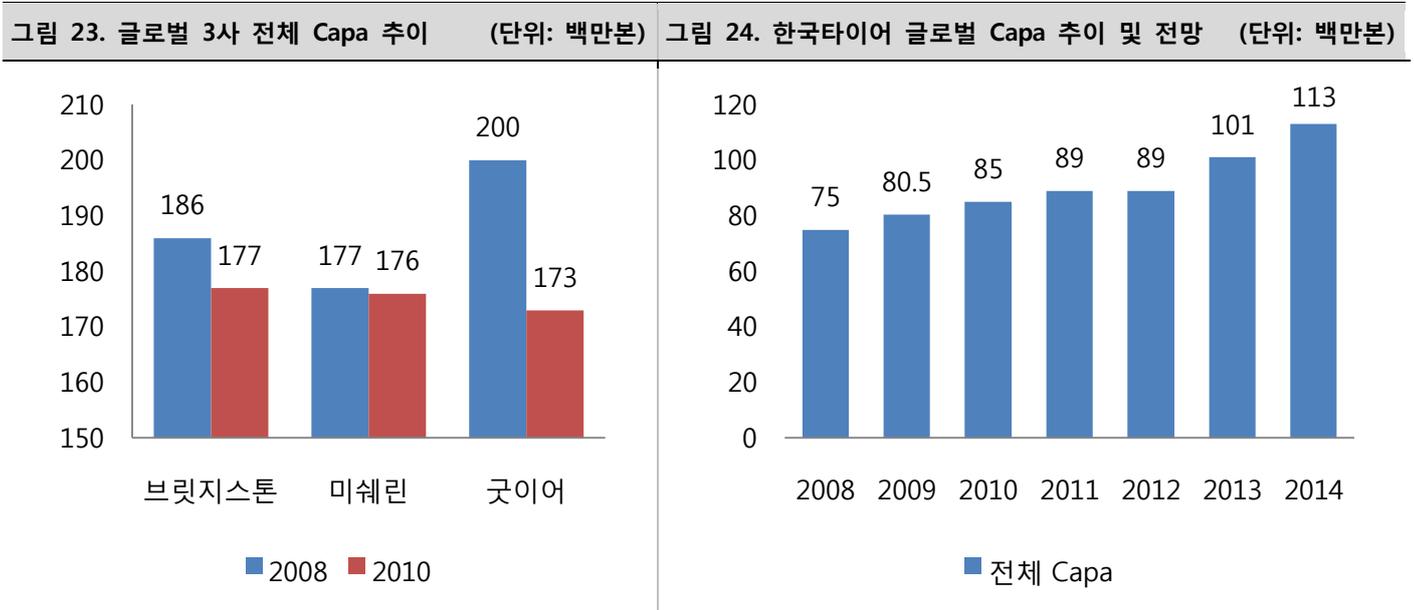
III. 투자포인트 2. 1st tier로의 진화, 한국타이어!

1. 세계 타이어 시장의 회복! 그리고 한국타이어의 증설

금융위기 이후 타이어 생산량이 감소했으나 한국타이어는 공격적으로 설비 증설

'08년 금융위기 이후 자동차 시장과 타이어 시장은 극심한 불황이었다. 타이어 시장은 극심한 시장침체로 인해 '09년 세계 타이어 판매량은 '08년 14억만본에 비해 8% 감소한 12억85백만본을 기록하였으며, 전체타이어 판매량의 45%를 차지하고 있는 글로벌 3사(브릿지스톤, 미쉐린, 굿이어)의 매출액 또한 모두 줄어들었다. 이에 따라 글로벌 3사는 노후화된 설비 폐기, 추가 생산시설 증설 포기 등으로 어려운 시기를 넘기려 하였다.

하지만 한국타이어는 이런 업계의 흐름과는 정 반대의 모습을 보였다. 한국타이어의 '09년 연결기준 매출액은 오히려 '08년 대비 늘어난 모습을 보였고 이와 더불어 예정되어 있던 설비 투자를 지속함으로써 생산능력을 증량시켰다.



출처: 각 사 IR자료'

출처: 사업보고서, IR 자료

시장 회복과 함께 설비투자의 효과 나타남

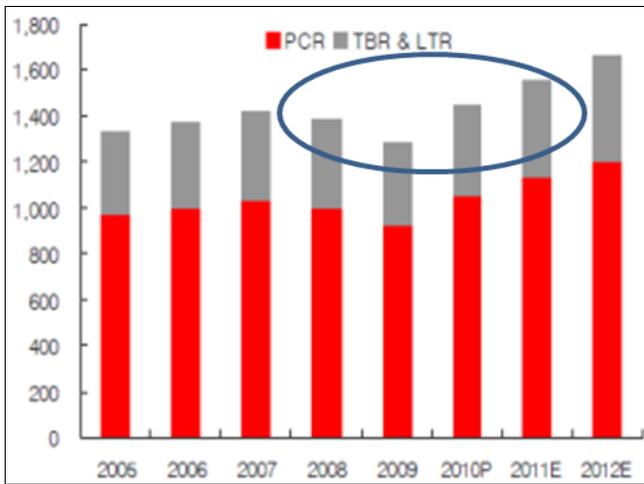
그리고 이제 한국타이어의 지속적인 설비투자가 빛을 발하기 시작했다. 침체되어있던 '09년도와는 달리 '10년 자동차 시장은 급격한 회복을 보였고 이에 따라 타이어 시장 또한 활기를 찾았다. '10년 세계 타이어 시장 규모는 '09년 대비 12% 증가한 14.5억개를 기록하였고 이는 '08년 금융위기 이전의 수준보다 오히려 높은 수치이다. 그 결과 노후화된 설비 폐기, 추가 증설 중지 등을 통해 전체 Capa가 줄어든 글로벌 3사와는 달리 한국타이어는 증량한 설비 모두를 매출액으로 연결시켜 전에 없는 큰 매출액을 기록하게 되었다.

공급이 달리는 상황, 증설이 완료되면 연간 1억 본을 넘어서게 될

현재 한국타이어는 한국, 중국, 헝가리 공장 가동률이 100%에 육박하고 있으며 재고율은 낮은 수준에서 유지 중이다. 따라서 현재 Capa에서 나오는 물량은 모두 소화 가능한 상황이다. 또한 올해에는 헝가리 공장의 추가 증설이 완료되어 전년 대비 4백만본 늘어난 89백만본의 Capa를 보유하게 될 것이며 이를 통해서 올해의 매출액 또한 전에 없는 높은 수치를 기록할 수 있을 것으로 판단된다.

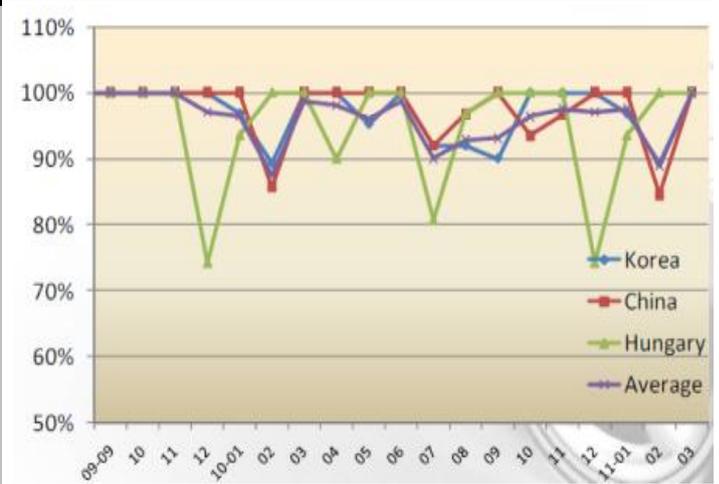
한국타이어는 여기서 그치지 않고 중국에 총칭 제 3공장, 인도네시아 공장 신규 증설을 결정한다. 최근 기공식을 진행한 중국 제 3공장과 인도네시아 공장이 완성되는 '14년에 한국타이어는 글로벌 Capa 1.2억본을 보유하게 되며 이는 전세계 5번째 생산력이다.

그림 25. 세계 타이어 판매 추이 및 전망 (단위: 백만본)



출처: LMC, SK 증권

그림 26. 한국타이어 글로벌 Capa 가동률 추이 (단위: %)



출처: IR 자료

표 5. 타이어 산업 글로벌 플레이어 매출액 추이 (단위: 백만달러)

		2010	2009	2008			2010	2009	2008
브릿지스톤	매출액	29,061	26,293	32,110	굿이어	매출액	18,832	16,301	19,488
	영업이익	1,858	918	1,132		영업이익	750	221	185
	영업이익률	6.40%	3.50%	3.50%		영업이익률	4.00%	1.40%	0.90%
미쉐린	매출액	23,734	20,648	24,134	한국타이어	매출액	4,906	4,705	4,133
	영업이익	2,249	1,202	1,352		영업이익	566	567	193
	영업이익률	9.50%	5.80%	5.60%		영업이익률	11.50%	12.10%	4.70%

출처: 각 사 IR 자료

하지만 이렇게 성장한 한국타이어, 앞으로도 가능성이 있을까라는 의문이 생길 수 있다. '08년 이후 침체를 겪었다고 하지만 아직도 높은 세계 점유율을 갖고 있는 글로벌 3개 업체와의 경쟁에서 한국타이어가 정말로 살아남을 수 있을지에 대한 의문이다. 이

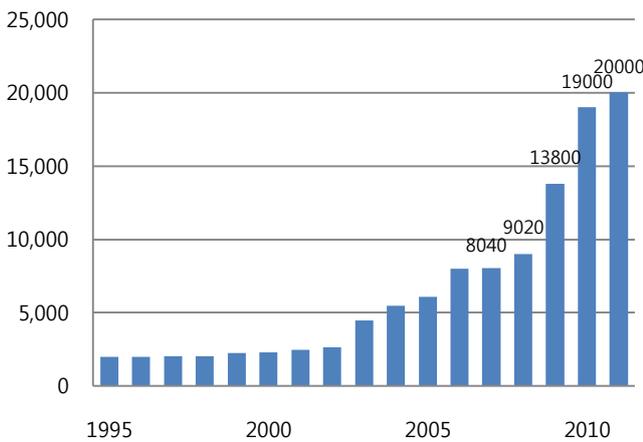
에 대해 **SMIC Research Team**는 한국타이어가 앞으로 충분히 잘 할 수 있을 것이라고 하지만 이렇게 성장한 한국타이어, 앞으로도 가능성이 있을까라는 의문이 생길 수 있다. '08년 이후 침체를 겪었다고 하지만 아직도 높은 세계 점유율을 갖고 있는 글로벌 3개 업체와의 경쟁에서 한국타이어가 정말로 살아남을 수 있을지에 대한 의문이다. 이에 대해 **SMIC Research Team**는 한국타이어가 앞으로 충분히 잘 할 수 있을 것이라고 판단했다. 그리고 그 원동력은 가장 큰 성장세가 기대되는 시장, 바로 중국시장에서의 성장을 통해서이다

2. 중국 시장에서의 성장 기대

중국 시장 급성장으로 공급부족, 3공장 증설 완료시 4,400만 본 생산가능

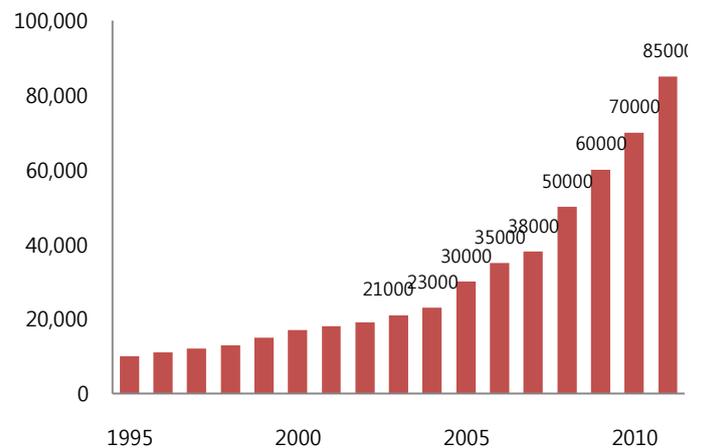
중국의 자동차 시장은 현재 급격한 속도로 성장하고 있다. 매년 자동차의 내수시장이 성장하고 있고 또한 자동차의 보유 대수도 꾸준히 성장하고 있다. 이에 따라 타이어의 수요 역시 급격하게 증가하고 있으며 일부는 공급이 달려 수요에 맞출 수 없는 상황이다. 또한 글로벌 경기가 회복됨에 따라 앞으로의 중국 타이어 시장은 더욱더 성장할 것으로 판단된다.

그림27. 중국 자동차 내수 추이 (단위: 천대)



출처: KAMA(한국자동차공업협회)

그림28. 중국 자동차 보유 대수 추이 (단위: 천대)



출처: KAMA(한국자동차공업협회)

한국타이어는 1999년 처음 중국 강소, 가흥에 공장을 설립하여 현지 생산 체제를 구축하였고 2003년부터 글로벌 3사(브릿지스톤, 미쉐린, 굿이어)를 제치고 승용차용 타이어 시장 점유율 1위(동사추정 20%, 매출액 대비), 전체 타이어 시장 점유율은 금호타이어에 이은 2위를 기록하고 있다.

현재 한국타이어의 전체 생산 Capa 중 반에 가까운 물량이 중국 공장에서 나오고 있다. 이렇게 중국공장에서 나오는 물량은 중국 내수용 외에도 북미향 수출, 유럽향 수출 물량이 배합되어 있었다. 하지만 최근 중국 타이어 내수 시장의 급격한 성장으로 중국 공장에서 나오는 모든 생산량이 전량 중국 내수용으로 전환되어 있다. 그에 따라 현지 공장 가동률은 100%에 육박하여 한계에 다다른 실정이며 부족한 물량은 한국타이어 한

국 공장에서 수출하고 있다. 이러한 성장세에 맞춰 한국타이어는 중국 제 3공장 기공식을 최근 가졌다. 제 3공장의 예상 생산 물량은 연 1150만본 수준으로 완공되는 '14년의 한국타이어의 중국 총 생산량은 4400만본에 이르게 된다

중국시장의 성장세가 이렇게 크다 보니 '10년 9월 글로벌 2위 타이어 업체인 미쉐린은 '11년부터 중국에서의 본격적인 설비 투자 계획을 발표했다. 이번 계획은 중국뿐 만 아니라 인도, 브라질에 총 3천500만본 규모의 Capa를 증설하는 계획이다. 이는 중국 시장에 대한 기대를 반영한 결과이며 앞으로 중국시장은 더욱 더 치열해 질 것으로 예상할 수 있다. 따라서 한국타이어가 이런 중국시장에서 글로벌 3사를 비롯한 기존의 1위 금호타이어와의 경쟁에서 정말 가능성이 있을 것이냐는 의문이 나올 수 있다.

글로벌 3사의 설비 증설은 우려할 만한 수준 아님

이에 Research Team 2는 한국타이어가 앞으로도 중국시장에서 지속적으로 성공적인 영업을 영위할 수 있을 것이라고 판단했다. 우선 미쉐린이 발표한 신규 설비 투자 계획은 중국, 인도, 브라질이 모두 포함된 규모의 계획이며 중국에 새롭게 설치되는 설비의 연 생산량은 약 1200만본 정도이다. 현재 미쉐린은 중국 내에 총 네 개의 공장을 갖고 있으나 이들의 총 연 생산량은 약 1000만본 규모에 불과하다. 이는 미쉐린, 브릿지스톤 등 외국 업체가 2000년대 초에 새로운 공장 설립을 시도했으나 과잉생산을 우려한 중국정부에 의해서 제지 당한 결과이다. 따라서 설비투자가 완료되는 '14년 미쉐린이 중국 내에 보유하게 되는 연 생산량은 약 2000만본 내외가 될 것이며 이는 한국타이어가 '14년에 보유하게 되는 4400만본의 절반에 해당하는 양이다. 중국 시장의 성장세를 볼 때 미쉐린의 이번 설비 투자 계획은 한국타이어에게는 크게 부담이 없는 것으로 판단이 된다.

또한 미쉐린은 이번 계획을 발표하면서 12억 유로(1.8조원)에 달하는 유상증자를 함께 발표했다. 이에 미쉐린의 자금조달 능력과 설비 증설 소요금액 등을 감안할 때 과도하다는 시각 또한 존재한다. 미쉐린은 주로 미국, 유럽과 같은 선진 시장에서 주로 영업을 영위해 왔고 '08년 글로벌 경기 침체 때 큰 타격을 받은 기업이기 때문이다.

이 외에도 세계 타이어 시장 매출액 1위인 브릿지스톤은 현재 약 백만본 규모의 추가 투자 계획이 있으며 3위인 굿이어의 경우 현재 생산규모인 연 6백만본의 규모를 '13년까지 8.2백만 본 규모로 올린다고 발표하였으나 앞서 기술한 미쉐린과 같은 이유에서 한국타이어에게 큰 위협은 될 수 없다고 판단할 수 있다.

금호타이어는 연이은 악재로 경쟁력 상실 전망

현재 중국시장 점유율 1위인 금호타이어는 노사갈등으로 인해 작년부터 워크아웃이 진행 중이다. 앞친대 뒷친 격으로 올해 3월 중국 CCTV로부터 내부적인 재생고무 비율 규정을 지키지 않았다는 이유로 소비자 안전을 무시하는 업체로 고발당했다. 그 이후 금호타이어는 문제가 된 천진공장이 2개월 이상 가동 중단되고 리콜을 하는 등 중국에서 큰 어려움을 겪고 있다. 이런 상황에서 금호타이어는 중국시장에서 공격적인 설비투자를 진행할 수 있는 여력을 보유하고 있지 않다. '10년까지만 해도 '12년까지 연 1억본 목표를 갖고 있었으나 현재 부채비율은 400%에 달할 정도로 재무상태가 좋지 않으며 자체적인 실적 또한 좋지 않은 상황이다. 따라서 금호타이어는 앞으로 크게 성장하는 중국시장에서 경쟁력이 약화될 것이 SMIC Research Team의 판단이다..

종합하자면 중국시장에서 한국타이어는 다른 경쟁사에 비해 압도적으로 많은 생산 Capa를 보유하고 있으며 앞으로도 이런 Capa의 차이는 유지될 것이다. 또한 한국타이

어가 중국 시장 점유율 2위인 점, 그리고 1위인 금호타이어가 현재 어려운 점을 미루어 봤을 때 크게 성장하는 중국 시장에서 한국타이어는 충분히 점유율 1위로 오를 수 있으며 따라서 한국타이어는 중국시장을 통해 큰 성장을 거둘 수 있을 것으로 판단된다.

그림 29. 중국 타이어 판매 동향 (단위: 백만본)

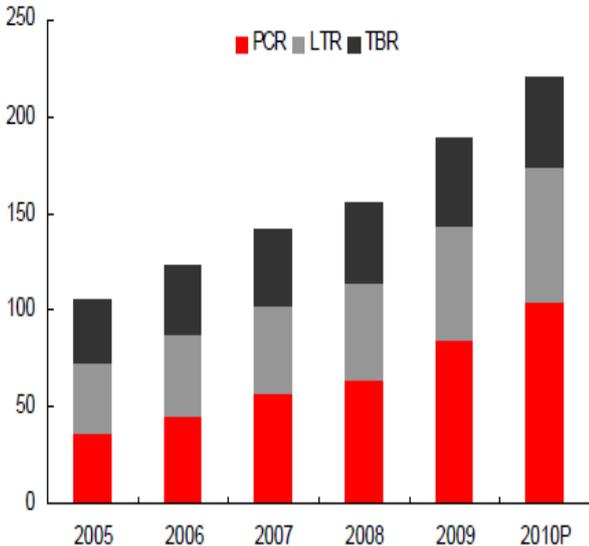
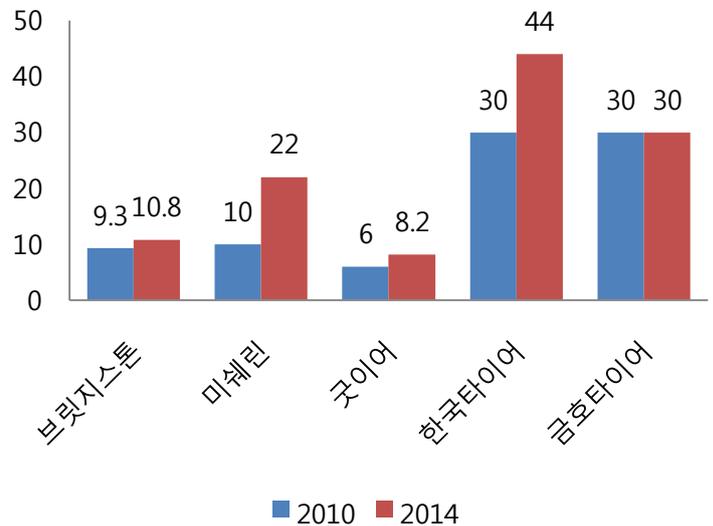


그림 30. 글로벌 업체 중국 공장 Capa전망(단위: 백만본)



출처: LMC, SK증권

출처: IR 자료

3. 유럽, 북미지역에서의 안정적인 매출 기대

헝가리 공장 안정화로 생산량 증가 전망

'07년 하반기부터 본격적으로 생산활동을 시작한 헝가리 공장은 낮은 연 생산량과 그로 인한 높은 고정비 부담으로 인해 '09년도까지 적자를 보이고 있었다. 하지만 지속적인 공장 안정화와 기존 한국에서 수출하던 물량을 헝가리 공장으로 넘기면서 '10년 헝가리 공장은 흑자로 전환하게 되었고 여기서 한국타이어는 헝가리 공장 제 2단계 생산시설 설비투자를 진행하게 된다. 헝가리 공장의 제 2단계 생산시설은 '10년 말에 일부 완성이 되었고 '11년 1월부터 본격적인 생산활동에 들어갔다. 한국타이어는 제 2단계 생산시설이 '11년에 완벽하게 확충될 것이라고 발표하였고 따라서 분기당 생산량은 올해 안에 현재의 200만본에서 300만본으로 늘어날 것이다.

그림 31. 헝가리 공장 매출액 및 영업이익 추이(단위: 억원)

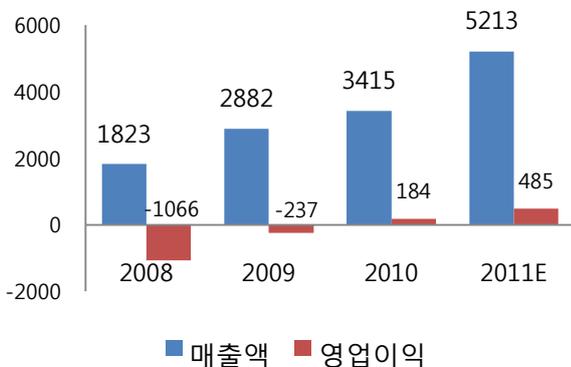
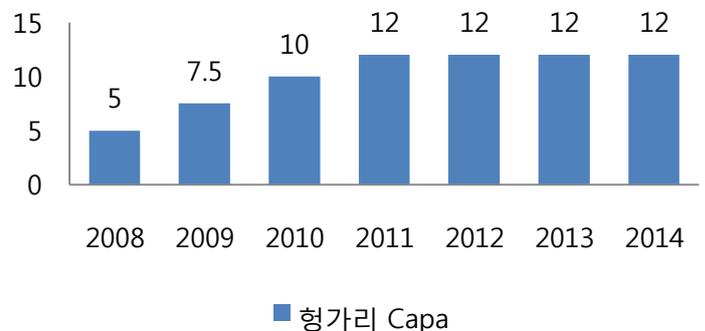


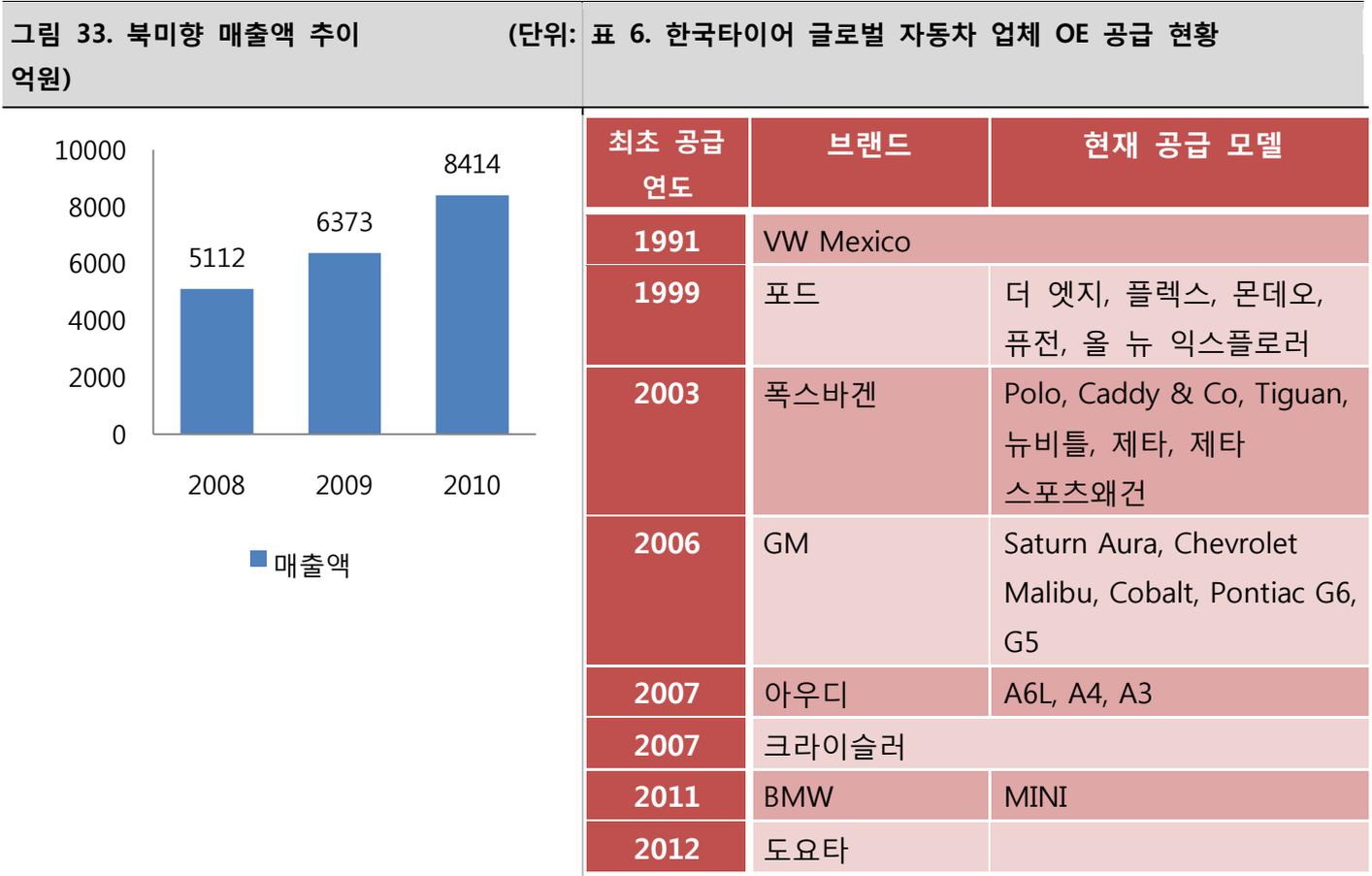
그림 32. 헝가리 공장 Capa 추이 (단위: 백만본)



출처: IR 자료, 사업보고서

출처: IR 자료

한국 공장에서 헝가리 공장으로 넘긴 물량의 대부분은 RE제품이다. 현재 헝가리 공장 제품믹스는 OE가 10%, RE가 90%이며 공장가동률은 100%에 가깝다. 이는 한국타이어의 제품이 폭스바겐, 아우디, BMW 등 글로벌 자동차에 OE로 들어간 결과 RE의 판매가 지속적으로 이루어지는 것을 의미하며 OE에서 RE로의 재구매율이 70%정도임을 감안한다면 유럽시장에서의 안정적인 매출액을 기대할 수 있을 것이다



출처: IR 자료, 사업보고서

출처: IR 자료

중미 무역분쟁으로 중국발 수출 감소, 지속적인 OE 투입으로 품질 인정받아 매출 확대 전망

또한 중국시장이 부상하기 전에 가장 큰 단일 타이어 시장인 미국시장에서도 한국타이어는 안정적인 매출을 기대할 수 있다. 최근 한국타이어의 매출실적을 확인하면 북미향 수출이 많이 늘었는데 이는 중국 공장에서 생산되어 미국으로 수출되던 제품들이 중국시장의 성장, 미국과 중국의 무역갈등으로 인하여 전량 내수화 됨에 따라 한국 공장에서 미국으로 수출되는 물량이 많아졌기 때문이다. 또한 헝가리 공장 제 2생산설비가 확충됨에 따라 한국 공장의 유럽향 수출은 점차 줄어들 것이고 북미향 수출은 점차 늘어날 것이다.

이렇게 북미지역 매출이 늘어날 수 있는 이유는 바로 한국타이어 제품의 지속적인 글로벌 자동차 OE 투입에 있다. 현재 한국타이어의 제품은 아우디, 폭스바겐, BMW, 포드, 현대 기아차 등 글로벌 자동차에 OE로 사용되고 있다. 이는 한국타이어의 제품 품질이 글로벌 자동차 업체들에게 인정을 받기 시작했다는 것과 동시에 선진시장에서의 어느 정도 안정적인 RE 매출을 기대할 수 있게 되었다는 것을 의미한다. 비록 한국타

이어는 미국시장에서 시장점유율 4%대로 낮은 점유율을 차지하고 있지만 글로벌 3사보다 약 25% 싼 제품 가격과 좋은 품질, 글로벌 자동차에 OE로 쓰인다는 점들을 고려할 때 미국시장에서는 **최소한 일정 수준의 매출을 기대할 수 있을 것이다.**

이와 같이 살펴봤을 때 한국타이어는 중국시장에서의 큰 성장과 유럽, 북미지역에서의 안정적인 매출액 기대로 인하여 세계 타이어 시장에서 더 이상 2nd Tier가 아닌 1st Tier로 나아갈 것이라고 판단된다.

IV. Issue & Risk

1. 넥센타이어

1.1. 넥센타이어와 한국타이어비교

재구매율이 70%에 육박하기 때문에 장기적으로는 OE 부문 비중이 높을수록 유리,

앞에서 언급했듯이 OE 타이어를 마진 없이 파는 이유는 브랜드 이미지 제고와 '재구매율' 때문이다. 실제로타이어 교체 주기가 돌아오면 원래 있던 타이어 브랜드 그대로 교체하는 재구매율이 70%에 육박한다고 한다. 장기적으로는 OE 부문의 매출이 높아질수록 유리한 것이다. 또한 OE 매출은 수익률은 낮지만 신차에 장착되어 출시된다는 점을 볼 때, 원재료 가격이 악화되었을 때 고정 수요로 작용하는 측면이 있다. 그만큼 OE 비중이 높을수록 안정적인 수익률을 낼 수가 있고 장기적으로 잠재 수요를 확보할 수 있게 되는 것이다.

또한 한국타이어의 경우 OE 매출을 현대기아차에 의존하는 부분이 점차 낮아지고 있고, 반면에 넥센타이어의 경우 오히려 점점 높아지고 있다. 또한 납품처 다양화 측면에서도 여러 변수에 대처할 수 있다는 점에서 한국타이어에게 좋은 상황으로 보인다.

1.2. 넥센타이어 설비확충 가능성

넥센타이어에 대한 기대감으로 주가가 급격히 오르는 추세

근 1년간 넥센타이어의 주가는 거의 170% 가량 오른 반면에 동사의 주가는 약 70% 정도 오르는 선에서 그쳤다. 넥센타이어가 공격적인 성장세로 시장에서는 긍정적인 시각이 우세하다.

그러나 넥센타이어가 발표한 성장 계획이 근 2~3년 내에 완료되는 것이 아니라, 2017년까지이기 때문에 7년 앞을 내다보고 장기 성장성을 논하는 것이 이른 감이 있다고 판단되었고, 또한 그 투자 계획이 현실성이 있는지 재무적으로 확인해 보았다.

그림34. 한국타이어와 넥센타이어 1년간 주가 변동 추이

(단위: %)



출처: 네이버 금융

규모의 차이뿐 아니라 재무적으로도 넥센타이어가 계획한 설비증설을 실행하기 쉽지 않다

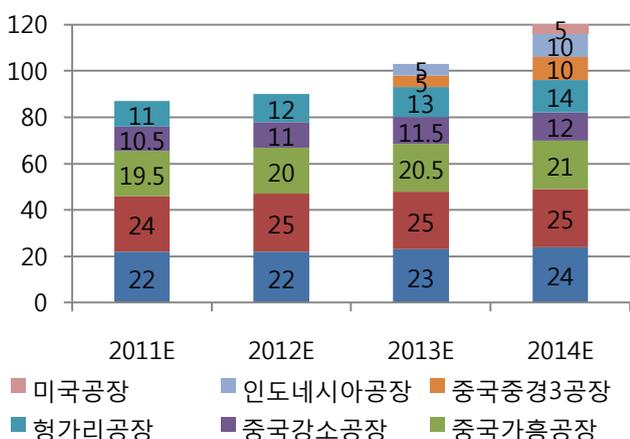
한국타이어의 시가총액은 5조 4천억, 넥센타이어의 시가총액은 1조 2천억 수준이다. 현재 한국타이어의 생산력은 8,300만 본 수준, 넥센타이어의 생산력은 2,400만 본 수준이다. 그리고 향후 설비 증설 계획은 동사가 2014년까지 1억 2천만 본 수준, 넥센타이어가 2017년까지 6천만 본 수준으로 끌어올리는 것이다. 그러나 현재 각 사의 재무비율을 볼 때, 한국타이어에 비해 넥센타이어의 설비 증설이 계획대로 완벽하게 이루어질 수 있을지는 불확실해 보인다.

최근 5년간 재무비율 추이를 보면 연결 기준으로 부채비율과 유동비율은 큰 차이가 없지만 유보율에서 상당한 차이를 보이고 있다. 한국타이어의 경우 부채비율 127%, 유동비율 110% 수준이고, 넥센타이어는 부채비율 160%, 유동비율 102% 선이다. 넥센타이어가 재무상태가 약간 안좋은 정도 인데, 유보율의 경우 2970%와 780% 정도로 큰 차이를 보이고 있다. 비율이 아닌 절대량의 차이로 보면 잉여금의 차이는 엄청날 것이다. 연결기준이 아닌 개별기준으로 보면 다른 재무비율에서도 큰 차이를 보인다. 한국타이어가 세계 여러 곳에 지점을 가지고 있고, 헝가리 법인이 그간 적자였던 것 등의 영향으로 보인다.

한국타이어의 헝가리 공장 1000만본 생산하는데 5억 유로가 투자되었다. 넥센타이어의 계획대로라면 4천 6백만본 정도의 증설을 계획하고 있다. 단순 비교로 넥센타이어의 투자비는 약 23억 유로가 필요하다. 1유로가 현재 1500원 수준에 있으므로 총 투자금액은 3조 4,500억원 정도가 소요된다. 현재 계획하고 있는 수준의 설비투자를 수행하려면 매년 2017년까지 매년 4900억 원 정도가 필요하다. 넥센타이어의 연결기준 1분기 영업이익이 377억수준이다. 연결기준 EBITDA는 500억 수준이다. 이 수준이 앞으로 지속된다 가정할 때 연간 영업이익은 1508억원, EBITDA는 2000억원 수준으로 예상된다. 영업이익과 연간 영업이익현재 수준의 3배에 달하는 설비 증설을 하는 것이 쉽지않은 않을 것이다.

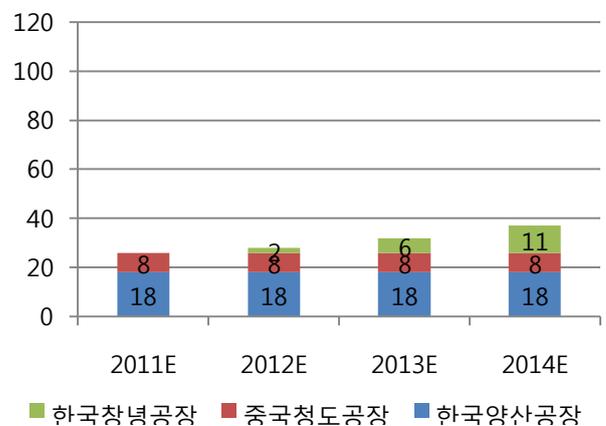
설비투자가 계획대로 완료된다고 하더라도 향후 넥센타이어의 재무구조에 상당한 악영향을 끼칠 것은 자명하다. 또한 설비투자가 향후 7년을 내다보는 것이기 때문에 그간의 변수를 고려하면 불확실성이 그만큼 커지는 것이다.

그림35. 동사 설비 증설 계획 (단위: 백만본)



출처: IR, 유진투자증권

그림 36. 넥센타이어 설비 증설 계획 (단위: 백만 본)



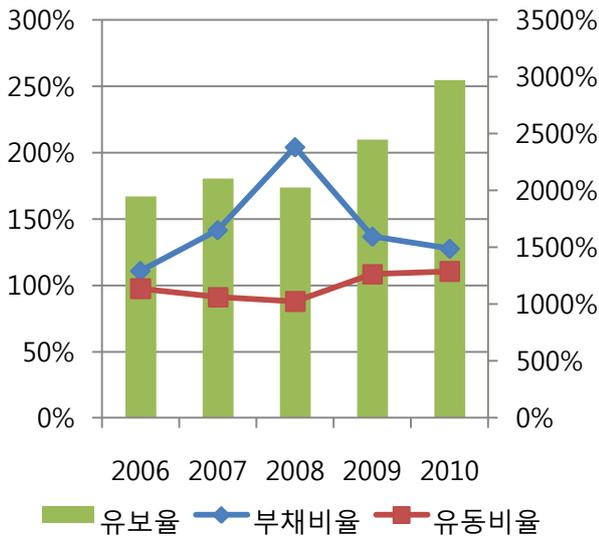
출처:넥센타이어, 유진투자증권

그리고 현재 국내시장이 점점 포화되고 있는 상황에서 각 사가 이렇게 공격적으로 설비를 증설하고 있는 것은, 국내시장이 목표가 아니라 전세계 시장을 목표로 하는 것으로 봐야 할 것이다.

한국타이어의 경우, 현재 글로벌 우수 업체에 상당 부분 OE 제품을 납품하고 있기 때문에 장기적으로 꾸준히 매출을 발생시킬 수 있을 전망이다, 넥센타이어의 경우에는 기존에 수출 전량이 RE 부문이었기 때문에 국내의 현대기아차를 제외한 세계 시장에서의 Performance가 어떨지 불확실한 상황이다. 글로벌 자동차 업체들에 레퍼런스를 쌓는 것이 쉽지 않을뿐더러, 상당히 오랜 기간이 걸리기 때문에 당장 글로벌 시장으로의 매출을 장담할 수가 없는 상황이다. 따라서 계획한 증설이 무난히 완료된다고 하더라도 늘어나는 생산량을 어디에 납품할 지 불확실성이 존재할 것으로 판단된다.

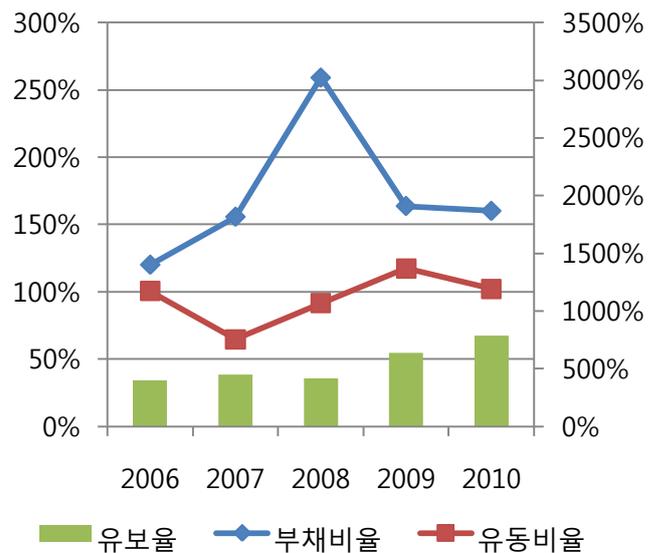
반면에 한국타이어는 2014년에 계획한 설비가 완성되기 때문에 상대적으로 성과가 가시적이고, 연간 생산 1억 본을 돌파하면서 글로벌 Top tier로 올라설 수 있는 기반이 완성되므로 아직 충분히 성장 여력이 남아있는 것으로 보인다.

그림37. 한국타이어 재무비율(K-IFRS, 연결 기준)
(단위: %, 우측 유보율)



출처: 네이버 금융

그림 38. 넥센타이어 재무비율 (K-IFRS, 연결 기준)
(단위: %, 우측 유보율)



출처:네이버 금융

2. 환율

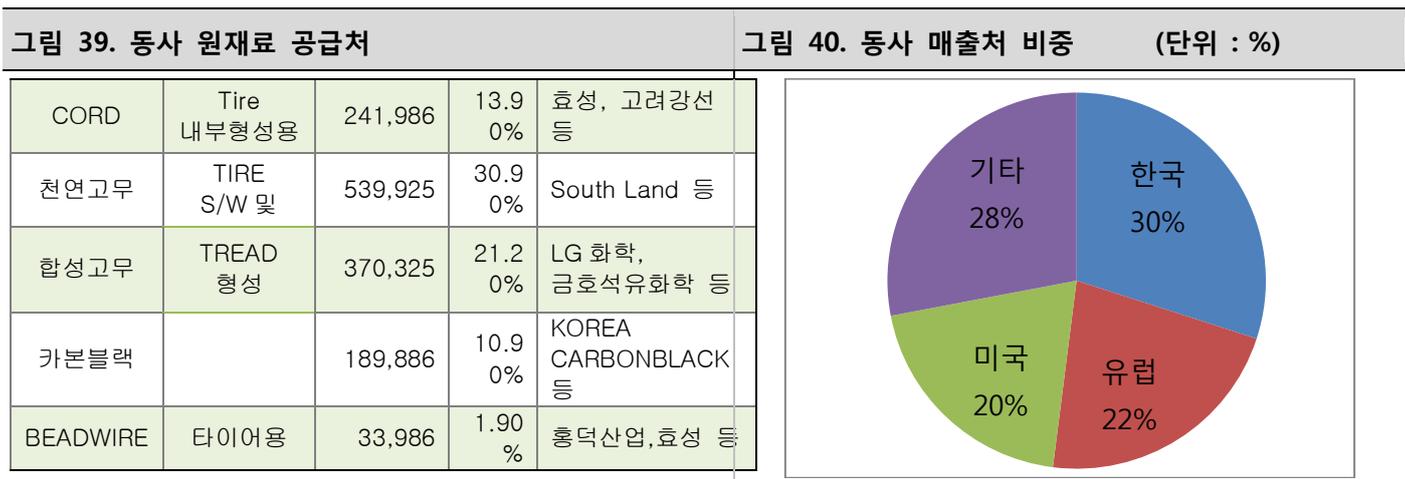
수출 비중이 높기 때문에 환율의 영향에서 자유롭지 못하다

동사는 수출과 내수 비중이 69:31 정도로 수출 비중이 높다. 또한 원재료 중 천연고무를 외국에서 직접 수입하기 때문에 환율의 영향에서 자유롭지는 못하다. 합성고무나 카본블랙 등 유가와 직접 관련이 있는 원재료들도 있지만 당 재료들은 직수입이 아니라 국내 업체에서 공급을 받고 있으며, 앞에서도 원재료 가격이나 유가 관련 분석이 행해졌기 때문에 여기에서는 그 부분에 대해서 고려하지 않고 환율에 따른 민감도에 대해서만 살펴보겠다.

동사가 크게 영향을 받을 수 있는 환율은 천연고무를 수입하는 통화이자 수출이 이루어지는 단위 통화인 원/달러 환율이다. 또한 유럽향 매출이 22% 정도이기 때문에 유로화 환율도 간과할 수는 없으나 기축통화인 원/달러 환율 위주로 보겠다. 동사의 실적에 환율이 어느 정도 영향을 미치는지 알기 위하여 직수입하는 원료이고 현재 매출원가의 30% 정도를 차지하는 천연고무에 대해서만 환율의 영향을 받는다고 가정하고, 수출 비중에 해당하는 매출액의 70%(북미 20%, 유럽 22%, 기타 28% 유럽을 제외한 북미와 기타 시장을 모두 달러로 계산한다고 가정)정도를 환율에 노출된다고 보고(판관비는 동일하게 가정)민감도 분석을 하였다.

현재 원/달러와 원/유로화 환율(2010년 평균)에서 100원씩 움직일 때 영업이익률에 미치는 영향을 살펴보았다. 원재료 중에서 환율에 직접적인 영향을 받는다고 가정한 천연고무에 해당하는 비중은 원/달러 환율에만 영향을 받는다고 가정했고, 매출액에 있어서는 내수 30%를 제외한 58%는 원/달러 환율, 유럽향 매출 22%는 원/유로화 환율의 영향을 받는다고 가정하고 분석하였다.

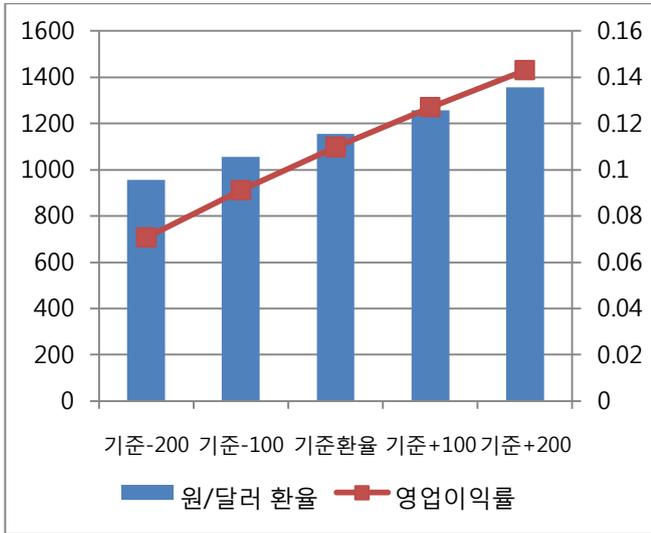
(기준환율 : 2010년 평균환율 1,156.26원/달러, 1,532.94원/유로)



출처: 사업보고서

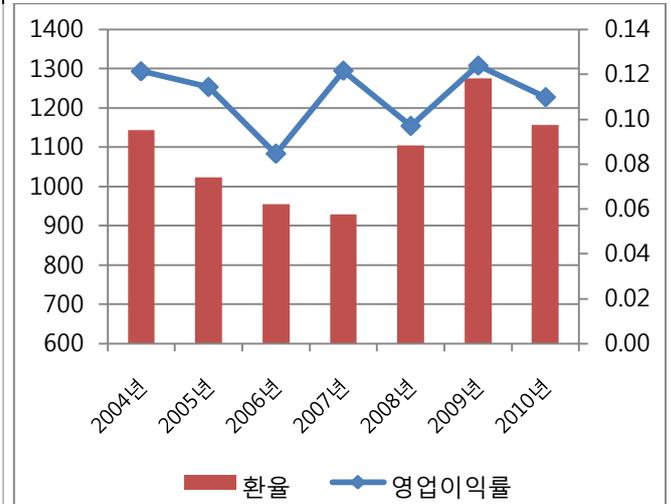
출처: 대한타이어공업협회

그림 41. 원/달러 환율 변동/ 영업이익률 추이(단위:원,%)



출처: 사업보고서

그림 42. 과거 환율과 영업이익률 추이(단위 : 원, %)



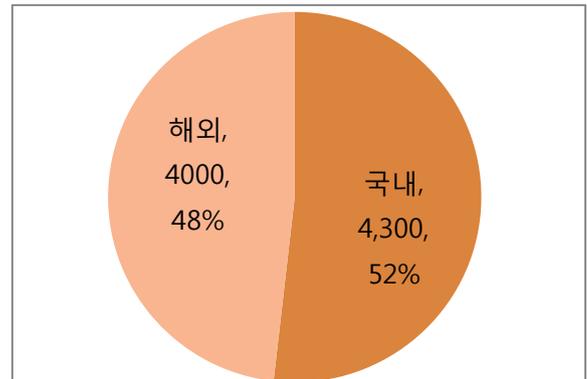
출처: 대한타이어공업협회

그림 43. 환율과 영업이익률 민감도분석 (단위: 원, %)

€ / \$	956	1056	1156	1256	1356
1333	0.0406	0.0630	0.0835	0.1023	0.1196
1,433	0.0559	0.0773	0.0969	0.1149	0.1315
1,533	0.0707	0.0911	0.1098	0.1271	0.1430
1,633	0.0850	0.1045	0.1224	0.1389	0.1542
1,733	0.0989	0.1175	0.1347	0.1505	0.1651

출처: 사업보고서, 한국은행

그림 44. 동사 매출처 비중 (단위: 천만 본, %)



출처: 한국신용평가

다른 요인을 배제하더라도 환율과 양의 상관관계를 보임

동사는 수출 비중이 70%에 달하기 때문에 원재료 가격에 영향을 미치는 다른 요인(고무 가격, 유가 등)을 배제했음을 감안하더라도 동사의 실적은 환율과 직접적인 상관관계가 있음을 알 수 있다. 과거의 평균 환율과 영업이익률 추이를 보더라도 환율과 어느 정도 양의 상관관계를 가짐을 볼 수 있다. 또한 원/유로 환율보다 원/달러 환율에 더 민감한 모습을 보이고 있다. 원재료를 달러로 수입함으로써 어느 정도 상쇄가 되는 데도 원/달러 환율에 작지 않은 상관관계를 보이는 것은 달러 수출비중이 높기 때문으로 보인다.

원화 강세 전망이나 파생상품, 해외법인 매출 증가로 상쇄 가능

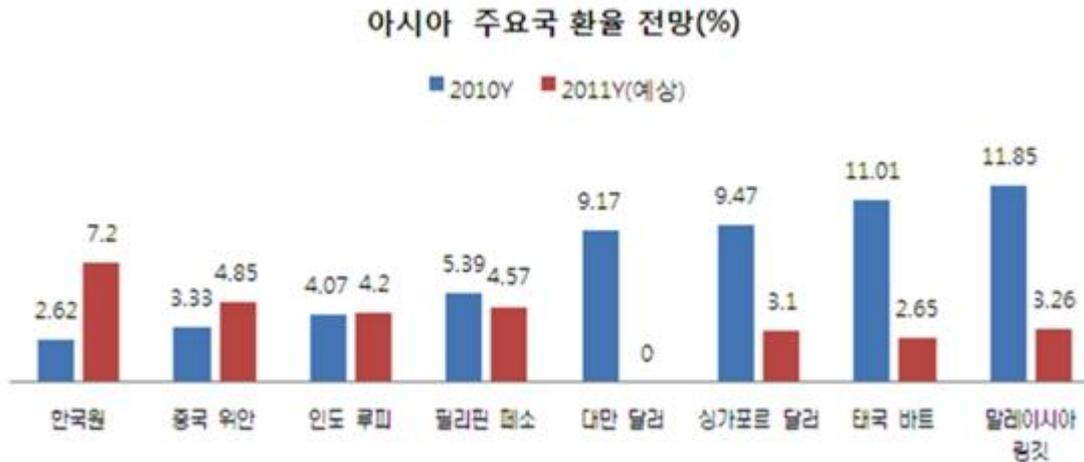
2011년 환율은 원화 강세를 보일 것이라는 것이 지배적인 전망이다. 2010년에 아시아 국가들 중 가장 절상률이 낮았고, 2011년에 절상률이 높을 것으로 예측된다. 2010년 평균 원/달러 환율은 1,156.05 원이었고 2011년 예측 환율은 1,060원 선이다. 환율의

하락은 동사의 영업이익률에 악영향을 줄 수 있으나 동사는 위험회피 목적으로 외환은 행과 통화선도계약을 체결하고 있고, 환율 외에도 다양한 변수들(고무 가격, 유가 등)이 있기 때문에 환율 자체의 영향은 그리 크지 않을 것으로 판단된다.

또한 현지 법인(중국, 헝가리 등)에서 생산해 판매하는 제품은 환 리스크에서 자유롭기 때문에 동사의 전체 매출액에 환율이 미치는 영향은 상대적으로 더욱 적어질 것이다. 현재 동사의 국내 및 해외 생산설비는 국내 4,300만 본, 해외 4,000만 본으로 거의 비슷한 수준이다. 그리고 이후의 설비 증설도 해외에서 이루어질 예정이기 때문에 국내 본사의 매출 비중은 줄어들 것이고, 따라서 환율 리스크도 줄어들 것으로 전망된다.

그림 45. 아시아 주요국 환율 전망

(단위: %)



출처: Bloomberg, 대신증권

V. Valuation

1. EV/EBITDA Method

타이어 산업은 대규모 장치산업이기 때문에 감가상각비가 많이 발생한다. 또한 한국타이어의 경우 해외의 대규모 생산공장을 보유하고 있다. 이러한 상황을 잘 반영하는 가치평가 방법은 EV/EBITDA Method라고 판단해서 이 방법을 도입하여 가치평가를 수행하였다.

1.1 넥센타이어의 2012년 기준 EV/EBITDA

SMIC Research Team이 예측한 넥센타이어의 실적은 다음과 같다.(단위: 억원)

한국	2011(F)	2012(F)	중국	2011(F)	2012(F)		
매출	11,208	13,791	매출	1,352	1,447	한국 EBITDA	2699
매출원가	8,328	9,654	매출원가	1,128	1,201	중국 EBITDA	122
매출총이익	2,880	4,137	매출총이익	224	246	계	2821
판관비	1,504	1,793	판관비	176	188	멀티플	7.822581
영업이익	1,376	2,345	영업이익	48	58	부채 차감전 EV	22067.5
감가상각비	308	354	감가상각비	64	64	부채	5015
EBITDA	1,684	2,699	EBITDA	112	122	EV	17052.5
						주식수	0.952199
						넥센타이어 주가	17950

한국매출에서는 2012년 창녕공장의 생산증가분을 반영하였다. 또한 한국과 중국 공통적으로 이전 6사업연도의 기하평균 ASP증가분을 반영하였다. 한국과 중국 시장별로 매출원가율, 판관비율을 따로 산출하여 적용하였다. 감가상각비의 경우 한국 쪽의 창녕공장 증가분을 반영하였고, 중국쪽은 2010년과 동일하다고 놓았다. 이 경우 현재 넥센타이어의 EV/EBITDA Multiple는 7.8 수준이다

1.2. 금호타이어의 2012년 기준 EV/EBITDA

SMIC Research Team이 예측한 금호타이어의 실적은 다음과 같다.(단위: 억원)

한국	2011(F)	2012(F)	해외	2011(F)	2012(F)		
매출	28,101	29,225	매출	8,283	8,614	한국 EBITDA	3,449
매출원가	21,704	22,572	매출원가	5,998	6,238	중국 EBITDA	88
매출총이익	6,397	6,653	매출총이익	2,285	2,376	계	3,537
판관비	3,850	4,004	판관비	3,104	3,229	멀티플	13
영업이익	2,547	2,649	영업이익	- 819	- 852	부채 차감전 EV	44,975
감가상각비	800	800	감가상각비	940	940	부채	29,359
EBITDA	3,347	3,449	EBITDA	120	88	EV	15,616
						주식수	0.95219875
						금호타이어 주가	16,400

한국, 해외모두 이전 6 사업연도의 기하평균 ASP증가를 반영하였다. 또한 국내와 해외로 나누어 2010년의 매출원가율, 판관비율을 그대로 적용하였다. 또한 감가상각비는 올해와 2010년 발생액과 같은 금액을 가정하였다. 이 경우 현 주가 수준에서 금호타이어의 EB/EBITDA는 약 13수준이다.

1.3. 한국타이어의 2012년 기준 EV/EBITDA와 가치평가

SMIC Research Team이 예측한 한국타이어의 실적은 다음과 같다.

한국	2011(F)	2012(F)	중국	2011(F)	2012(F)
매출	39,701	42,083	매출	16,757	17,829
매출원가	28,981	28,616	매출원가	13,883	13,907
매출총이익	10,719	13,466	매출총이익	2,873	3,922
판관비	3,970	4,208	판관비	2,346	2,496
영업이익	6,749	9,258	영업이익	527	1,426
감가상각비	1,488	1,488	감가상각비	894	894
EBITDA	8,237	10,746	EBITDA	1,421	2,320

헝가리	2011(F)	2012(F)	한국 EBITDA	10746.17
매출	5,213	5,526	중국 EBITDA	2320.082
매출원가	3,962	4,200	헝가리 EBIT	1438.311
매출총이익	1,251	1,326	계	14504.56
판관비	573	608	멀티플	6.08441
영업이익	678	718	부채 차감전 EV	88251.71
감가상각비	720	720	부채	20375
EBITDA	1,398	1,438	EV	67876.71
			주식수	1.521899
			한국타이어 주가	44600
			넥센타이어	44600

2012년까지는 뚜렷한 증설계획이 없으므로 매출에는 이전 6 사업연도의 기하평균 ASP 인상을 반영하였다. 앞의 경우와 마찬가지로, 각 공장별로 2011년 1분기 매출원가율, 판관비율 등을 각각 산출해 2012년 실적 예측에 반영하였다. 또한 감가상각비는 2011년 1분기와 동일하게 발생한다고 가정하였다. 이 결과 2012년 실적 기준 EV/EBITDA는 약 6정도로 산출된다.

1.4. 적정 EV/EBITDA와 목표주가

SMIC Research Team은 한국타이어의 적정 EV/EBITDA Multiple을 7로 제시한다. 금호타이어의 경우 현재 EV/EBITDA는 비교가 무의미할 정도로 높다. 반면 넥센의 경우 7.8 정도로 평가받고 있다. 2012년 까지 한국타이어의 경우 뚜렷한 증설이 없는 반면, 넥센타이어는 2012년 3월부터 한국 capa 15%, 전체 capa 약 10%의 물량이 창녕공장을 통해서 점차 생산된다. 이 점을 넥센타이어의 Multiple인 7.8에서 10% 차감하였다.

이 경우 한국타이어의 적정주가는 53,500원으로 도출된다.

한국 EBITDA	10746.17
중국 EBITDA	2320.082
헝가리 EBIT	1438.311
계	14504.56
적정 멀티플	7
부채 차감전 EV	101531.9
부채	20375
EV	81156.95
주식수	1.521899
한국타이어 적정 주가	53500

2. DCF Method

SMIC Research Team은 한국타이어에 대해서 DCF Method도 사용하여 가치평가를 수행하였다. 한국타이어의 경우 향후 투자계획이 명확하여 향후 매출추정이 수월하다고 판단하였고, EV/EBITDA Method에서 놓치기 쉬운 한국타이어의 성장성을 반영할 수 있다고 판단하였다.

향후에는 K-IFRS를 적용한 연결재무제표로 실적을 공시하기 때문에, 한국타이어의 매출액도 한국법인, 중국법인, 헝가리법인을 모두 포함하여 Valuation을 수행하였다. 또한 한국타이어 한국법인이 헝가리법인의 100%의 지분을 보유하고 있고, 중국법인의 경우에도 순환출자를 통해서 100%의 지분을 보유하고 있기 때문에 세 회사의 영업현금흐름을 할인해서 가치평가를 수행해도 무방하다고 판단된다.

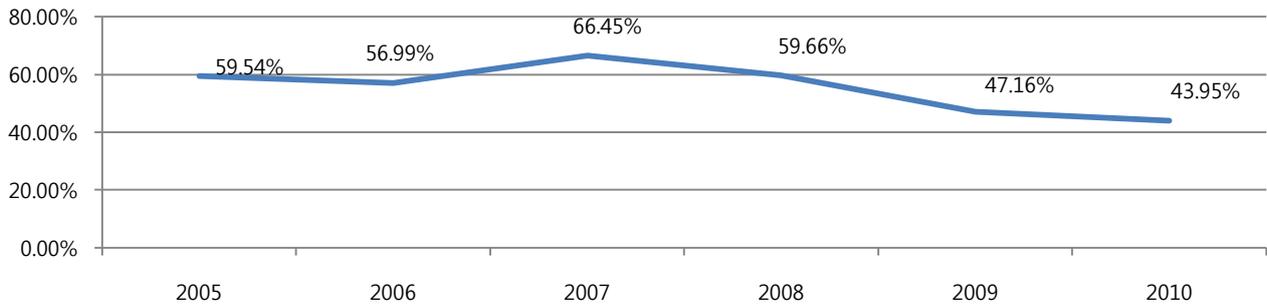
매출액 대비 비율	2010	2011	2012	2013	2014	2015	10년 평균치
영업이익률	11.53%	12.90%	17.40%	15.40%	13.40%	11.53%	10.49%
유, 무형자산 상각비	5.44%	5.44%	5.44%	5.44%	4.00%	5.44%	7.54%
영업용운전자본	5.42%	5.42%	5.42%	5.42%	5.42%	5.42%	3.89%
순유형고정자산	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%	54.60%
순무형고정자산	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.44%
기타영업용순자산	-2.05%	-2.05%	-2.05%	-2.05%	-2.05%	-2.05%	-1.73%

앞의 가치평가에서 SMIC Research Team이 도출한 영업이익률을 그대로 사용하였다. 그리고 원자재 가격 변동은 앞으로 계속 있을 수 있기 때문에 보수적인 가정을 위해서 향후 영업이익률은 2015년 2010년의 영업이익률로 차츰 수렴하게 된다고 가정하였다.

또한 타이어 산업은 장치산업이기 때문에 순유형고정자산의 수치가 중요하다. 향후 매출액 당 순유형고정자산의 수치는 모두 2010년치를 사용하였다. 2005년부터 2010년까지의 수치를 보면, 지속적으로 감소하고 있다. 한국타이어가 헝가리 공장을 건설하는 등 투자를 해 왔음에도 불구하고 이 비중이 줄어들고 있다. 앞으로도 어느 정도 줄어들 것으로 예측 되지만, 현재 수치를 그대로 사용하기로 한다.

그림46. 매출액 대비 순유형고정자산 비중

(단위: %)



출처: 사업보고서

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
예상매출액	5,374,361,000	6,167,047,232	6,543,800,000	6,942,971,800	8,831,460,130	11,233,617,285
매출액성장률		14.7%	6.1%	6.1%	27.2%	27.2%
매출액	5,374,361,000	6,167,047,232	6,543,800,000	6,942,971,800	8,831,460,130	11,233,617,285
매출액성장률		0	0	0	0	0
매출액		0	0	0	0	0
가중평균성장률		14.7%	6.1%	6.1%	27.2%	27.2%
예상EBIT	368,392,134	795,549,093	1,138,621,200	1,069,217,657	1,183,415,657	1,295,236,073
NOPLAT	267,084,297	603,026,212	882,431,430	833,989,773	923,064,213	1,010,284,137
(+)유, 무형자산 상각비	182,469,421	335,487,369	355,982,720	377,697,666	353,258,405	611,108,780
총현금유입	449,553,718	938,513,582	1,238,414,150	1,211,687,439	1,276,322,618	1,621,392,917
영업용 운전자본	181,788,356	334,253,960	354,673,960	376,309,072	478,665,139	608,862,057
순유형고정자산	1,263,009,606	2,713,500,782	2,879,272,000	3,054,907,592	3,885,842,457	4,942,791,605
기타 영업용 순자산	(68,729,682)	(126,424,468)	(134,147,900)	(142,330,922)	(181,044,933)	(230,289,154)
IC	1,376,068,280	2,921,330,274	3,099,798,060	3,288,885,742	4,183,462,663	5,321,364,508
예상ROIC(평균)	18.5%	28.1%	29.3%	26.1%	24.7%	21.3%
예상ROIC(기초)	17.7%	43.8%	30.2%	26.9%	28.1%	24.1%
IC증가액		1,545,261,994	178,467,786	189,087,682	894,576,922	1,137,901,844
(+)유, 무형자산 상각비		335,487,369	355,982,720	377,697,666	353,258,405	611,108,780
총투자액		1,880,749,363	534,450,506	566,785,348	1,247,835,327	1,749,010,625
예상 FCFE		(942,235,781)	703,963,644	644,902,091	28,487,291	(127,617,708)
할인기간		0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
현재가치		(899,602,490)	612,665,463	511,621,829	20,601,012	(84,126,040)

2011년과 2012년 실적은 EV/EBITDA Method에서 사용한 수치 그대로 사용하였다. 그리고 2013년의 경우 매출액 성장률을 6.1%로 가정하였다. 근거는 바로 2005년부터 2010년까지의 ASP변화를 기하평균 한 결과 6.1%의 수치를 얻었다. 2012년과 2013년에 완공되는 대규모 신규설비가 없으므로, ASP인상분만큼만 매출 성장이 기대된다고 가정하였다. 그리고 2014년부터 중국 3공장과 인도네시아 공장이 완공되어 양산을 시작한다. 현재 약 8,700만본의 생산능력이 12,000만본으로 늘어난다. 생산능력이 약 40% 증가하는데, 공장안정화의 시기를 반영해 이 효과를 2014년과 2015년에 20%씩 나누어 반영하였다. 2014년과 2015년에도 ASP의 인상 6.1%를 반영하였다.

WACC	9.70%		
영구성장률	1.00%		
예상 ROIC(2단계)	21.26%		
FCFF추정(2단계)	962,760,001		
Terminal Value	11,062,590,261		
현재가치의 합	161,159,774		
PV of TV	7,292,498,237		
현금 + 시장성유가증권	582,215,608		
비영업용자산	560,493,685		
Value of the Firm	8,596,367,304	자기자본비용	9.89%
(-)Value of the Debt	200,091,786	1년치일별베타	0.90000
전환사채	0	Adj.한국시장프리미엄	7.00%
신주인수권부사채 및 S/O 등		3년만기국채수익률(2008년 평균)	3.59%
우선주 현재주가		WACC	9.70%
우선주 발행주식수		차입금가치(이자발생부채)	200,091,786
(-) Value of the preferred stock	0	주주지분가치(시가총액)	6,787,670,833
Value of the Equity	8,396,275,518	한계조달금리	4.30%
발행주식수	152,189,929		
희석주식수			
목표주가	₩ 55,170		

한국타이어의 경우 영구성장률 1%를 주었다. 타이어 업계에서 생산능력기준으로 1st tier로의 진출이 머지 않았고, 고객의 인지도도 현재의 Big 3바로 다음 수준으로 올라왔을 뿐만 아니라, 적절한 증설을 통해 성장세를 확보한 한국타이어의 경우 영구성장률 1%는 과하지 않다고 판단된다. 이 경우 목표주가 55,170원이 산출되었다.

2. 결론

가치평가 결과 한국타이어의 적정 주가는 53,500~55170원이 산출되었다. 보수적으로 SMIC Research Team은 적정주가를 53,500 원으로 제시한다.

VI. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	22,530	26,442	28,119	33,544
매출원가	15,473	18,960	19,630	23,848
매출총이익	7,057	7,482	8,488	9,696
판매비	4,317	4,918	5,004	6,012
인건비	579	640	710	843
감가상각비	198	228	221	230
무형자산상각비	16	15	21	22
연구개발비	11	16	13	13
마케팅비	511	660	704	951
기타 판매비	3,002	3,359	3,335	3,953
영업이익	2,740	2,564	3,484	3,684
영업외손익	-476	-1,817	1,031	1,886
이자손익	-14	-2	-47	55
지분법손익	-631	-2,001	160	887
외환차손익	-65	-303	14	-10
외환환산손익	-145	-175	33	8
기타 영업외손익	378	665	872	945
세전계속사업이익	2,264	747	4,516	5,570
법인세비용	641	493	1,007	1,295
당기순이익	1,623	254	3,509	4,274
EPS	1,066	167	2,306	2,809

현금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	4,606	2,198	4,378	6,963
당기순이익	1,623	254	3,509	4,274
비환급수익비용가감	2,900	4,275	2,258	1,329
감가상각비	1,517	1,570	1,674	1,795
무형자산상각비	18	19	27	29
외환환산손익	-223	-158	36	8
지분법평가손익	-631	-2,001	160	887
기타	2,220	4,845	361	-1,391
영업활동으로부터인한 자산부채	82	-2,331	-1,389	1,360
투자활동 현금흐름	-2,698	-2,353	-2,433	-6,265
유형자산 투자	1,949	2,138	1,957	1,832
유형자산 처분	35	54	70	18
무형자산 증감	0	0	0	-0
지분법자산 증감	932	180	558	604
기타	147	-88	13	-3,847
재무활동 현금흐름	-1,105	628	-492	-1,620
단기IBD 증감	-977	2,043	-1,503	-519
장기IBD 증감	471	-325	1,222	-660
자본증감	0	470	0	0
배당금 지급	-370	-370	-218	-508
기타	-229	-1,190	7	87
순현금흐름	802	473	1,454	-922
기초현금	160	962	1,434	2,888
기말현금	962	1,434	2,888	1,966

차입구조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	6,931	10,016	12,533	14,609
현금 및 현금등가물	1,004	1,434	2,888	5,816
매출채권	2,401	2,360	4,122	2,929
재고자산	2,527	4,610	3,798	4,004
비유동자산	16,658	16,726	17,265	18,429
투자자산	4,583	4,085	4,350	5,605
유형자산	11,922	12,447	12,613	12,630
무형자산	58	55	105	99
자산총계	23,590	26,742	29,799	33,038
유동부채	4,961	7,760	6,573	6,969
매입채무	1,805	2,235	2,607	2,823
단기차입금	180	1,830	3	0
유동성장기차입금	300	693	1,017	500
비유동부채	1,821	1,614	3,004	2,283
사채	0	0	1,994	1,497
장기차입금	1,285	959	188	4
부채총계	6,782	9,374	9,577	9,252
자본금	761	761	761	761
자본잉여금	6,240	6,240	6,240	6,240
이익잉여금	9,822	9,711	12,624	16,261
자본조정	-123	-585	-585	-585
자본총계	16,808	17,369	20,222	23,786

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	22.0%	-2.9%	24.9%	6.2%
EBIT성장률 %	43.8%	-20.3%	27.8%	-11.4%
순자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	31.3%	28.3%	30.2%	28.9%
EBITDA margin %	19.0%	15.7%	18.4%	16.4%
EBIT margin %	12.2%	9.7%	12.4%	11.0%
세전이익률 %	10.0%	2.8%	16.1%	16.6%
당기순이익률 %	7.2%	1.0%	12.5%	12.7%
Stability Ratios				
부채비율 %	40.3%	54.0%	47.4%	38.9%
순부채비율 %	4.5%	11.8%	1.5%	-16.0%
유동비율 %	139.7%	129.1%	190.7%	209.6%
당좌비율 %	88.8%	69.7%	132.9%	152.2%
이자보상비율	3350.9%	2265.0%	2317.5%	3304.2%
Performance Ratios				
ROE %	9.7%	1.5%	17.4%	18.0%
ROA %	6.9%	1.0%	11.8%	12.9%
ROIC %	4.6%	3.7%	4.6%	4.5%
Per Share Ratios				
BPS	11,044	11,412	13,287	15,629
DPS	243	143	334	334