



| 화학 |

한국타이어앤테크놀로지(161390.KS)

한국타이어, 넌 다 계획이 있구나!

기업개요

동사는 타이어 제조 및 판매업체이다. 2022년 2분기 기준 매출액은 2조 400억원 (+12.9% YoY, +13.9% QoQ), 영업이익은 1,753억원 (-6.3% YoY, +39.0% QoQ)을 기록하였다. 매출 비중은 RE 타이어 80%, OE 타이어 20%이다. 현재 미국 테네시 공장은 투자 진행 중에 있으며 향후, 원재료 가격 하락, 물류망 확보, 차량용 반도체 수급난 해소 등 여러 요인에 따라 타이어 수요 증가가 기대된다.

경기침체 우려, 그럼에도 건재한 타이어 산업

매입액 비중이 높은 주요 원재료들의 가격이 안정화되고 있다. 타이어 제조 산업은 매출원가에서 원재료가 차지하는 비중이 굉장히 크다. 그렇기 때문에 원재료의 안정화는 동사에게 명백한 호재로 작용한다. 또한, 또한, 코로나가 끝나가면서 모바일과 PC용 반도체 수요가 감소하였고, 그 생산 능력은 차량용 반도체 생산에 집중하고 있어, 내년 상반기에는 차량용 반도체 수급난은 해소될 것으로 전망한다.

또한, 전반적인 물가의 상승과 금리 인상으로 인한 자동차 수요 감소에 따른 타이어 수요 감소 우려가 있으나, 1) 타이어는 자동차 운전에 필수적인 성격을 가진 소모재라는 점과 2) 노후차의 정비가 늘어날 것이라는 점, 3) 코로나 기저효과로 인한 주행거리 증가 예상으로 경기침체로 우려되는 수요감소를 동사의 매출 80%를 차지하고 있는 RE타이어 매출 확대로 방어할 수 있을 것으로 예상된다.

Investment Point 1. 美 탄탄한 물류망 구축

동사는 지난 8월 29일 1) 운임비 증가에 따른 판매지 근접 필요성, 2) 규모의 경제 효과, 3) 세액 공제 혜택으로 인한 가격 경쟁력 우위를 이유로 테네시 생산법인 증설 공시를 발표했다. 이는 동사의 비용 감소로 이어져 영업이익 상승으로 귀결될 것으로 판단된다. 또한, 물류망 구축의 효과로 가격 경쟁력과 제품 경쟁력을 도모할 수 있다.

Investment Point 2. 한국타이어의 이익개선 활로

글로벌 완성차 시장에서 SUV 신차 판매 비중은 지속적으로 상승했다. 덩치가 큰 차일수록 장착되는 타이어 크기가 커지는데, SUV용 타이어는 가격이 비싸 수익성이 높기 때문이다. 또한, 전 세계 자동차 판매량은 감소하는 반면, 전기차 판매량은 226.3%증가한 660만대로 역대 최대를 기록했다. 전기차 타이어의 특성상 내연기관 타이어보다 가격이 약 20%정도 높는데, SUV증가와 전기차 본격화에 따라 타이어 믹스개선은 지속될 것으로 보인다.

Risk

IRA 전기차 보조금 부분이 전기차용 타이어 수요 감소로 동사에 영향을 끼칠 수 있지만, 1) 빠르게 성장하고 있는 완성차 시장 대비 작은 전기차 시장, 2) IRA 내 타이어 부품 관련 내용 없음으로 인해 제한적 것이다. 중국 기업들의 자국 기반 성장에 따라 동사의 중국 시장 경쟁력이 약화될 수 있다는 우려가 존재한다. 하지만 동사는 기술력 우위를 바탕으로 가성비 타이어 사이에서 프리미엄 브랜드의 입지를 확대하며 경쟁력을 유지할 것이다.

Valuation

한국타이어의 12개월 목표가는 47,386원, 상승여력 34.4%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

47,386원

현재주가(09.30)

35,250원

상승여력

34.4%

Stock Data

KOSPI (9/30)	2155
KOSDAQ	672
시가총액	4조 3,666억원
발행주식수(주)	358,654
52주 최고/최저(원)	45,700/30,100
외국인지분율(%)	36.03%
주요주주(%)	한국연금펀드 외 24인 43.23%
	국민연금공단 7.87%
주가상승률(%)	1개월 -7.8%
	6개월 2.7%
	12개월 -18.5%

Stock Price



Research Team 5

팀장	34기 하진호	wlsgh1323@naver.com
	34기 양홍석	yhongseok97@gmail.com
	34기 유은비	eunbee9412@naver.com
	35기 신재혁	skfk805@naver.com
	35기 이제성	jesungmaru@gmail.com
	35기 임소윤	dlathdb57749@naver.com

기업개요

OE : 신차 적용 타이어

RE : 교체용 타이어

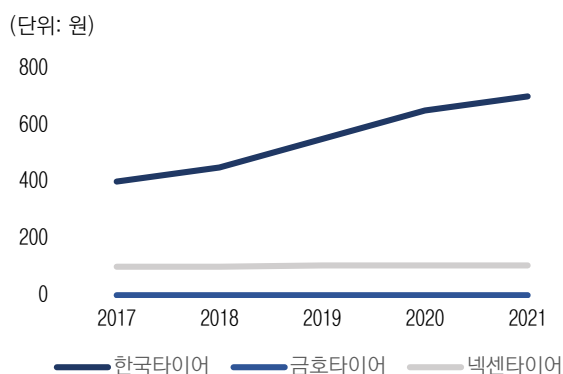
동사는 타이어 제조 및 판매업체이다. 국내 타이어 시장에서 30~40% 정도의 점유율로 1위를 차지하고 있으며, 최근 3개년 동안 동사와 금호타이어, 넥센타이어가 국내 타이어 시장의 약 90% 이상 과점하고 있다. 2022년 2분기 기준 매출액은 2조 400억원 (+12.9% YoY, +13.9% QoQ), 영업이익은 1,753억원 (-6.3% YoY, +39.0% QoQ)를 기록하였다. 매출 비중은 RE 타이어 80%, OE 타이어 20%이다.

동사는 5개국에 걸쳐 8개의 타이어 생산공장을 바탕으로 글로벌 생산체계를 구축하였다. 해외는 미주, 유럽, 중국의 3개 지역본부 및 중국 3개 공장, 헝가리 1개 공장, 인도네시아 1개 공장, 미국 1개 공장으로 구성되어 있고, 미국 공장은 투자 진행중에 있다. 2021년 기준 글로벌 지역별 타이어 판매 비중은 한국 11%, 중국 19%, 미주 24%, 유럽 38%, 아시아태평양 및 중동, 아프리카 8%이다.

동사는 최근 5개년 간 부채비율을 40~50%로 유지하며 안정적인 재무 구조를 보여주고 있다. 올해 상반기 기준 동사의 현금성 자산은 1조 9416억원에 달하며, 유동비율은 212%에 달해 유동성이 매우 풍부한 상황이다. 또한, 2017년 495원을 배당한 데 이어 매년 배당금을 8~22%씩 늘려왔다. 경영환경의 불확실성이 확대되었음에도 불구하고 주주에게 가치를 환원하려는 배당 취지를 알 수 있다.

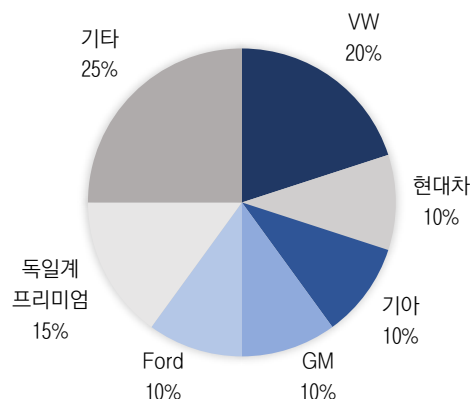
고객사로는 현대차, 기아, 폭스바겐, GM, 포드 등 국내외 여러 완성차 업체들과 납품 계약을 맺고 있다. 현재 타이어 시장은 러시아-우크라이나 전쟁, COVID-19 재확산에 따른 중국 지역 봉쇄, 인플레이션에 의한 소비심리 위축 영향으로 시장 성장이 둔화되었다. **하지만, 향후 원재료 가격 하락, 물류망 확보, 차량용 반도체 수급난 해소 등 여러 요인에 따라 타이어 수요 증가가 기대되어 뚜렷한 실적 개선이 예상된다.**

국내 타이어 3사 연간 현금배당 추이



출처 : RFS Team 5, IEA

고객별 OE 매출비중



출처 : RFS Team 5, 한국타이어앤테크놀로지

I. 경기침체 우려, 건재한 타이어 산업

1) 원재료의 안정화

저렴해진 고무, 떨어지는 유가

동사의 영업이익 증가에는 원재료 가격 하락이 가장 유리하다. 올해 2Q 누적 기준, 동사의 원재료 비용은 약 1조 5천억원으로 매출원가의 52%를 차지한다. 타이어는 산업필수재로서 일단 ASP 상승기류를 타면 안정적으로 가격이 유지된다. 이 두가지로 미루어 볼 때, 현재 진행되는 타이어 ASP 강세 속에 원재료비가 핵심적인 가변비용임을 유추할 수 있다. 타이어 제작에는 크게 천연고무, 합성고무, 타이어코드, 카본블랙이 필요하다. 이중 합성고무와 카본블랙은 석유화학 기초소재로서 유가변동에 직접적인 영향을 받는다

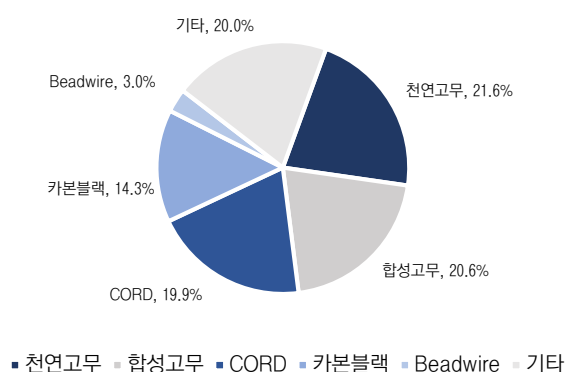
국내 타이어 3사 매출원가 대비 원재료비 비중

(2Q22 누적, 억원)	매출원가	원재료비	비중
한국	28,761	15,002	52.1%
금호	13,570	7,180	52.9%
넥센	10,214	5,452	53.3%

출처: RFS Team 5, DART

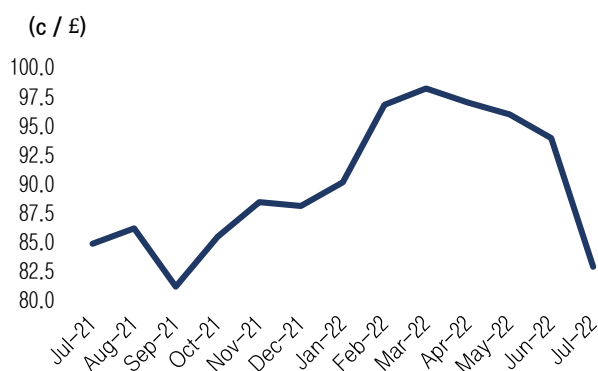
우선 원재료 매입액 비중이 가장 높은 천연고무의 가격이 하락하고 있다. 전량 수입에 의존하는 천연고무(N/R)의 원재료비 점유율은 21.6%이다. 현재 천연고무는 기초 산업재로서 인플레이션 억제 정책에 신속한 영향을 받는다. Fed의 자이언트 스텝 이후로 환율이 급증하는 이른바 '킹달러' 현상이 일어나면서 천연고무는 굉장한 약세를 맞고 있다. 실제로 올해 2월 23일 톤당 1,850달러였던 천연고무의 선물가격은 현재 9월 27일 기준 1,330달러로 29% 하락했다. 이미 직접적인 원재료 비용의 감소가 실현되고 있는 것이다.

한국타이어 원재료 매입액 비중



출처: RFS Team 5, DART

천연고무 가격



출처: RFS Team 5, FRED

원재료 가격 약세전망,

비용개선에 긍정적

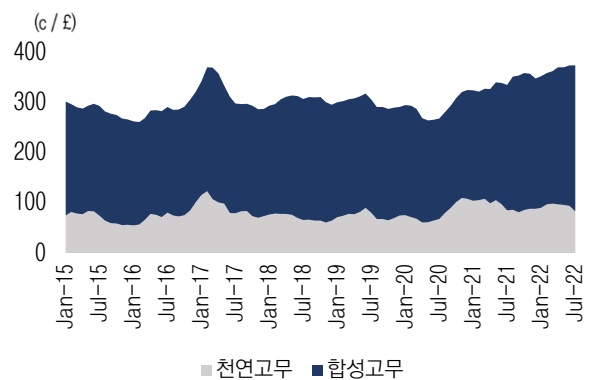
다음으로는 유가에 순행하는 합성고무(S/R), 카본블랙(C/B)이다. 국제유가는 러·우전쟁을 계기로 올해 3월 8일 배럴당 123달러(WTI)까지 치솟았고 6월까지 강세를 보였다. 이에 따라 당시 합성고무는 15%(QoQ) 상승했다. 유가에 더 민감한 카본블랙원료유는 20%(QoQ) 상승한 모습을 보였다. 물론 오버슈팅된 유가는 달러의 그림자 담게 7월부터 안정화 단계에 접어들며 9월 28일 기준 배럴당 78달러(WTI)까지 내려왔다. 이와 같은 유가하락을 합성고무와 카본블랙의 가격 안정화의 신호탄으로 해석한다. 역사적으로 이들은 유가에 완벽히 순행하는 모습을 보여왔기 때문이다. 한편 합성고무와 천연고무의 가격은 같은 방향으로 움직이는 경향이 있다. 천연고무와 유가의 약세 속에서 합성고무의 가격하락전망은 자명하다. 합성고무와 카본블랙의 매입액 비중은 각각 20.6%, 14.33%로서 이처럼 확실한 약세 전망은 동사의 비용절감으로 귀결될 여지가 다분하다.

2022년 유가추이(WTI)



출처: RFS Team 5, FRED

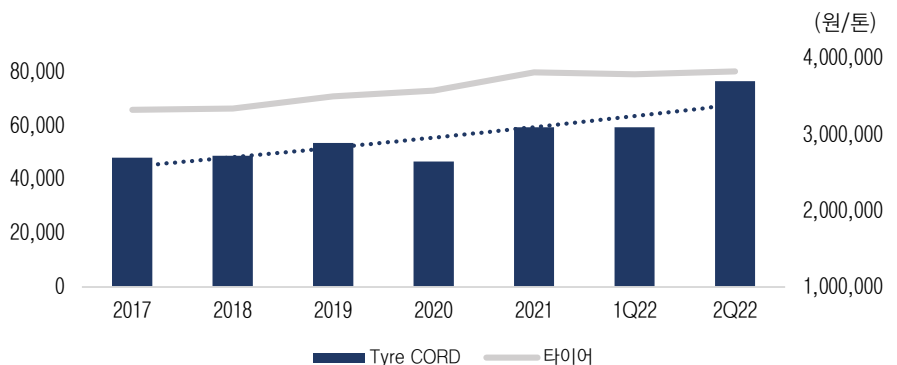
천연 & 합성고무 ASP 동행 지표



출처: RFS Team 5, FRED

마지막으로 매출원가 비중의 19.9%를 차지하고 있는 타이어 코드의 가격은 강보합세를 전망한다. 작은 폭의 원재료비 상승이라도 동사의 이익에 불리한 것은 사실이다. 그럼에도 긍정적으로 볼 수 있는 근거는 코드의 강보합세는 오히려 타이어 ASP 상승 추세를 반증하기 때문이다. 앞서 언급한 고무류와 카본블랙은 산업 전반에 사용되는 기초적인 원재료이다. 반면 코드는 순전히 타이어에만 사용되는 원재료이기 때문에 높은 계수로 판가에 전가시킬 수 있어 동사의 부담이 적다. 실제로 2019년 코드의 ASP가 +6.2% YoY일 때, 타이어 ASP는 +6.8% YoY · 2021년 코드가 +16% YoY일 때, 타이어는 +9.2% YoY의 모습을 보였다. 동사는 가변비용 비중이 높으므로 판가개선이 굉장히 중요하기 때문에 이를 수반하는 원재료인 코드 가격의 강보합세는 충분히 감내할 만한 요소이다.

타이어 코드 & 한국 타이어 ASP



출처: RFS Team 5, DART

2) 차량용 반도체 수급난 해소

반핵경화 호전

최근 차량용 반도체 수급난은 차량용 반도체 업체와 자동차 업체 간 수급 불일치에 기인한다. 재작년, COVID-19로 완성차 업체는 차량용 반도체 주문을 대폭 축소했고, 반도체 업체는 이에 따라 생산을 축소하고 그 대신 증가하는 모바일과 PC용 생산을 늘렸다. 2020년 말부터 엔데믹 시대가 도래하면서 자동차 수요가 급격히 회복되자 반도체 주문이 폭주해 차량용 반도체 공급난이 발생한 것이다.

불안정한 차량용 반도체 수급은 자동차 생산에 차질을 빚었고, 자동차 생산 감소는 판매 감소로 이어졌다. 이로 인해 타이어 주문량 또한 줄어들었다. 차량용 반도체 수급난을 겪게 된 또 다른 원인으로 타 반도체 품목 대비 다품종 소량생산으로 낮은 수익성과 교체 주기가 긴 점을 꼽는다. 또한, 차량용 반도체가 운전자의 안전과도 직결돼 있어 개발 과정, 공정 등이 더 엄격하고 까다롭다. 이러한 이유들로 기존의 반도체 생산 업체들에게 차량용 반도체 생산은 후 순위로 밀려 수급난을 초래했다.

그렇지만, 코로나가 끝나가면서 모바일과 PC용 반도체 수요가 감소하였고, 그 생산 능력을 차량용 반도체 생산에 집중하고 있다. 따라서, 내년 상반기에는 차량용 반도체 수급난은 해소될 것으로 전망된다. 차량용 반도체 공급이 원활해지면 그 동안 밀린 자동차 주문 생산은 안정화될 것이며, 이로서 동사의 타이어 주문량 또한 회복될 것으로 보인다. 향후, 경제 침체에서 벗어나 전기차 시대가 본격화되고, 여행에 훈풍이 분다면 동사의 RE, OE 타이어 판매 실적은 크게 개선될 것으로 전망한다.

3) 불가피한 타이어 교체

결국 모두 교체하기 마련

동사의 경기 침체
리스크를 막아줄
RE타이어

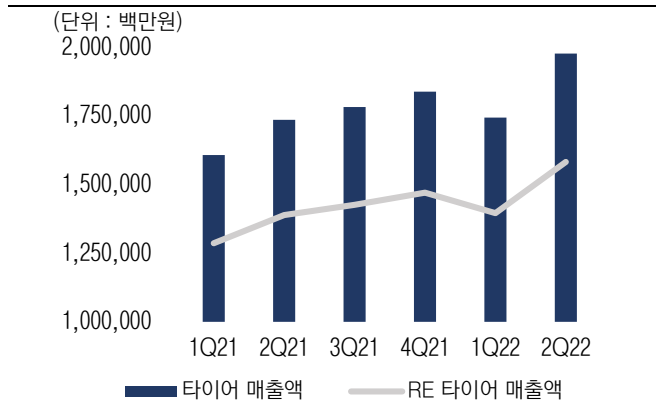
미국 연준은 최근 3차례 연속 기준금리를 0.75%포인트 올렸고, 11월에도 사실상 0.75%포인트 인상을 예고하며 강력한 금리 인상 정책을 펼치고 있다. 지난 2년 동안의 공급망 이슈로 인한 누적된 강한 자동차 수요가 유지될 수 있으나, 현재 금리 인상과 물가 상승으로 인한 경기 침체의 우려는 배제할 수 없다. 그럼에도 불구하고, 우리는 동사의 RE타이어가 리스크를 막아줄 방파제가 될 것이라고 예측한다.

동사의 RE타이어는 매출액 비중의 80%를 차지하고 있는 주요 제품이다. 침체로 인해 신차 수요는 줄어들 수 있지만, 자동차를 안 탈 수는 없다. 국내의 22년 1분기 차량 신규등록 대수는 전분기 대비 3.3% 감소했으나, RE타이어의 판매량과 직결되는 누적 차량 등록 대수는 전분기 대비 0.6% 증가, 16년 대비 약 15% 증가하며 꾸준히 성장하고 있다

08년 경기침체 사례

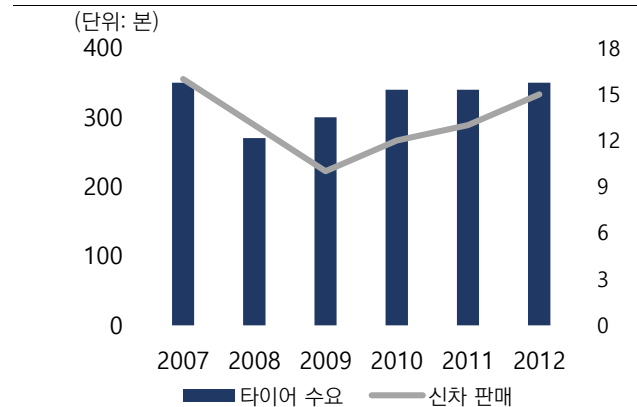
지금의 우려와 유사하거나, 더 최악이라고 여겨진 2008년도 경기침체의 사례를 검토해보자. 경기 침체 초반에는 가처분 소득의 감소로 인해 자동차와 타이어 수요가 동시에 감소하는 모습을 보이지만, 이후에는 신차 수요가 감소함에도 불구하고 타이어 수요는 빠르게 회복해 2010년도에 경기침체 이전 수준으로 돌아가는 추세를 보여줬다. 때문에 우리는 경기 침체 우려가 있으나, 견조한 RE타이어의 수요가 동사의 리스크를 최소화할 것으로 예측한다.

동사 매출액에서의 RE타이어 비중



출처: RFS Team 5, DART

경기침체기, 신차 판매 대비 견조한 타이어 수요



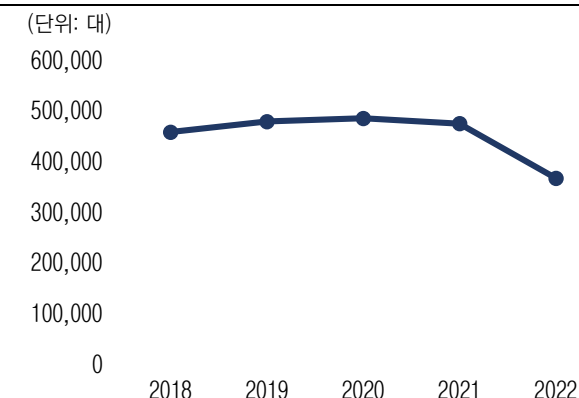
출처: RFS Team 5, Morden Tire Dealer

전반적인 물가의 상승과 계속되는 금리인상은 자동차 수요를 위협하고 있다. 생활 필수재들의 가격인상은 가처분 소득을 하락시키고, 이는 자동차와 같은 비싼 소비재의 수요 감소로 이어질 것이다. 원자재 물가 상승과 차량용 반도체 수급 문제로 인한 자동차 가격 인상 또한 소비에 부담을 주는 요인이다. 또한 이렇게 비싼 자동차를 구매할 때는 가격 부담을 줄이기 위해 주로 할부를 이용하는데, 자동차 할부금리도 금리 인상에 후행하는 추세를 보이고 있다. 여신금융협회에 따르면, 22년 7월 기준 카드사들의 자동차 할부 최저 금리는 지난해 같은 달보다 최대 3.1% 오른 것으로 나타났다. 이러한 할부금리의 인상은 소비자들의 신차 구매에 부담을 주기 때문에 앞으로 금리 인상이 계속될 경우 자동차 수요 침체가 우려된다.

하지만 수요 침체에도 불구하고 자동차는 내구재라는 점, 타이어는 자동차의 필수적인 소모재라는 특성을 바탕으로 동사는 경쟁력을 유지할 수 있을 것이다. 21년 미국의 평균 차령은 12.1년, 국내 평균 차령은 16년으로 20년 대비 각각 0.2년, 0.4년 증가했다. 확연히 줄어들고 있는 폐차량도 눈에 띈다. 22년 상반기 국내 폐차량은 369,404대로 작년 동기 대비 22.54% 감소했다. 18년~21년 동기 평균이 476,396대인것을 고려하면, 올해도 국내 평균 차령은 계속해서 높아질 것으로 보인다. 이러한 추세를 보면, 현재 소비자들이 신차를 구매하는 대신에 폐차 시기를 미루며 기존의 차량을 이용하고 있다는 것을 예상해볼 수 있다. 신차 수요 둔화로 인한 차령의 증가는 보수용 부품 수요 증가로 연결될 것이다. 신차 구매는 미룰 수 있지만, 타이어의 소모는 막을 수 없다. 차량 폐차율이 줄고 차량의 연식이 늘어날수록 RE타이어 수요는 증가할 것이다.

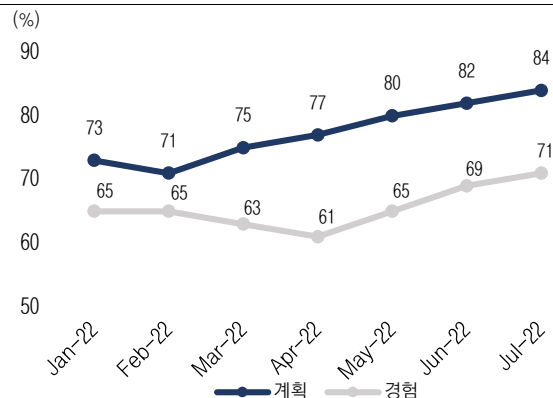
코로나 기저 효과로 인한 자동차 주행거리 증대도 RE타이어 수요에 긍정적으로 작용할 것이다. 보건 복지부는 9월 26일부터 50인 이상이 모이는 야외 집회와 공연, 스포츠 경기 관람의 마스크 의무 착용을 해지했다. 이러한 위드 코로나로의 전환 추세는 실외 여가활동과 국내 여행의 증가로 이어질 것이다. 실제로 4월의 사회적 거리두기 해제, 6월 실외 마스크 의무해제와 같은 완화책이 나올 때마다 국내 여행 경험률과 계획률은 증가하는 추세를 보이고 있다. 전 세계로 확대해도 이러한 기조는 더욱 강화될 것으로 보이며, 이에 따라 자동차의 주행거리는 늘어날 것이고, 타이어의 교체 주기는 더욱 빨라질 것으로 전망한다. 위에서 언급했듯, 유가 또한 안정세를 되찾고 있어 설령 완성차의 수요는 정체하더라도 상당기간 운행 거리는 증가할 것이므로 RE타이어 수요는 견조할 것이다.

국내 상반기 폐차량 추이



출처: RFS Team 5, 한국자동차 해체재활용협회

코로나 정책 완화에 따른 국내 여행 계획률, 경험률 추이



출처: RFS Team 5, 컨슈머인사이트

결론적으로, 경기 침체로 인한 자동차 수요 감소에 따른 타이어 수요 감소 우려가 있으나, 1) 타이어는 자동차 운전에 필수적인 성격을 가진 소모재라는 점과 2) 노후차의 정비, 3) 코로나 기저효과로 인한 주행거리 증가 예상으로 경기침체로 인한 동사 매출 감소 리스크를 RE타이어가 방어할 수 있을 것으로 예상된다.

II. Investment Point

Point 1: 美 테네시 공장, 탄탄한 물류망 구축

1) 테네시 공장 증설 투자

현시점, 탁월한 선택

PC: 승용차용 타이어

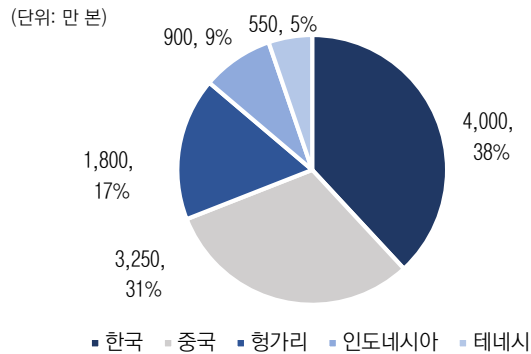
LT: 소형 트럭용 타이어

TBR: 트럭·버스용 타이어

동사는 지난 8월 29일 테네시 생산법인 증설 공시를 발표했다. 투자금액은 15억 7500만 달러 (2.1조 원)이며, 증설 규모는 연간 약 650만본 (PC/LT 연간 550만본(1.6만본/일), TBR 100만본(0.3만본/일)이다. 증설 스케줄은 2022년~26년까지이며, 4Q24 시생산, 1Q26 양산을 목표로 한다. 증설이 완료된다면, 기존 동사 전체 연간 Capa 1억본 대비 +5%, 미국 연간 Capa 550만본 대비 +90% 늘어난다. 이번 테네시 공장 증설 투자 이유는 1) 운임비 증가에 따른 판매지 근접 필요성, 2) 규모의 경제 효과, 3) 세액 공제 혜택으로 인한 가격 경쟁력 우위이다.

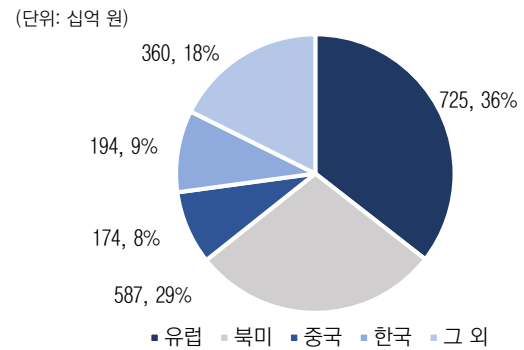
운임비가 원가에서 차지하는 비중이 비교적 큰 타이어 산업의 특성상 현지에 생산 시설을 갖추는 것이 원가 절감에 효과적이다. 최근 운임지수가 안정화되고 있지만, 글로벌 물류대란으로 야기된 선박(선박 적재 용량) 비용이 상승했던 점을 감안한다면 생산 시설의 판매지 근접 필요성은 더욱 중요하다. 현재 테네시 공장의 생산능력 (Capa)는 전체의 5%에 불과하지만 북미 매출액은 5870억 원으로 전체 매출액의 29%를 차지한다. 매출액 대비 Capa가 굉장히 적기 때문에 다른 지역의 공장에서의 운송을 해야하는 실정이다. 한편, 동사의 북미 매출액은 1Q21 4170억 원에서 2Q22 5870억원으로 꾸준히 상승하고 있는 점을 보아 북미 시장의 수요는 늘어날 것으로 전망된다. 이러한 상황에서 테네시 공장의 증설은 늘어나는 북미 수요를 현지에서 대응할 수 있고, 동사의 운임 비용 감소로 이어져 영업 이익 상승으로 귀결될 것으로 판단된다.

한국타이어 지역별 생산능력 (Capa)



출처 : RFS Team 5, 한국타이어엔테크놀로지

한국타이어 지역별 매출액 (2Q22 기준)

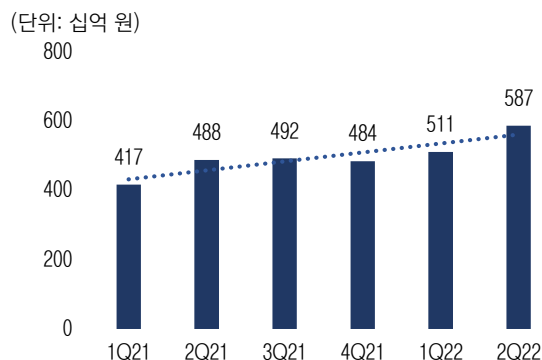


출처 : RFS Team 5, 한국타이어엔테크놀로지

테네시 공장 증설로 인해 규모의 경제가 나타날 것이다. 타이어 공장은 1000만본 이상의 규모를 갖춰야 수익이 본격적으로 나는 구조인데, 테네시 2기 공장 완공 시 1,200만 본 규모에 도달하며, 미국 공장 물량 증가에 따라 고정비 절감 효과가 발생할 것이다. 이로 인해 전사 수익성을 하회하는 테네시 1기 공장의 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단된다. 또한, IRA 법안으로 인해 미국 내 자동차 생산이 증가될 것으로 전망된다. 이로 인해 초기 손실이 컸던 1기 공장과 달리 2기 공장은 초기 정상화가 가능하다는 점도 호재다. 2017년 테네시 공장 가동 이후 주요 미국 시장 내 완성차 업체 (토요타, 포드, GM, 혼다)에서 동사의 타이어 점유율이 상승했으며, 2기 공장 가동으로 인해 점유율 확대가 가속화될 전망이다.

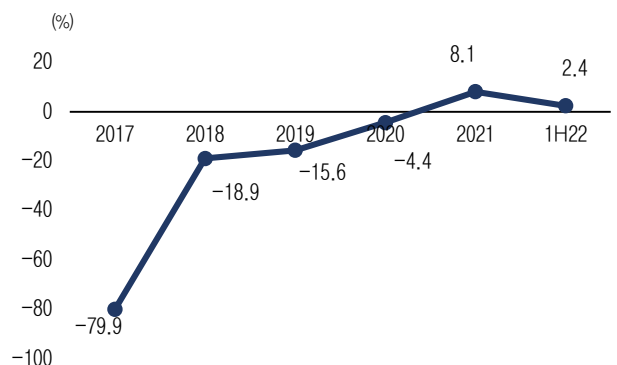
마지막으로 증설을 통해 2021년부터 이어져 온 미국의 한국산 타이어 반덤핑 관세 (27.1%) 대응 차원에서 긍정적이며, 미국에서 생산했기에 세액 공제 혜택을 받을 수 있을 것이다. 이는 타사 대비 동사의 타이어 제품의 가격 경쟁력으로 이어져 매출액 상승을 기대할 수 있는 요인이다.

한국타이어 북미 매출액



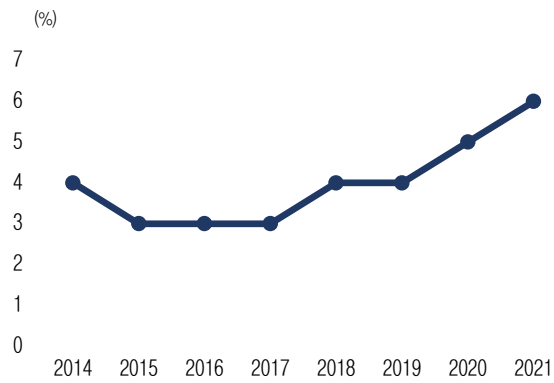
출처 : RFS Team 5, 한국타이어엔테크놀로지

한국타이어 테네시 공장 순이익률 추이



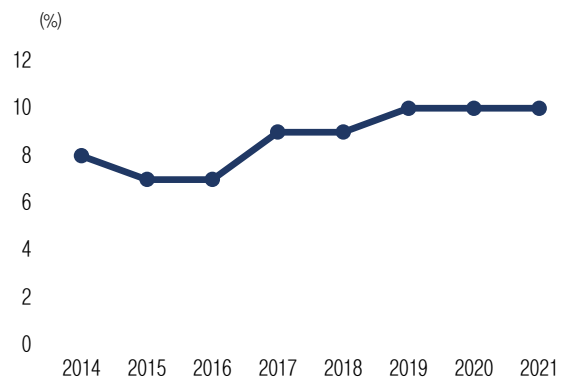
출처 : RFS Team 5, 한국타이어엔테크놀로지

GM의 미국 내 한국타이어 OE 비중



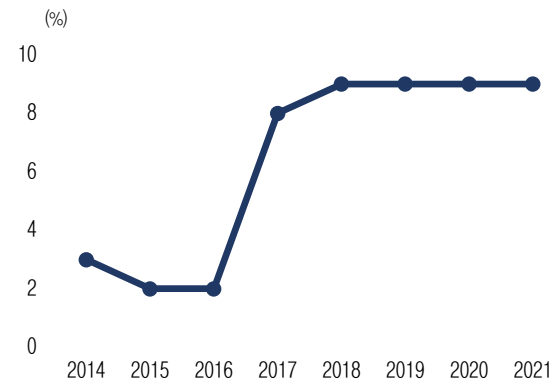
출처 : RFS Team 5, MTD

Ford의 미국 내 한국타이어 OE 비중



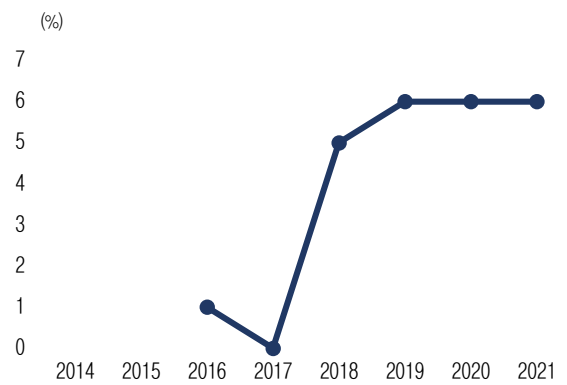
출처 : RFS Team 5, MTD

Honda의 미국 내 한국타이어 OE 비중



출처 : RFS Team 5, MTD

Toyota의 미국 내 한국타이어 OE 비중

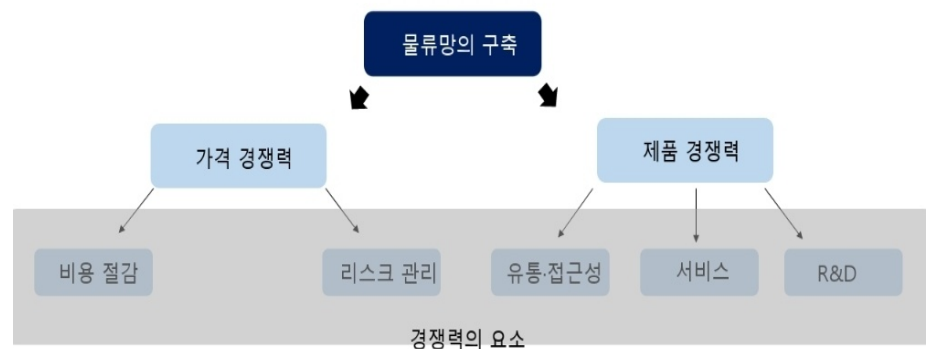


출처 : RFS Team 5, MTD

2) 타이어 산업의 경쟁력, 물류망

불확실이 만연한 뉴노멀(New Normal) 시대에는 기업이 어떻게 안정적으로 사업을 영위하는지가 경쟁의 성패를 가름 짓는다고 생각한다. 타이어 업계에서 점유율 높이는 데 있어 중요한 것은 무엇일까? 동 리포트에서는 물류망이라고 답한다. **물류망 확대는 제품의 물적 유통을 원활하게 하여 가격 경쟁력과 제품의 품질 경쟁력을 높여 일석이조 효과를 낼 수 있다.** 동사는 국내의 다른 두 경쟁 업체인 넥센 타이어와 금호 타이어와 비교해 이 부분에서 확실한 경쟁력을 보여주고 있다. 따라서 본 장에서는 위 2가지 측면에서 동사가 어떻게 글로벌 성장을 이루어 나갈 것인지 분석해본다.

물류망 구축을 통한 경쟁력 확보



출처 : RFS Team 5

비용 절감과 안정적인 이익이 가격 경쟁력으로

가격 경쟁력은 '비용 절감'과 '안정적 이익'이 뒷받침될 때 유지된다.

자동차 전문 조사 업체인 Forbes Wheel 이 분석한 동사의 경쟁력은 좋은 품질 대비 합리적 가격이다. 즉, 글로벌 타이어 업체 3사(Michelin, Goodyear, BridgeStone)가 상당한 점유율을 차지하는 상황 속에서 가격 경쟁력은 6위의 점유율을 차지하는 동사의 경쟁 요소의 중요한 한 축인 것이다. 하지만 가격 경쟁력 유지를 위해서는 비용 절감과 안정적인 이익 유지가 받쳐줘야 한다.

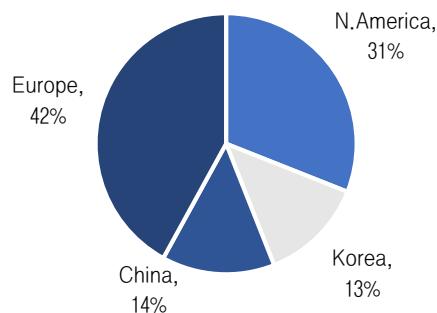
미국은 동사의 지역별 매출액의 30%가량을 차지하며, 지난 8월 테네시 공장 증설 결정으로 그 비율은 앞으로 더욱 늘어날 전망이다. 하지만 지난 해, 미국은 자국 우선주의와 보호무역주의를 내세우며 동사에게 반덤핑 관세 27.1%를 부과 결정을 내렸다. 이에 대응하기 위해 동사는 1) 현지 생산기지 구축 2) 대응되는 가격 인상 3) 수출 지역 변경 대략 3가지 대책을 세울 수 있었다. 하지만 미국에서의 높은 점유율과 제품의 합리적 가격이 동사의 주요 경쟁력인 상황 속에서, 동사가 취할 바람직한 선택은 현지 생산기지 건설일 것이다. 다행히도 동사는 이미 2017년 테네시에 글로벌 공장 1단계를 준공하였고, 24년 4분기부터 가동할 수 있는 2-3단계의 추가 증설 또한 지난 8월 공시하였다. **이로써 리스크에 적확하게 대비했을 뿐만 아니라 국내 경쟁 업체들과 뚜렷한 차별성을 드러내는 계기가 됐다.**

미국 2021년 타이어 3사의 관세 부과 조치

타이어 3사의 미국 관세 부과 조치내역			
구분	지역	관세율	비고
한국타이어	한국	27.1	반덤핑
금호타이어	한국	21.7	반덤핑
넥센타이어	한국	14.7	반덤핑

출처 : RFS Team 5, 대한민국투자진흥공사

한국타이어 2021 매출 점유율



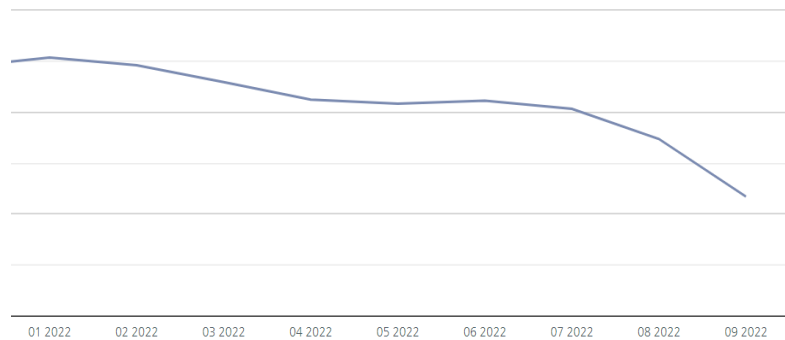
출처 : RFS Team 5, 한국타이어

경쟁력 제고를 위해, 안정적인 영업 이익과 가격 유지를 위한 물류망 구축은 선택이 아니다. 불확실성은 언제든지 다시 나타나 비용 우려를 일으킬 것이다. 이를 단적으로 보여준 사례가 지난 2년 동안의 글로벌 공급 대란 사태이다. 이 2년의 시기 동안 수출업체는 직격탄을 맞았고, 타이어 업체도 이를 피해갈 수 없었다. 타이어는 제품 특성상 부피와 무게가 커 컨테이너선을 통한 해상 운송 밖에 이용할 수 없다. **이는 곧 운임비가 원가에 차지하는 비중이 상당함을 의미한다.**

국내 3사 중 동사와 대비되는 나머지 두 업체의 2021년 영업 이익 감소가 이를 뚜렷이 보여준다. 국내 생산 집중도가 90%에 달하는 넥센타이어는 지난 1분기 대비 매출액이 10.65% 증가했음에도 오히려 적자 전환이 일어났다. 해외 생산이 비중이 절반을 밑도는 금호 타이어도 지난 2020년부터 이미 적자의 늪에 빠졌었다. 반면, 해외 생산 비중이 이미 65% 이상인 한국타이어와 26개국에 123개 공장을 보유한 미쉐린, 그리고 23개국에 57개 생산기지가 있는 굿이어는 안정적인 이익 성장을 이어갔다. 그 이유는 바로 생산 기지 다변화 여부에 따른 운임 비중에 있다. 넥센 타이어는 매출액 대비 운임비가 21년 14.4%에서 22년 상반기 21.2%까지 치솟았다. 동사가 22년 상반기 12%이고, 미쉐린이 21년 7.1% 수준인 걸 보면 지난 해 명확히 희비가 엇갈린 배경이 이해 간다. 결국 미국 지역이 매출 점유율 2위를 차지하는 동사에게 **테네시 증설은 충분한 리스크 헤지 측면에서도 이점을 제공한다.**

물론 최근 해상 운임 지수(SCFI)가 안정세를 되찾아 22년부터 운임비는 낮아지고 있다. 그렇다고 코로나 이전의 안정화 수준을 금방 회복할 거라고 확신할 수 없다. **선진국을 넘어 신흥국까지 신(新) 보호무역주의 기조가 확산되기 때문이다.** 가격 절감 혹은 유지를 위해선 물류망 구축을 통한 비용 절감과 위험 관리가 필수적이다. 실제로 인도는 제조업 육성 일환으로 'Make in India' 정책을 외치며 국내 타이어 제품 수입에 관한 규제를 강화하기도 했다.

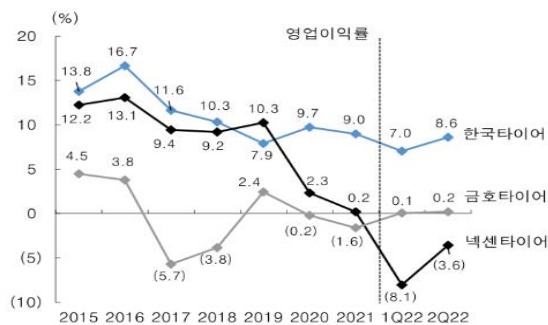
2022년 1~10월, 하락 추세에 돌입한 SCFI 지수



생산기지 구축이 비용 절감의 핵심

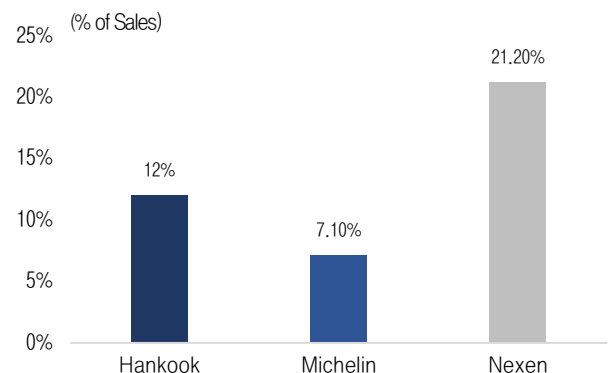
이전까지는 운임비가 타이어 업체에 얼마나 차지하는 눈 여겨보지 못했다. 하지만 최적의 물류망을 위한 생산 기지를 많이 구축한 기업일수록, 운임비가 차지하는 비율이 매출액의 5~20%까지 차이가 난다는 것을 여러 상황들을 통해 알게 됐다. 앞서 살펴봤듯, 지난 해 넥센 타이어의 영업 적자를 발생시킨 직접적인 원인은 운임비라 해도 과언이 아니다. 영업 이익이 적자가 날 수 있는 상황에서 무조건적인 낮은 가격은 유지될 수 없다. 이번 미국 테네시 공장 증설로 규모의 경제를 통한 '가격 경쟁력 확보'와 '리스크 관리 기능' 두 마리 토끼를 잡을 것으로 보인다.

국내 타이어 3사의 영업이익률 추이



출처: RFS Team 5, Quantwise

매출액 대비 운임 비용 비중



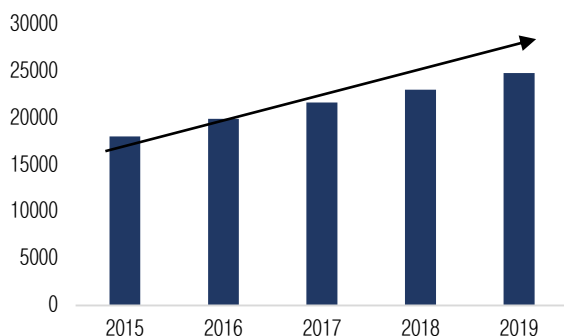
출처: RFS Team 5, 각기업

물류망의 증대, 제품 경쟁력 향상까지 - 접근성·서비스·R&D와의 연결

동사의 테네시 공장 증설을 통한 물류망 증대는 미국 매출 증대의 기폭제가 될 것이다. 이전에, 동사는 유럽 타이어 공급을 책임지는 헝가리 생산기지 구축 이후, 유통망 확대 및 서비스질 제고를 위한 노력을 지속적으로 시도했다. 2018년에 독일 주요 유통 업체인 라이펜-물러를 인수했으며, 2021년에는 스페인과 독일, 헝가리 지역에 물류센터를 구축하여 물류망을 한 층 강화했다. 뿐만 아니라 서비스 품질 향상을 위한 라이펜 슈미트의 타이어 서비스 사업부를 인수하여 공급의 품질 또한 높이하고자 했다. 그 결과 코로나 이전 시기의 유럽 지역 매출은 꾸준히 증가 추세를 보였다.

동사의 지속적인 유통망 확대 및 서비스 향상을 위한 이전 행동들을 고려할 때, 2배로 늘어날 테네시 지역의 가동 능력을 발판 삼아 글로벌 점유율 확대가 이뤄질 것을 충분히 기대할 수 있다. 우선 운임 비용이 절감되어 폭 넓은 물류망이 갖춰지면, **다시 원활한 유통망으로 이어져 잠재적 소비자들의 제품 접근성이 확대된다.** 이 과정에서 자연스레 형성될 수밖에 없는 서비스 센터 증대는 소비자 효용을 극대화하는 방향으로 이끌 것이다. 물론 합리적 가격과 접근성 향상 모두 중요하다. 하지만 역시 가장 핵심은 제품 자체의 품질이다. 앞으로 증가할 접근성과 고객 경험이 미국 지역 R&D 센터와의 연결을 보다 긴밀히 하여, 현지 특성에 맞는 제품을 개발하는 등 전체적인 시너지 효과를 낼 것이다.

유럽 코로나 이전 시기 매출액 증가 추이(15~19년)



출처: RFS Team 5, 한국타이어

독일 주요 유통 업체 '라이펜-물러'



출처: RFS Team 5, 한국타이어

Point 2: 한국타이어의 이익 개선 활로

1) 믹스 개선

변화하는 차량의 선호도, 그에 따른 수익성 개선

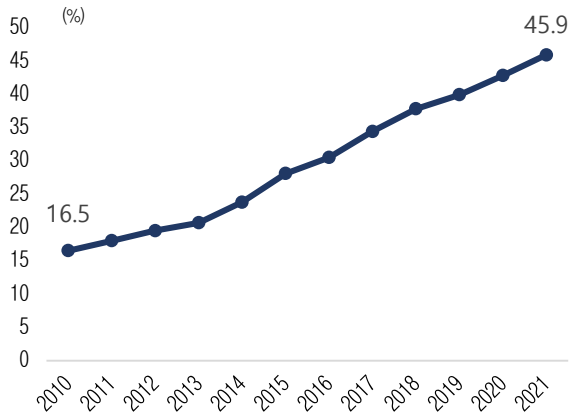
지난 2005년부터 2015년까지 타이어업계의 고성능타이어(UHPT) 확산으로 수익성이 전반적으로 상승했다. 당시 현대차와 기아차의 파업 여파로 OE의 판매가 줄었지만, UHPT의 판매 증가로 동사는 매출 감소에도 불구하고 영업이익 상승을 경험했다. 그러나 점차 OE 내 UHPT비중이 50%를 상회하고, RE에서도 확대되면서 지난 10년간 타이어 업계의 수익을 견인한 고성능타이어가 이제는 기본적인 제품이 되었다.

이러한 UHPT의 빈자리를 이제는 SUV가 새롭게 채우고 있다. 국제에너지기구(IEA)에 따르면 글로벌 완성차 시장에서 SUV 신차 판매 비중은 2010년 16.5%에서 2021년 45.9%까지 지속적으로 상승했다. 미국 뿐만 아니라 중국과 인도 시장에서도 세단이 저물고 SUV의 인기가 치솟고 있으며, 우리나라 역시 올해 1분기 내수에서 SUV 비중은 53.5%를 차지해 타이어 믹스개선에 도움을 주고 있다. **덩치가 큰 차일수록 장착되는 타이어 크기가 커지는데, SUV용 타이어는 같은 차급의 세단 타이어보다 가격이 비싸 수익성이 높기 때문이다.** 이는 동사의 영업이익을 견인해 줄 중요한 요소이다.

글로벌 시장에서 SUV의 성장세는 미국의 타이어 인기 규격 변화를 통해서도 알 수 있다. 신차용 타이어의 17인치 이상 비중은 2010년 20.4%에서 2021년 3.2%로 지속 하락했지만, 18인치 이상은 같은 기간 3.1%에서 18.6%로 상승했다. 인치업 타이어 선호에 맞춰 동사는 SUV전용 타이어 브랜드 '다이나프로'의 라인

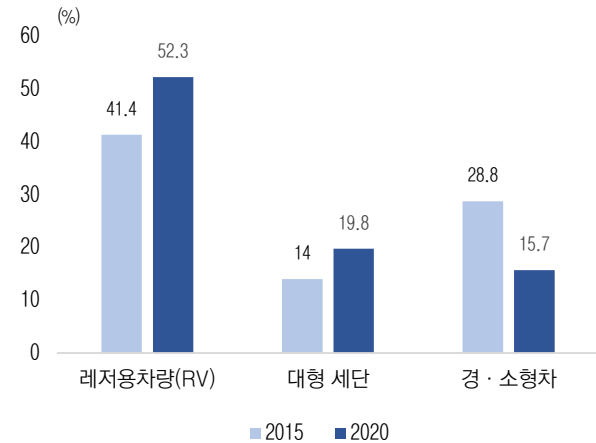
업을 강화해 국내 시장을 공략한다. 국내 도로 환경에 맞춰 마른 노면, 젖은 노면, 눈길 모두에서 안정적인 주행성능을 발휘하는 사계절용 타이어를 개발했고, 기존 자사 제품 대비 20% 이상 수명을 늘렸다. 실제로, 동사의 지난해 PCLT(승용차·소형 트럭)용 타이어 매출액 중 18인치 이상 타이어 비중은 37.7%로 전년보다 3.1% 이상 올랐다. 2019년과 비교하면 약 5.7% 오른 수치다.

글로벌 SUV 판매비중



출처 : RFS Team 5, IEA

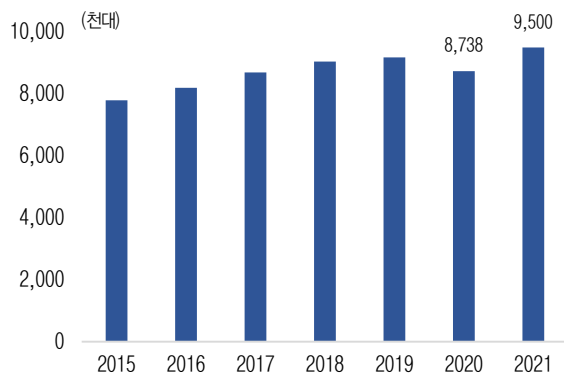
국내 자동차 판매비중



출처 : RFS Team 5, 한국자동차협회

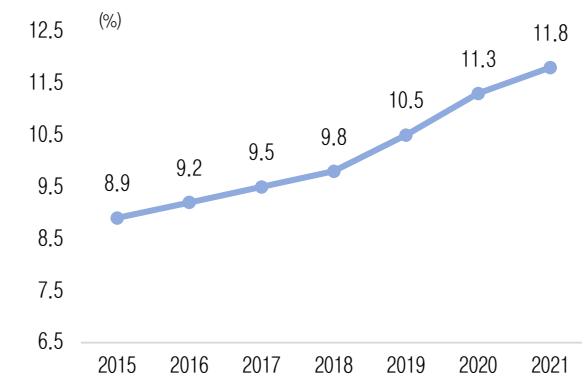
고급차의 판매 비중 증가 역시 타이어 믹스개선에 도움을 주고 있다. 고급차는 기본적으로 일반 차량에 비해 크고 비싼 타이어를 장착하기 때문이다. 전 세계적인 반도체 부족 사태로 세계 자동차 업계가 생산 차질을 겪은 작년에도 고급차 판매는 오히려 급증했다. 올해 상반기 수입차 판매량은 14만4741대로 지난해 상반기 16만7367대에 비해 13.5% 줄었지만, **1억원 이상 판매대수는 3만1023대로 전년동기 2만7892대보다 11.2%나 늘었다.** 동사는 SUV 확대와 고급화 추세에 발맞춰 포르쉐 3세대 카이엔과 아우디 RS Q8 등 다양한 고급 차종에 신차용 타이어를 공급하고 있다. 차량의 고급화 트렌드에 맞게 타이어의 믹스개선은 지속될 것으로 보인다.

고급차 수요의 지속적인 증가



출처 : RFS Team 5, IHS

자동차 시장 내 고급차 비중



출처 : RFS Team 5, Marklines

2) 전기차 타이어 성장

전기차 타이어는 내가 알던 것과 다르다고?

무역협회에 따르면 지난해 전 세계 자동차 판매량은 코로나 전인 2019년보다 9.7% 감소해 8455만대를 기록했다. 그러나 같은 기간 **전기차 판매량은 226.3% 증가한 660만대로 역대 최대를 기록해 대조적인 모습**을 보였다. 전기 자동차 수출 비중 역시 2019년 8.1%에서 지난해 15.8%로 2배 가까이 확대됐다.

토크 : 엔진을 돌리는 힘

노면소음

**: 주행 시 차량의 바닥
진동이 올라와 소음이
차내로 유입되는 것**

전기차 대중화 시대가 도래하면서 타이어 업계는 기존 내연기관 타이어 대신 전기차에 특화된 전용타이어 개발을 본격화하고 있다. 전기차는 내연기관 차량에 비해 공차 중량이 무거운데다 가속이 빠르기 때문에 전기차용 타이어는 내구성이 중요하다. 내연기관차의 경우 엑셀러레이터 페달을 밟으면 서서히 최대 토크에 도달하면서 가속력을 내지만, 전기차는 엑셀을 밟는 순간부터 최대 토크에 도달해 급출발/급제동이 가능하여 타이어 미끄러짐이나 마모가 발생할 가능성이 높다. 또한, 전기차는 기계적 소음이 작아 실내에서 노면 소음이 크게 들리기 때문에 이를 최소화하는 저소음 설계 역시 필요하다.

이러한 특성들로 전기차 타이어는 내연기관 타이어보다 가격이 약 20% 정도 높다. 현재 전기차 타이어는 OE 위주의 판매로 인해 아직까지 내연기관 타이어보다 수요가 높지 않지만, 최근 완성차 업체들의 전기차 출시 증가에 따라 성장이 기대된다. 이에 동사는 전기차 OE 확보에 집중하여 사전예약 첫날에만 3만 7446대를 달성한 현대자동차의 아이오닉6 OE 수주를 성공했다. 또한, 폭스바겐의 첫 번째 전기 SUV ID.4, 포르쉐의 타이칸, BMW의 i4 등 전기차 OE를 확보했다.

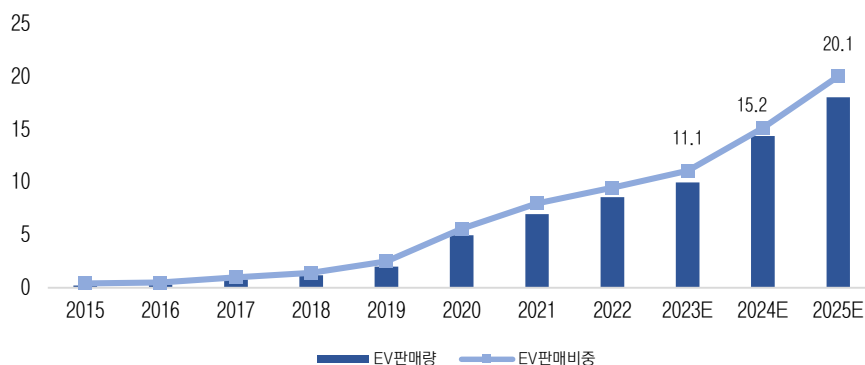
글로벌 전기차 타이어 시장의 규모는 지난해 400억달러(약 56조원)에서 2030년 1616억달러(약 227조원)으로 4배 이상 커질 전망이다. 2년 뒤부터 전기차 타이어의 교체가 본격적으로 진행된다면, OE를 많이 확보한 곳이 RE시장 선점에 유리할 것이다. 가장 싸고 좋은 타이어를 찾는 고객도 있지만, 이에 따른 전환비용이 드는 만큼 신차에 장착된 브랜드를 타이어 교체 시 유지하는 고객들의 비중도 높기 때문이다. 즉, **전기차 OE 확보량이 많으면 자연스럽게 소비자 노출효과가 커지는 반사효과**를 기대할 수 있게 된다.

트레이드 오프 (Trade-off)

**: 고출력 전기차의 특정
성능을 끌어올리면 다른
성능은 떨어지게 되는 것**

커지는 전기차 시장을 위해서 동사는 지난 5월 타이어 업체 중 처음으로 전용 브랜드 ‘아이온(iON)’을 유럽에 런칭하여 전기차 타이어 제조사의 이미지를 한층 강화했다. 여름용, 겨울용, 사계절용 타이어를 포함해 18인치부터 22인치까지 총 86개 규격의 전기차 전용 타이어를 구비했다. 특히 전기차의 낮은 회전 저항, 저소음, 고하중 지지, 빠른 반응과 높은 토크대응과 같은 특성에 최적의 성능을 발휘할 수 있도록 만들어 트레이드 오프(Trade-off)를 극복한 것이 가장 큰 강점이다. 전기차 타이어는 기존 설비로도 생산이 가능하므로 전기차 타이어 수량이 늘어나면 마진도 개선될 전망이다.

글로벌 BEV 비중 전망



출처: RFS Team 5, Marklines

III. Risk

1) IRA 영향 우려, But 제한적

생각보다 타격이 없어요~

미국 인플레이션 감축 법안(IRA)이 바이든 대통령의 서명에 따라 지난 8월 16일부터 발효되었다. 이로 인해 동사에 영향을 끼칠 수 있는 것은 전기차 보조금 관련 부분이다. 전기차 보급 확대를 위해 일정 요건을 갖춘 중고차에 최대 4천 달러, 신차에 최대 7천500 달러의 세액 공제 혜택을 제공한다. 하지만 배터리 핵심 광물은 일정 비율 이상 미국 FTA 협정국에서 채굴·가공해야 하며, 배터리 주요 부품은 일정 비율 이상 북미에서 제조해서 북미에서 최종 생산되어야 혜택을 받을 수 있다. 이로 인해 전기차를 전량 국내에서 생산하는 현대차와 기아차는 혜택을 받지 못해 가격 경쟁력 부분에서 불리해질 것이며 이는 판매량 감소로 이어질 것이라는 우려가 생기고 있다. 동사는 현대차 '아이오닉6' OE를 공급하고 있기 때문에 보조금 탈락으로 인한 전기차 판매 감소는 자연스럽게 전기차용 타이어 수요 감소로 이어져 동사의 매출액에 영향을 끼칠 수 있다.

하지만, IRA가 동사에 끼치는 영향은 **1) 빠르게 성장하고 있지만 완성차 시장 대비 아직은 작은 전기차 시장, 2) IRA 내 타이어 부품 관련 내용 없음으로 인해 제한적일 것이다.** 무역협회에 따르면 지난해 전세계 전기차 (BEV) 시장의 규모는 680만대로, 전체 자동차 시장(약 8500만대)의 7.8%를 차지했다. 전기차 시장이 빠르게 성장하고 있지만, 전체 완성차 시장에 비해 적은 규모다. 전기차 타이어가 차량 성능과 특성에 맞춰 개발되기 때문에 고부가 제품으로 분류되지만, 실적에서 차지하는 비중은 5~7% 정도로 크지 않다. 또한, IRA가 미국 현지 완성차 업계의 다양한 분야 중에서 순수전기차 (BEV)의 핵심 부품인 배터리에 관한 조항만 담고 있으며, 타이어 부품에 대해서는 원산지나 공급처를 고려한다는 내용이 없다는 점도 동사에 긍정적이다. 향후, 미국이 '자국 우선주의' 정책의 강화로 현지 생산 부품의 범위를 넓히더라도 동사는 테네시 현지 공장을 가지고 있으며, 증설 예정이기에 큰 타격을 입지 않을 것으로 판단된다. 오히려 이번 IRA로 인해 북미 타이어 시장 점유율을 두고 경쟁하던 중국이 미국으로부터 견제를 받음으로써 성장할 여력이 생겼다.

인플레이션 감축법 (IRA) 주요 내용

항목	주요 내용
에너지 안보 및 기후 변화 대응 예산안: 3,690억 달러	저·중 소득층 전기차 구매 시 최대 7,500 달러 세액 공제 (미국에서 생산된 전기차만 적용)
	친환경 주택에 대한 보조금 지급
	전기차·풍력터빈·태양광 패널 등의 제조 설비 투자에 10년간 수천억 달러 세액 공제 및 인센티브
	중요 광물 가공 (생산) 시설을 자국에 유치하기 위한 세금공제에 300억 달러 투자
	탄소 배출량을 줄이기 위한 농부와 목장주에 대한 인센티브 제공에 200억 달러 할당
차량 가격 개혁	메탄의 과도한 배출에 대해 톤당 최대 1,500 달러 벌금 부과
	청정·에너지 기술 및 에너지 효율에 투자할 국가 기후은행 출범
	노령층 건강보험제도 메디케어가 2026년부터 최대 10개의 처방약 비용을 협상할 수 있도록 허용
재원 확보를 위한 세제 개편	처방약 가격 인하를 위한 전국민건강보험(ACA) 확립 (640억 달러)
	연간 약값을 2000달러로 제한하며 노령층에 무료 백신
	대기업 대상 (순이익 10억 달러 이상) 최소 15% 법인세 부과
	23년부터 기업의 자사주 매입에 대해 1%의 세금 부과

출처 : RFS Team 5, 언론보도

2) 중국 타이어 기업들의 위협

가성비에도 위아래가 있다

중국 타이어 기업들은 1) 낮은 가격을 통한 가성비 전략과 2) 세계 타이어 시장 규모의 25%를 차지하고 있는 내수 시장을 앞세워 성장중이다. 중체, 링롱 등 중국 타이어 기업들의 빠른 성장속도에 기존 강자들의 시장점유율은 지속적으로 줄고 있는 추세이다. 미쉐린, 브릿지스톤, 굿이어 등 글로벌 타이어 3사 점유율은 2000년 57%에서 2019년 38% 수준으로 내려온 반면 같은 기간 중국 상위 3개사의 점유율은 1.8%에서 4.8%로 늘었다. 이러한 중국 기업들의 자국 기반 성장에 따라 동사의 중국 타이어 시장 내 경쟁력이 약화될 수 있다는 우려의 시선이 존재한다.

그럼에도 불구하고, 중국 타이어 시장 내 동사의 경쟁력은 견고할 것으로 전망한다. 동사는 중국 기업들의 가성비 전략에 대응해 프리미엄 브랜드로 입지를 확대하며 대응하고 있다. **이러한 전략의 바탕에는 중국 기업 대비 우수한 18인치 이상의 고부가가치 타이어를 만드는 기술력이 있다.** 동사는 올해 2분기 중국시장 매출 중 18인치 이상 타이어의 비중을 11.5%(YoY) 증가시키며 질적 성장을 이뤄냈다. 자국 타이어를 선호하는 중국 시장에서 해외 기업의 고인치 타이어의 매출비중 증가는 동사의 우수한 기술력을 보여 준다. 이러한 기술력 우위는 전기차 타이어 시장 침투에도 강점을 갖는다. 전기차는 배터리 탑재로 하중이 무겁기에 고인치 타이어 장착이 필수이기 때문이다. 실제로, 동사는 중국 전기차 기업 '니오'의 핵심 모델 'ES6'와 'EC6'에 OE타이어를 공급하며 중국 전기차 시장에 선제적으로 대응하는 모습을 보여줬다. 위와 같은 사실들은 동사의 품질우위가 중국 타이어 기업들의 성장에 대응 가능한 무기임을 증명한다.

IV. Valuation

동 리포트에서는 한국타이어의 목표주가를 47,386원으로 34.4% 상승여력을 제시하며 투자의견 BUY를 제시한다. 1) 물류망 확보를 통한 북미, 유럽의 빠른 매출 성장과 2) 고성장 중인 전기차용 타이어 산업, 3) 고부가가치 제품 비중 증가로 인한 영업이익 상승 기대를 고려하여 PER 가치평가법을 선택하는 것이 적절하다고 판단했다. 추정 PER는 Michelin, Goodyear, 넥센 타이어 등 글로벌 타이어업체의 Peer group이 포함된 9.4배를 사용했다.

항목	22E	23E
매출액	75,998	77,172
매출원가	55,274	56,128
매출총이익	20,724	21,044
판매관리비	14,168	13,191
영업이익	6,556	7,853
영업손익	- 51	- 68
법인세비용	1,582	1,636
당기순이익	4,923	6,150

유통주식수	121,988,753
23년 EPS	5,041

Bloomberg 추정 Peer group 23년 PER 9.4배 반영

Target Price	47,386
---------------------	---------------

