한국타이어앤테크놀로지 (KRX: 161390)

꽁꽁 얼어붙은 도로 위로 타이어가 굴러갑니다

Strong Buy

목표주가	74,000원
현재주가 ('24.12.04)	38,600원
상승여력	91.7%

고부가가치 제품의 판매 확대로 국내외 경쟁력 강화

2024년 글로벌 자동차 시장은 고금리와 지정학적 리스크의 영향으로, 그 중 전기차 시장은 수요 포화와 인프라 부족의 영향이 더해지며 성장세가 둔화되고 있다. 반면, 타이어 시장은 고마진 제품 '고인치(18인치 이상) 타이어' 판매 확대에 힘입어 높은 성장세와 수익성을 유지하고 있다. 향후 2025년에는 SUV와 전기차의 타이어의 교체주기가 도래하면서 더 많은 수요를 기대해볼 수 있다.

한국타이어앤테크놀로지는 국내 타이어 기업들 중 글로벌 시장에서 유일하게 두각을 나타내고 있다. 2023년 총 매출액 기준, 동사는 글로벌 타이어 브랜드 순위에서 7위를 기록하고 있다. 금호는 14위, 넥센은 18위 수준에 있다. 향후 2027년 북미와 유럽의 공장 증설이 완료되면, 동사는 생산 능력의 확대와 더불어 고부가가치 수요에 적극적인 대응이 가능해진다. 이는 비슷한 수준의 매출액을 보이는 피렐리, 스미토모를 제치고 견고한 5위 자리로 나아갈 가능성을 보여준다

'24E EBITDA 22,445억 원 , Target EV/EBITDA 5.1배

국내 타이어 산업은 기술 혁신과 꾸준한 수요에도 불구하고 시장 내 성장 잠재력이 충분히 반영되지 않고 글로벌 Peer 대비 뚜렷한 저평가 상태이다. 특히 동사의 주가는 한온시스템 인수에 대한 시장의 과도한 우려로 인해 급락한 후 여전히 역사적 저점을 유지하고 있다. 본 보고서는 동사의 글로벌 성장성을 강조하는 동시에 리스크에 대한 과도한 우려를 해소하고자 한다.

투자포인트 1. 연구개발에 대한 막대한 투자로 선제적인 기술력 확보. 동사는 세계 최초 전기차 전용 타이어 '아이온(iON)' 출시로 시장 선점에 성공

투자포인트 2. 글로벌 주요 시장 내 현지 공장 증설로 안정적인 글로벌 공급망 확보. 2027년 약 1억 400만 본의 생산 능력을 통한 매출 확대가 기대

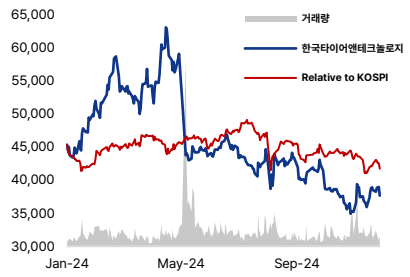
투자포인트 3. 한온시스템 인수 발표 이후 급락한 주가의 밸류에이션 리레이팅 기대. 인수 후에도 건재한 동사의 현금창출능력으로 장기적인 시너지 효과와 함께 주주환원 정책 확대여력 충분

(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024E	2025F
매출액	7,141	8,394	8,940	9,256	9,710
YoY (%)	*10.7%*	*17.5%*	*6.5%*	3.5%	4.9%
영업이익	642	706	1,328	1,732	1,632
YoY(%)	*2.2%*	*9.9%*	*88.1%*	*30.5%*	*-5.78%*
영업이익률 (%)	9.0%	8.4%	14.9%	18.7%	16.8%
배당수익률 (%)	1.7%	2.4%	2.9%	3.5%	3.5%
EBITDA	1,234	1,242	1,833	2,245	2,170
EV/EBITDA (x)	4.01	3.16	3.11	5.1(Target)	

Stock Data

시가총액(보통주)	4.8조원
상장주식수(보통주)	12,387.5만주
유동주식비율	55.26%
외국인 보유비중	37.92%
52주 최고가	63,300원
52주 최저가	34,500원
일평균거래량(60일)	377,723주
베타(1년)	0.66
배당수익률	3.37%

Stock Price Performance (Index)



주가상승률	1M	6M	12M
절대수익률(%)	+5.32	-11.57	-15.26

Major Shareholders

한국앤컴퍼니(외 22인)	43.21%
국민연금공단	7.01%
자사주	1.52%

Members

30기 박성현 (팀장, 아랍어과)
(shpark20000930@gmail.com)
30기 이주영 (부팀장, 광고PR브랜딩전공)
(axcf1596@gmail.com)
32기 신유진 (팀원, 노어과)
(smu09050@naver.com)
32기 송민서 (팀원, 경영학전공)
(jane9942@naver.com)
32기 윤병찬 (팀원, EICC학과)
(ybc990@naver.com)

Table of Contents

I. 산업분석 3

1. 전방산업 수요 점검
2. 타이어 산업 개괄

II. 기업분석 11

1. 기업 개요 및 브랜드 포트폴리오
2. 국내 경쟁사 비교
3. 글로벌 시장 경쟁력

III. 투자 포인트 15

1. 압도적인 기술장벽
2. 해외 생산거점이 곧 경쟁력
3. 과도한 한온시스템 인수 이슈 부각

IV. 리스크 19

1. 한온시스템 인수에 대한 불확실성

V. Valuation 21

1. 매출 추정
2. 영업이익 추정
3. 목표주가 산출

I. 산업 분석

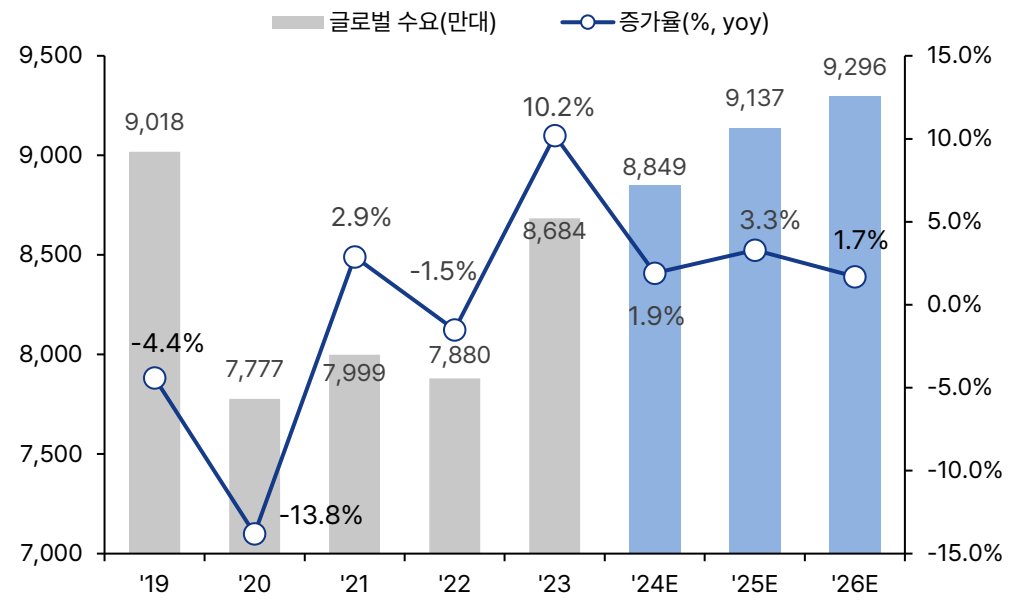
1. 전방산업 수요 점검

완성차: 둔화된 성장세와 함께 코로나19 이전으로의 회귀

2023년도 글로벌 자동차 수요는 전년도 대비 +10.2% 증가한 8,684만 대를 기록하였다. 올해를 포함한 향후 3년까지는 다소 둔화된 증가세를 보일 전망이다. 구체적으로 '24년도 +1.9%, '25년도 +3.3%, '26년도 +1.7%로 예측된다. 이는 고금리와 각종 지정학적 리스크 및 각종 정책의 불확실성에 따른 소비심리 위축에서 기인한다. 그럼에도 내년 하반기에는 해당 이슈들이 점차 안정화되면서 코로나19 이전인 2019년 수준으로의 회복이 가능할 것이다. 또한 인도, 동남아시아 등 신흥국의 본격적인 성과도 함께 기대해 볼 수 있다.

국내 자동차 수요는 글로벌 시장과 유사한 흐름을 보일 것이다. '23년도 +3.6%의 증가율로 170만 대를 기록한 반면, 올해를 포함한 향후 3년은 대출 규제 강화의 영향으로 다소 둔화된 증가세를 보이며 약 160만 대 수준에서 조정될 것이다.

그림 1. 글로벌 자동차 수요 전망



자료: 현대차증권 산업전망 보고서, 자본시장연구회 2팀

중고차: 완만한 상승세

글로벌 중고차 시장은 2023년 13,200억 달러를 기록하며, 향후 5년 동안 CAGR +3.08% 수준으로 성장할 전망이다.

국내 중고차 시장은 2021년도 29조 원에서 향후 5년 동안 CAGR +3.83% 수준으로 성장할 전망이다. 기간 중 2023년도 10월, 현대차 그룹이 인증 중고차 시장에 진입하면서 시장 내 주요 Player가 빠르게 교체되고 있다. 기아와 현대차 그룹이 중고차 시장의 약 70%를 점유하며, 중소형 업체의 수는 점차 감소하고 있다.

국가별 주요 이슈

글로벌 자동차 시장은 국가별 상이한 경제 회복 수준과 정책 및 규제에 따라 다른 양상으로 변화할 전망이다.

구체적으로 미국은 트럼프 2.0 행정부의 도입, 유럽은 환경 정책의 변화, 중국은 내수 부진의 장기화, 그리고 인도를 포함한 신흥국 시장의 등장이 주요 이슈로 작용할 예정이다.

그림 2. 국가별 주요 이슈와 영향

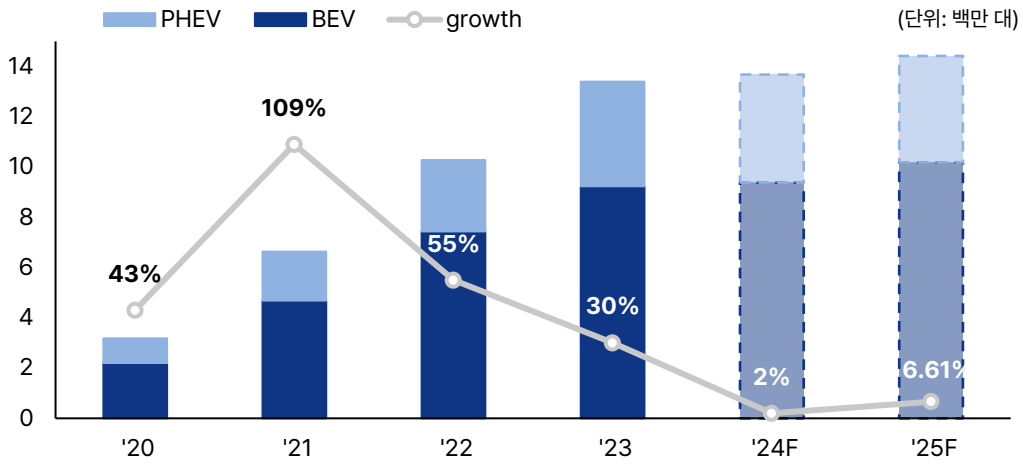
구분		미국	유럽	중국	신흥국
소비 수준		(+) 금리 인하에 따라 소폭 회복	(-) 에너지 비용 인상에 따른 위축 유지	(-) 경제 여건 불확실성에 따른 위축 유지	(+) 경제 성장에 따른 안정적인 흐름 유지
주요 이슈	이슈	트럼프 2.0 행정부의 도입	환경 정책의 상충	소비 부양 정책 및 내수 부진	높은 성장 가능성
	이슈 내용	(-) 관세 증가에 따른 자동차 가격 상승 기조 확대	(-) PHEV, BEV 보조금 축소 및 단행 *전년도	(+) NEV 시장 내 장기적인 투자 사업에 따른 생산량 확대	(+) 인도, 인도네시아 등 정부의 전기차 정책의 적극적인 추진 *FAME II 등
		(+) CAFE 폐지에 따른 자동차 회사의 비용 감소	(-) EU의 '유로 7'기준 도입에 따른 내연기관 차량의 배출가스 규제 강화 및 벌금 확대	(-) 내수 시장 부진에 따른 자동차 재고 증가	(+) 선진국 대비 낮은 자동차 보급율에 따라 우수한 성장 여력 보유 (인도는 전체 가구의 8%에 불과)
		(+) IRA 보조금 축소에 따른 자동차 회사의 비용 증가		(+) 신흥 시장 중심의 저가 수출 전략에 따른 재고 문제 해결 및 글로벌 점유율 확대	
소비 전망	자동차	증가 제한	증가 제한	감소 유지	증가 확대
	전기차	전환 지연	전환 진행	전환 확대	전환 확대

자료: 자동차 전망 보고서, 자본시장연구회 2팀

'21-'23 EV의 급성장, 그러나...

글로벌 EV 판매는 2021년 전년대비 +109% 증가한 664만대를 기록하며 2023년까지 급격한 성장세를 보였다. 그러나 올해 글로벌 EV 판매는 1,368만대를 기록하며 전년대비 약 +2% 성장에 그칠 것으로 예상된다. 얼리어답터의 초기 구매 수요 완결로 인한 대기수요 감소, 충전 인프라 부족, 고물가와 고금리에 따른 소비심리 위축이 주요 성장 저해 요소다. 2024-2029 예상 CAGR은 +6.61%로, 장•단기적 경제 불확실성에 따른 완성차 업체의 생산 계획 조정과 판매 전략 수정에 따라 향후 EV 시장의 성장세 둔화는 더욱 본격화될 전망이다.

그림 3. 글로벌 EV 판매 동향

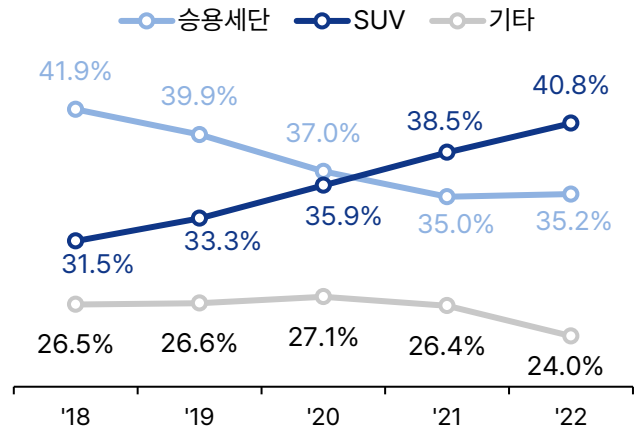


자료: Statista, 자본시장연구회 2팀

SUV의 시대가 열리다

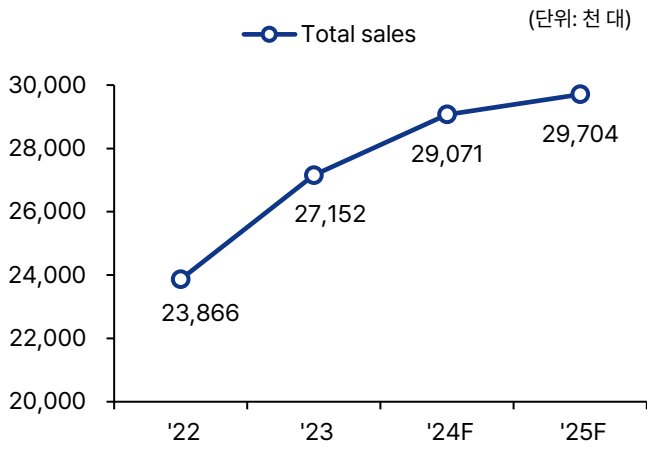
외형별 판매 측면에서는 SUV 선호도가 오르고 있다. 승용 세단이 우세하던 글로벌 판매 점유율은 점차 그 격차가 좁혀지면서 2020년 이후 점유율 반전이 일어나 SUV가 앞서는 추세다. 증가 원인으로는 일반 차량 대비 넓은 공간을 가진 SUV의 높은 실용성과 고급스러운 이미지, 안전성을 강조한 차량 제조사들의 마케팅 전략 성공이 지목된다. 점유율 반전 이후 꾸준히 증가한 SUV 판매량의 2024-2029 예상 CAGR은 +2.31%로, 현재 수준의 선호도 증가는 앞으로도 유지될 전망이다.

그림 4. 글로벌 차종별 판매 점유율 추이



자료: Mark Lines (62개국 기준), 자본시장연구회 2팀

그림 5. 글로벌 SUV 판매량 추이



자료: Statista, 자본시장연구회 2팀

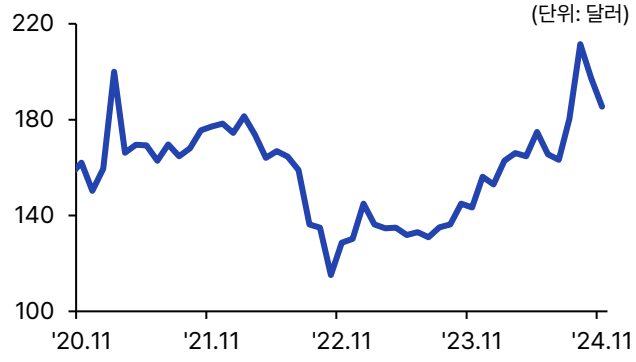
2. 타이어 산업 개괄

2.1 밸류체인 점검

주재료인 천연고무의 높은 가격 변동성에도 불구하고 양호한 마진 유지

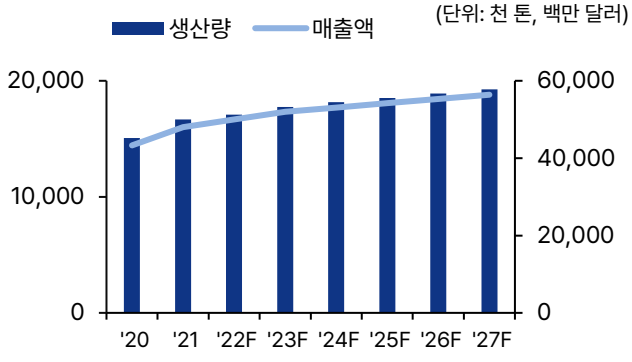
타이어 제조에 사용되는 주요 원자재의 비율은 천연고무 20-35%, 합성고무 20-30%, 카본블랙 20-25%, 스틸코드/와이어 10-15%, 섬유 코드 5-10%, 실리카 5-10% 정도이다. 이 중 천연고무는 가격 변동성이 큰 원자재에 속하며, 전 세계 천연고무 수요의 80%를 차지하는 타이어 산업은 이런 변동성에 큰 영향을 받는다. 일례로 최근 2년 간 천연고무 가격은 기후변화로 인한 생산량 감소 우려로 상승세를 이어왔으나 올해 10월 EU의 삼림벌채규정 적용 연기 결정으로 하락하는 등 심한 변동성을 여실히 보여주고 있다. 타이어 제조업체들은 이에 대응하여 원자재 조달 다변화, 제품 믹스 개선 등의 전략을 통해 수익성 방어에 나서고 있다. 이런 전략을 통해 글로벌 타이어 시장규모는 꾸준히 성장할 전망이다.

그림 6. 천연고무 가격 월별 추이



자료: Bloomberg, 자본시장연구회 2팀

그림 7. 글로벌 타이어 시장 규모 추이(2020-2027)

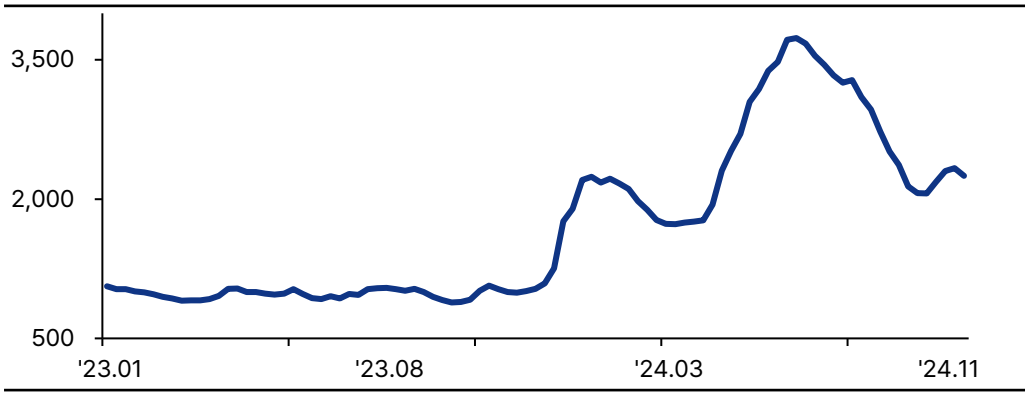


자료: 후지경제연구소, 자본시장연구회 2팀

증가하는 운송비 부담

타이어 산업에서 운송비 주요 비용 요소 중 하나로, 전체 물류비용의 약 70%를 차지하는 내륙 운송비, 해상 운임, 컨테이너 비용 등으로 구성되어 있고 특히 해상운임의 변동성이 큰 영향을 미친다. 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 글로벌 해상운송 시장의 동향을 나타내는 중요한 지표로, 수출 의존도가 높은 타이어 산업 특성상 그 변동이 수익의 불확실성을 야기할 수 있다. SCFI 지수는 올해 7월 3733.8으로 연중 최고점을 기록한 후 10월 2062.2로 하락했으나 이후 다시 상승세가 지속되어 현재 2233.8를 기록해 전년 대비 높은 수준을 유지했다. 타이어 업체들은 이러한 운송비의 절감을 위해 컨테이너 활용도 향상, 항구 선택 최적화, 현지 물류 창고 활용, 통합 SCM 구축 등의 전략을 사용하고 있다.

그림 8. SCFI 지수 추이



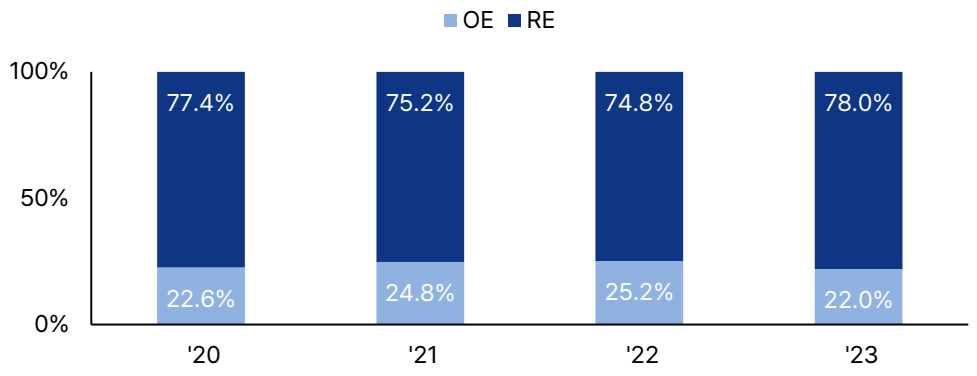
자료: 한국관세물류협회, 자본시장연구회 2팀

2.2 타이어의 분류

OE와 RE

일반적으로 타이어는 Original Equipment(신차용 타이어; 이하 OE)와 Replacement Equipment(교체용 타이어; 이하 RE)로 나뉜다. OE는 신차에 장착되어 자동차 제조사를 통해 공급되는 타이어이기에 완성차 시장과 흐름이 유사하다. 주로 타이어 제조사와 자동차 제조사가 공동개발하여 차량 특성에 최적화되어 설계되므로 일반적으로 가격이 더 높다. 반면 RE는 소비자가 교체용으로 구매하는 타이어이기에 중고차 시장 흐름과 연관성이 높다. 타이어 제조사가 독자적으로 개발하여 보다 범용적인 성능을 제공함으로써 다양한 소비자의 요구를 반영하고자 하기 때문에 다양한 가격대가 존재하고 시장 내 경쟁이 더 치열하다. 주로 타이어 전문점이나 자동차 부품점 등 다양한 채널에서 유통된다는 것에 OE와 차이가 있다. 2023년 기준 전년 대비 OE 판매량이 20.3% 감소하여 약 219만 유닛, RE 판매량이 4.8% 증가하여 약 849만 유닛으로 RE 시장은 OE 시장에 비해 약 4배 규모이다.

그림 9. 국내 OE·RE 판매량 추이



자료: 대한타이어산업협회, 자본시장연구회 2팀

주기적으로 교체해야 하는 타이어

타이어는 안전과 성능을 위해 주행거리 4-5만km 또는 사용 기간 3-5년마다 교체가 권고된다. 소비자보호원 실험에 따르면, 4-5년 경과 시 초기 성능의 77%, 7년 경과 시 22%만 유지되어 시간에 따른 성능 저하가 현저하다. 트레드 마모도 역시 주요한 교체 기준으로, 4-5만km 주행 시 법적 최소 기준인 1.6mm에 근접해 주행 안정성에 영향을 미친다. 이 시점에서 제동력과 배수 성능 저하로 위험할 수 있어 적절한 교체주기가 중요하다. 한편, 전기차는 배터리 무게와 즉각적인 토크로 인해 타이어 마모가 빨라, 주행거리 3-5만km 또는 3-4년으로 내연기관차보다 약 20% 짧은 교체주기를 가진다.

구조에 따른 타이어 분류

타이어는 크게 구조, 계절에 따라 분류할 수 있다.

우선 타이어의 구조에 따라 레이디얼 타이어와 바이어스 타이어로 분류할 수 있다. 레이디얼 타이어는 타이어의 골격을 구성하는 코드가 타이어의 중심선으로부터 직각으로 배열된 구조를 가진 타이어로 구조적 안정성이 높다는 특징을 가진다. 주로 승용차용, 소형트럭용, 트럭 및 버스용 타이어 등에 적용되며, 우리나라에서 사용되는 타이어의 약 85%는 레이디얼 타이어에 해당한다.

바이어스 타이어는 레이디얼 타이어와 달리 타이어의 골격을 구성하는 코드가 중심선으로부터 30-40도로 서로 교차하는 구조를 가진다는 특징을 보인다. 이러한 구조로 하중을 지탱하는 힘이 우수하다는 특징을 갖는다. 특히 거친 노면에서 안정된 성능을 보여 일반적으로 건설차량용, 농경용, 산업차량용 타이어 등에 적용된다.

그림 10. 레이디얼 타이어와 바이어스 타이어

자료: 대한타이어산업협회

계절에 따른 타이어 분류

타이어는 계절에 따라 여름용, 겨울용 그리고 사계절(올시즌)용으로 분류할 수 있다.
여름용 타이어는 눈이 오지 않는 봄, 여름, 가을에 사용되는 타이어로, 특히 여름철 도로면의 높은 온도를 견딜 수 있는 열에 강한 고무 소재를 사용한다. 비가 많이 오는 여름철에 수막현상을 막기 위해 접지면적을 넓히고 물이 잘 빠지도록 설계된다는 특징을 갖는다.

겨울용 타이어는 크게 노르딕 타이어와 알파인 타이어 두 종류로 구분된다. 노르딕 타이어는 눈 덮인 노면과 빙판길 주행에 초점을 맞춘 타이어로, 북유럽과 러시아, 캐나다와 같은 북반구 지역에서 주로 사용된다. 그에 반해 알파인 타이어는 도로 위에 눈이 녹은 후 젖어 있거나, 어느 정도 마른 노면 주행에 중점을 둔 타이어라고 볼 수 있다.

사계절용은 이름 그대로 계절에 구애 받지 않고 사용할 수 있는 타이어로, 대부분의 출고 차에는 사계절용 타이어가 장착돼 나온다. 사계절의 변화가 크지 않은 지역에서 여름용과 겨울용 타이어를 교체하는 어려움을 해소하기 위해 제동력, 승차감, 배수성능 등이 적절히 균형을 갖추고 있다는 특징을 갖는다. 국내에서는 겨울용 타이어를 제외한 모든 계절용 타이어를 사계절용 타이어로 분류한다.

2.3 시장 트렌드

차가 커질수록, 무거울수록 더 좋다

업계에서는 18인치 이상의 타이어를 '고인치 타이어'로 분류한다. 일반적으로 고인치 타이어는 일반 타이어 대비 수익성이 약 20-30% 이상 좋기 때문에 주요 타이어 제조사들은 일찌감치 고인치 타이어의 매출 비중 목표를 설정하여 제품 믹스 개선에 주력하고 있는 추세이다.

자동차가 커지고 무거울수록 18인치 이상의 고인치 타이어는 필수적이다. 접지면이 넓을수록 주행력과 제동력의 우위가 생기고, 흡음제와 같은 차별화 전략 적용이 가능해지기 때문이다. 완성차 시장의 SUV, EV 차량 비중 확대가 타이어 업계에 호재인 이유도 바로 이 점에서 기인한다. 상대적으로 무거운 차량에 대한 선호도가 올라가면서 OE 단계에서부터 고인치 타이어를 탑재하는 비중이 증가함을 의미하기 때문이다. 또한, 내연기관과 HEV 차량 역시 전자장치와 구동계열의 고도화로 차량 무게가 증가함에 따라 연식 변경과 함께 더 큰 지름의 타이어를 채택하고 있다.

RE 시장에서의 고인치 타이어 비중 확대도 기대되는 시점이다. 일반적인 내연기관 차량의 타이어 교체주기인 4-5년을 고려했을 때, 전세계적으로 SUV 차량 비중이 급격히 확대 된 2020년 이후 차량의 교체주기가 도래하고 있음을 의미한다. 또한, 이제 태동하기 시작한 EV 차량의 타이어 교체주기는 내연기관 대비 최소 1년 이상 짧은 점을 고려했을 때 RE 시장에서의 고인치 타이어 수요는 앞으로 높아질 일만 남았다는 해석이 가능하다.

그림 11. 주요 내연기관 및 EV 차량 타이어 사이즈

제조사	모델	분류	타이어 사이즈
현대	코나	소형 SUV	• 1세대: 16~18인치 • **2세대 ('23년 1분기~): 17~19인치**
	싼타페	중형 SUV	• 4세대: 17~20인치 • **5세대 ('23년 3분기~): 18~21인치**
	아이오닉 5	준중형 SUV(EV)	19, 20인치
	아이오닉 6	중형 세단(EV)	18, 20인치
기아	K8	준대형 세단	• K7 (이전 작): 17~19인치 • **K8: 17~20인치**
	EV6	준중형 SUV(EV)	19~21인치
폭스바겐	ID.4	준중형 SUV(EV)	18~21인치

자료: 각 사, 자본시장연구회 2팀

2.4 주요 Player

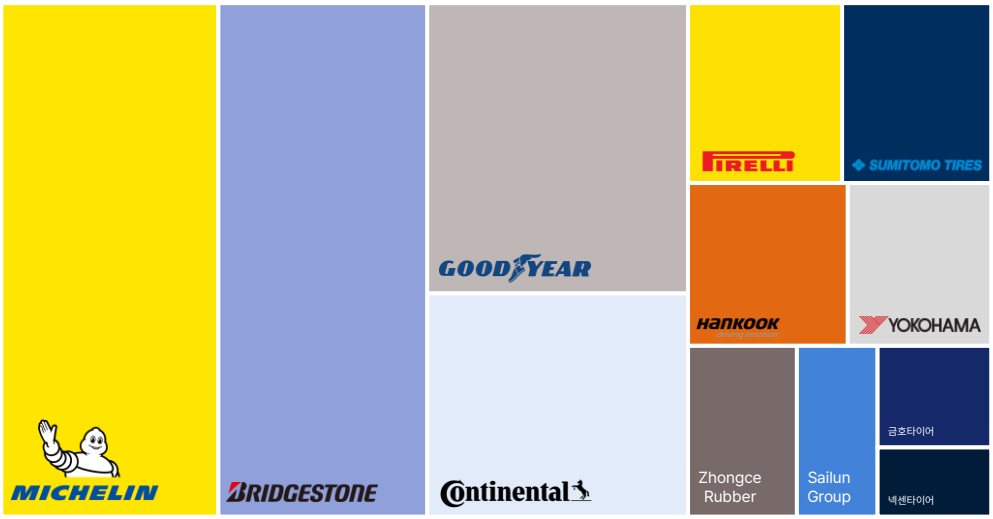
익숙한 강자들과 한국 타이어의 약진

전세계 타이어 시장 주요 Player는 매출 규모에 따라 총 4그룹으로 분류할 수 있다.

1) 압도적인 매출 규모로 양강 체제를 공고히 한 미쉐린과 브릿지스톤
2) 3·4위인 굿이어와 콘티넨탈
3) 상대적으로 비슷한 규모의 중위권 그룹(피렐리, 스미모토, **한국타이어**, 요코하마)
4) 그 외 제조업체(금호타이어, 넥센타이어 등)

국내 제조업체 중에서는 한국타이어를 제외한 2개 사는 세계시장에서 두각을 나타내고 있다고 보기 어렵고, 그룹 간의 매출격차가 크고 주요 Player의 지위 또한 공고하기 때문에 큰 폭의 지각변동이나 신규 진입자의 위협은 발생하기 어려울 것으로 전망된다. 따라서, 일정한 기술력과 브랜드 파워를 갖춘 상위 10개 사 정도가 앞으로의 시장 성장에 따른 온전한 수혜를 입을 수 있을 것으로 기대된다.

그림 12. 글로벌 Top 10 및 국내 타이어 제조업체 시장 점유율



자료: Tyrepress, 자본시장연구회 2팀

II. 기업 분석

1. 기업 개요 및 브랜드 포트폴리오

기업 개요

동사는 2012년 9월 한국타이어월드와이드(현 한국앤컴퍼니)의 타이어 제조업 부문이 인적분할되어 설립되었으며, 국내 업체 중 유일하게 세계 타이어 제조사 중 꾸준히 매출 기준 Top 10에 들며 시장을 선도하고 있다. 현재 연간 약 1억 개 이상의 타이어를 세계 160여 개국에 공급하고 있으며, 40여 개의 글로벌 네트워크와 한국, 미국, 중국, 헝가리 등에 총 8개의 생산거점을 갖추고 있다.

또한, 높은 기술력을 바탕으로 세계 유수의 완성차 제조업체와 신차용 타이어 파트너 공급 계약을 맺고 있으며, 지속적인 연구개발을 통해 전기차용 타이어와 같은 고부가가치 시장에서도 두각을 나타내고 있다.

그림 13. 한국타이어의 주요 신차용 타이어 파트너

자료: 한국타이어앤테크놀로지 AR

브랜드의 전략적 운영

동사는 해외 시장 가격경쟁력을 갖춘 글로벌 브랜드 '라우펜'과 프리미엄 타이어 시장을 겨냥한 대표 브랜드 '한국'으로 나눠서 제품군을 전략적으로 운영하고 있다. 세계 최초의 풀라인업 전기차 전용 타이어 브랜드 'iON', 고성능 및 레이싱용 프리미엄 타이어 제품군인 '벤투스', SUV와 픽업트럭을 위한 '다이나프로', 겨울용 타이어 윈터 시리즈, 경트럭과 밴 차량용 타이어 '밴트라', 대형트럭 및 버스 전용 타이어 '스마트' 등 세분화된 상품 브랜드를 통해 전 세계 다양한 고객들의 니즈를 충족시키고 있다.

그림 14. 한국타이어 브랜드 포트폴리오

BRAND	PC/LT				TBR
	PC/SUV	SUV/PUP	WINTER	COMMERCIAL	
Hankook driving emotion	iON EV exclusive			e-vantra EV exclusive	e-smart EV exclusive
	ventus High Performance	Dynapro SUV & PUP	Winter i*cept Winter Studless	vantra Van & Light Truck	smart Truck & Bus
	Kinergy Balance Performance		Winter i*Pike Winter Studable		
Laufenn	S FIT High Performance	X FIT SUV & PUP	f FIT Winter	X FIT All Season & Weather	LF LZ Regional Haul
	G FIT Balance Performance			f FIT Winter	LR On/Off

자료: 한국타이어앤테크놀로지 AR

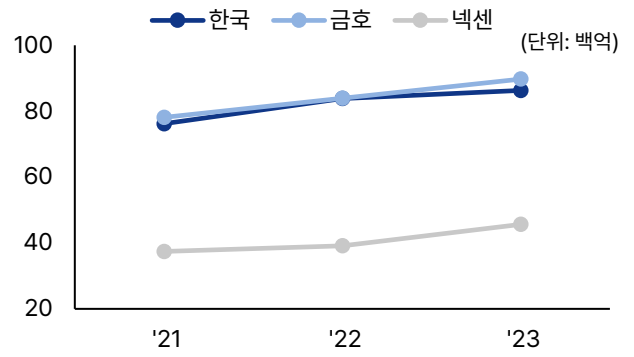
2. 국내 경쟁사 비교

'한국' 타이어의 '한국'시장 되찾기

한국타이어는 해외 시장에서 타 국내 타이어 기업 대비 높은 매출액을 올리며 총매출액 규모 기준 유일무이한 우위를 점하고 있으나, 국내 시장에서는 다소 부진한 모습을 보여왔다.

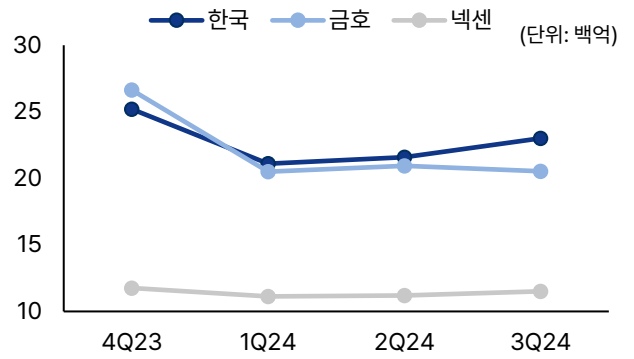
동사는 한국 시장에서 2021-2023 기간동안 타사 대비 낮은 매출액을 기록했다. 국내 승용 타이어의 대표격이라 여겨지는 금호의 TA91모델에 대한 국내 소비자의 꾸준한 수요가 그 원인이었다. 그러나 그 뒤를 쫓던 한국타이어의 대표 승용 모델인 벤투스 S2 AS H462의 가파른 판매 성장세를 필두로, 2022년 출시된 SUV용 모델인 다이나프로 XPX RA43의 최근 수요 확대가 더해져 점차 점유율 반전을 이루는 모양이다. **2023년 4분기 이후 올해 분기별 한국시장 매출액은 모두 한국타이어가 금호타이어를 앞서고 있는 만큼, 2024년도 말 한국 시장 매출액 1위 달성이 유력하다.**

그림 15. 한국시장: 전년도 포함 3개년 매출액 추이



자료: 각 사 IR, 자본시장연구회 2팀

그림 16. 한국시장: 최근 1년 분기별 매출액 추이

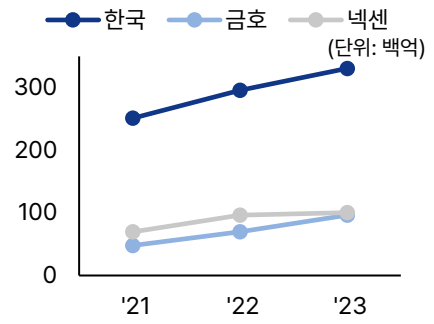


자료: 각 사 IR, 자본시장연구회 2팀

벌어지는 매출 격차

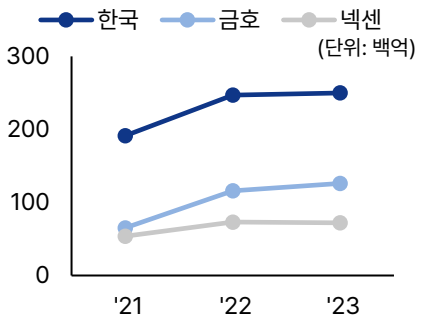
글로벌 시장에서는 동사의 압도적 우위가 지속되고 있다. 국내 시장에서의 작은 격차에도 불구하고 국내 타사 규모의 2배가 넘는 총매출액을 기록할 수 있었던 이유가 바로 이 해외 시장에 있다. 특히, 유럽 시장에서의 2023년 매출액 증가 폭이 눈에 띈다. 2024년 분기별 유럽 매출액 추이도 비슷한 양상이다. 금호와 넥센 모두 이번 3분기 유럽시장 매출액이 직전 분기 대비 하락하였으나, 동사는 꾸준히 상승세를 이어가고 있다. 계절 특화 모델 중심의 안정적 수요 덕분이다. 4분기 윈터 타이어의 수요 극대화가 예상됨에 따라, **유럽 매출 성장을 기반으로 매출 격차는 올해 말 더욱 벌어질 전망이다.**

그림 17. 유럽시장 매출액 추이



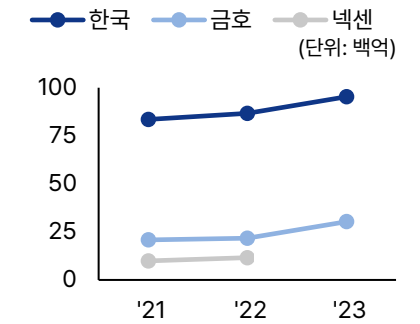
자료: 각 사 IR, 자본시장연구회 2팀

그림 18. 북미시장 매출액 추이



자료: 각 사 IR, 자본시장연구회 2팀

그림 19. 중국시장 매출액 추이 [1)]



자료: 각 사 IR, 자본시장연구회 2팀

1) 넥센타이어의 경우, 2023년 1분기부터 중국 시장에 대한 별도 매출액 공시 없음.

3. 글로벌 시장 경쟁력

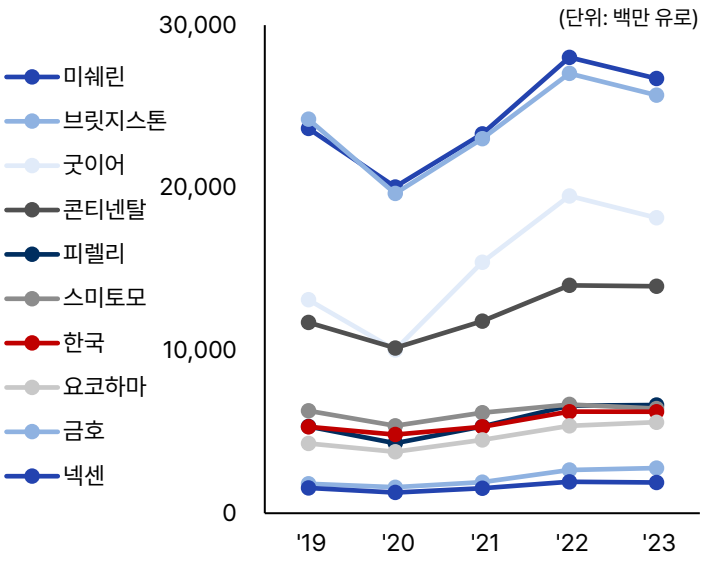
한국을 넘어 세계로

지난해 매출액 기준 글로벌 타이어 브랜드 순위에서 동사는 7위에 이름을 올리고 있다. 반면, 금호는 14위, 넥센은 18위를 기록했다. **국내 3사 중 글로벌 시장에서도 유의미한 점유율을 보이는 제조사는 동사가 유일하다.** 2019-2023 기간동안 6위와 7위 사이에서 변동하며 꾸준히 Top 10 이상의 매출 규모를 유지해 온 만큼, 글로벌 브랜드 사이에서의 경쟁력을 증명하고있다.

글로벌 탑티어를 향한 발돋움

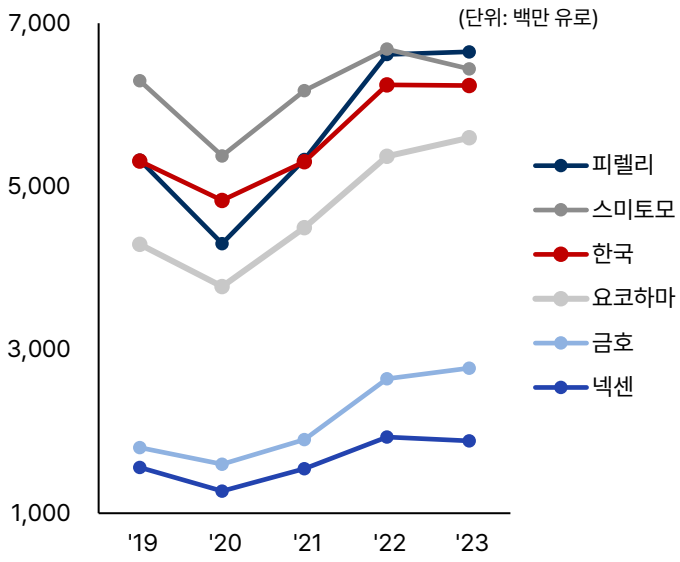
미쉐린과 브릿지스톤, 굿이어와 콘티넨탈의 견고한 Top 4에 이은 '티어 2' 중위권의 경쟁이 치열하다. 5위의 입지를 굳힐 만큼 뚜렷한 두각을 보이는 제조사가 없어 최근 5년간 중위권 내 순위 변동이 잦았다. 2023년 기준 피렐리(5위), 스미토모(6위), 한국타이어(7위)의 매출 차이는 각각 약 2억 유로(한화 약 3000억)으로, 매출액 차이가 크지 않다. 3사의 설비 가동률 또한 모두 약 95%의 높은 수준이므로, 고부가가치 제품의 확대 또는 설비 증설이 점유율에 큰 영향을 미칠 것으로 보인다. 한국타이어의 생산 능력은 현재 약 9,700만본 수준이나, 헝가리와 테네시의 설비 증설이 완료되는 2027년 약 1억 400만본의 생산능력을 갖추게 된다. **따라서 이에 따른 순위 변동이 예상되며, 동사가 5위로 올라설 가능성이 높다.**

그림 20. 글로벌 타이어 브랜드별 판매량 추이



자료: Tyrepress, 자본시장연구회 2팀

그림 21. 국내 3사 + 피렐리, 스미토모 판매량 추이



자료: Tyrepress, 자본시장연구회 2팀

유연한 글로벌 시장수요 대응능력을 통한 균형 잡힌 지역별 매출

동사의 타이어 판매 비중은 지역별 균형을 이루고 있다. 2023년도 기준 동사의 매출액은 한국 10.8%, 중국 18.7%, 북미 23.0%, 유럽 38.8%, APAM 8.7%로 구성되어 있다. 북미와 유럽은 강한 증가세를, 한국은 둔화된 증가세를 보이는 반면, 중국은 일정 수준에서 정체되고 있다.

동사가 이와 같이 다변화된 시장에서 두각을 나타내는 이유로는 **1) 다양한 브랜드 포트폴리오**를 통한 유연한 시장수요 대응능력, **2) 국내 경쟁사 대비 확고한 글로벌 생산 및 판매거점 구축**을 통한 무역장벽 대응 및 운송비 절감으로 꼽을 수 있다.

그림 22. 국가별 손익 영향 요인

구분		시장 변화		동사 대응	
		이슈	영향	전략	결과(전망)
북미	미국	엔데믹 이후 외부 활동 증가	총 차량 주행거리 증가	타이어 수요 확보	타이어 매출 증가
	캐나다	전기차 시장의 본격적인 확대	전기차에 대한 전반적인 수요 증가	아이온 신규 출시에 따른 생산량 증대	
유럽		환경 정책의 변동성	All-weather 상품에 대한 높은 수요	계절 특화 상품 개발 착수 및 판매	타이어 매출 증가
중국		내수 시장의 악화	자동차 구매 심리 위축	고마진 상품 확대	타이어의 질적 성장에 따른 매출 감소세 안정적 방어 성공
신흥국		자동차 시장의 높은 성장 여력	판매량은 증가세이나, 생산량은 소폭 감소세로 인한 시장 불균형	완성차 타이어 생산량 확대	타이어 매출 증가 전망

자료: 자본시장연구회 2팀

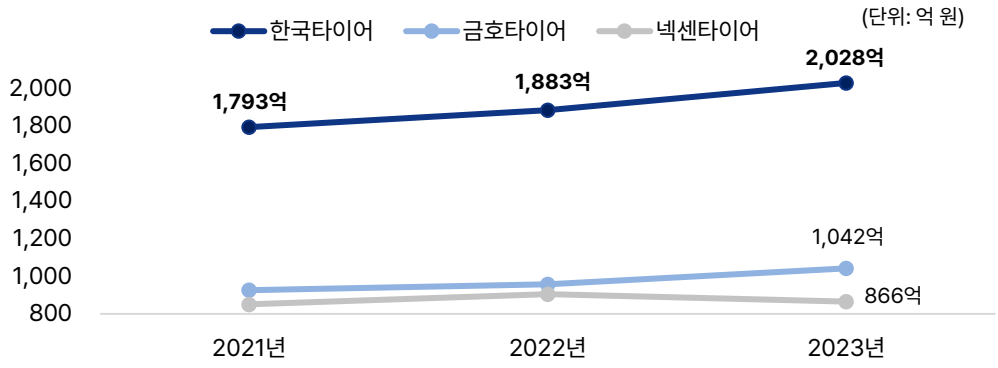
III. 투자포인트

1. 압도적인 기술장벽

경쟁력은 투자에서 나온다

한국타이어의 경쟁력은 타사 대비 압도적으로 많은 연구개발(R&D)에서 비롯된다. 당사는 2023년 기준으로 국내 타이어 3사 중 유일하게 2,000억원 이상의 연구개발비용을 지출했다. 이는 당해 매출액의 약 2.4%를 차지하는 규모로, 매년 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있다**. 타이어 산업은 기술 집약적인 산업으로 선제적인 기술력 확보 및 시장 선점이 중요하다.** 당사는 두 가지 부분에서 모두 우수한 성과를 보여주고 있다.

그림 23. 국내 타이어 3사 연구개발비 지출 규모

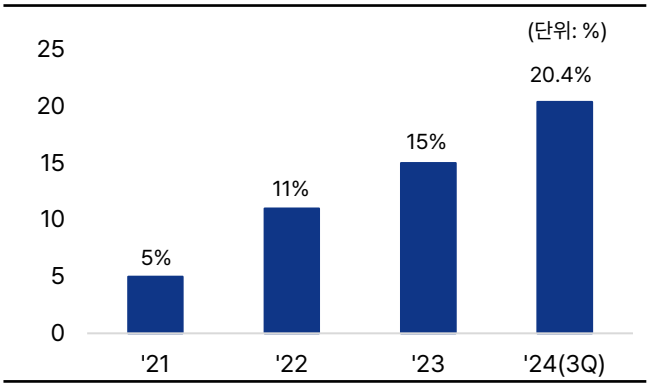


자료: DART 전자공시시스템, 자본시장연구회 2팀

미래 시장 선점에 성공하다

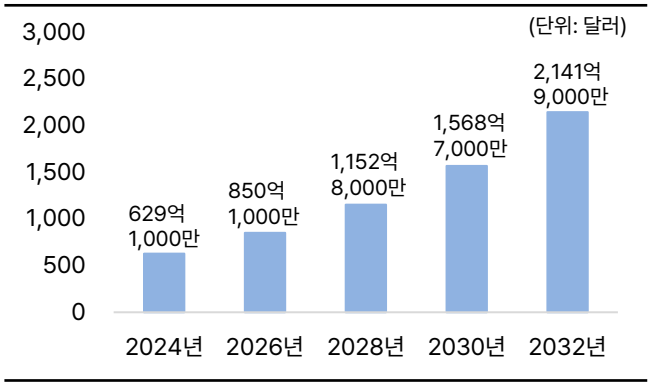
대표적인 사례가 바로 2022년, 세계 최초 풀라인업 전기차 전용 타이어 브랜드 '아이온(iON)'을 출시한 것이다. 2017년부터 기획된 아이온은 설계 단계부터 고성능 전기차를 타깃으로 개발돼 저소음, 낮은 회전저항, 향상된 마일리지 등을 갖춰 현재 전기차 전용 타이어 시장을 선도하고 있다는 평가를 받는다. 전기차 타이어는 일반 타이어에 비해 더 높은 수준의 기술력이 요구되며 그에 따라 단가가 20% 정도 높아 새로운 고부가가치 타이어로 주목받고 있다. 특히 2020년 이후 전기차 시장 규모의 팽창에 따라 교체주기 도래 등으로 2032년에는 약 280조 원 규모로 시장이 성장할 것이라는 예측이 지배적이다. 이런 흐름에 맞춰 한국타이어의 OE 공급 내 전기차 타이어의 비중은 꾸준히 상승하며 당사의 매출 성장세를 견인하고 있다**. 또한 아이온의 OE 공급량이 70% 이상을 기록하며 현재까지 시장 선점에 성공적인 모습을 보여주고 있다.**

그림 24. 신차용(OE) 타이어 공급 내 전기차 타이어 비중



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 자본시장연구회 2팀

그림 25. 글로벌 전기차 타이어 시장 규모 예상

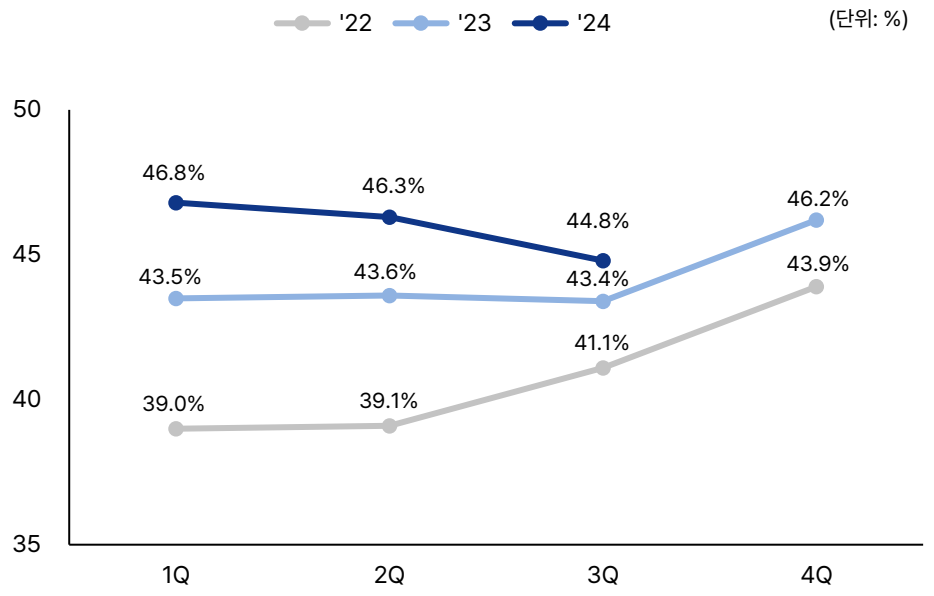


자료: 프레시던스 리서치, 자본시장연구회 2팀

성공적인 믹스 개선

기존 고부가가치 상품인 18인치 이상 고인치 타이어의 판매비중 역시 점차 증가하고 있다. 국내외에서 판매된 타이어 중 18인치 이상의 고인치 타이어 비중은 2019년 32%에서 '22년 43.9% '23년 44%, '24년 2분기 46.3% 등 점차 증가하는 추세를 보이고 있다. 특히 '24년 3분기 기준 중국 시장 매출의 66.5%, 북미 시장 매출의 52.8%를 18인치 이상의 고인치 타이어 매출이 차지하며 고마진 제품을 상대적으로 많이 판매하는 믹스 개선이 성공적으로 이뤄진 모습을 확인할 수 있다. 지난 2022년과 '23년 매출 내 고인치 타이어 판매 비중 목표치였던 41%와 45%를 초과 달성한 한국타이어는 2024년에 49%의 목표치를 설정했으며, 올해 4분기 전년대비 높을 것으로 예상되는 겨울용 타이어 교체 수요 규모 등의 요인으로 충분히 목표치를 달성할 것으로 보인다.

그림 26. PCLT 매출 내 18인치 이상 고인치 타이어 비중



자료: 한국타이어앤테크놀로지 분기보고서, 자본시장연구회 2팀

전 세계적으로 인정받은 기술력

이와 같은 기술력을 바탕으로 동사는 올해 F1, 나스카와 함께 세계 3대 모터스포츠 이벤트로 꼽히는 WRC(월드랠리챔피언십)에 기존 공급처였던 피렐리를 밀어내고 2025년부터 3년동안 타이어 독점 공급 업체로 선정됐다. 이 대회는 눈길과 빙판길 등 극한의 노면조건에서 주행을 하기 때문에 WRC 공식 타이어 공급사 선정은 최고 기술력을 확보했다는 것을 확인하는 증표로 여겨진다. 또한 국제자동차연맹(FIA)이 주관하는 전기차 경주 대회인 FE(포뮬러E)에도 기존 공급 업체였던 미쉐린을 밀어내고 독점 파트너사로 선정되며 탑 티어 제조업체에 밀리지 않는 기술력을 보유하고 있다는 것을 다시금 증명했다. 이에 그치지 않고 동사는 연구개발 혁신을 통해 스마트타이어, 커넥티드카, 마모 최적화 등 미래차 부문에 대한 투자 역시 지속적으로 늘리고 있다.

2. 해외 생산거점이 곧 경쟁력

해외 공장 증설에 따른 매출 증가 기대

한국타이어는 국내 타이어 3사 중에서 해외 매출 비중과 생산 능력이 가장 높다. 또한 글로벌 주요 시장에서도 현지 공장 증설을 통해 CAPA 경쟁력을 강화하고 있다. 연간 약 8,190만 본의 타이어를 생산하는 한국타이어는 연간 6,380만 본을 생산하는 금호타이어와 비교할 때, 약 1.3배 높은 CAPA를 보유하고 있다.

한국타이어는 글로벌 타이어 시장의 핵심 지역인 북미 시장에서 강력한 경쟁력을 확보하고 있다. 현재 테네시 공장에서 연간 약 550만 본의 타이어를 생산하고 있다. 추가로, 두 가지 성장 동력을 보유하고 있는데 2028년 완료 예정인 2단계 증설이 마무리 되면 현재의 두 배에 달하는 1,100만 본의 생산 능력으로 확대될 전망이다. 또한 미국 내 최초의 트럭 및 버스 타이어 생산 설비에 해당하기에 고수익성이 기대되는 수요를 선점할 가능성이 높다. 반면, 금호타이어는 조지아 공장에서 연간 330만 본 수준에 머무르고 있다.

또 다른 핵심 지역인 유럽 시장에서도 우위를 점하고 있다. 현재 헝가리 공장에서 연간 1,730만 본의 타이어를 생산하고 있다. 23년도 7,900억 투자를 통해 공장 증설에 진행 중이며, 이는 버스 및 트럭용 타이어 연간 80만개 생산 능력의 확보로 이어질 계획이다. 또한 유럽 내 확대되는 고인치, 전기차 타이어의 수요에 적극적인 대응이 가능하여, 고마진 제품 판매 증가에 따른 수익성 향상을 기대할 수 있다. 반면 금호타이어는 유럽 내 공장이 부재한 상태이다.

비용 절감 효과로 수익성 확대 전망

주요 시장 내 우수한 생산 능력은 비용 절감 효과도 전망된다. 현지 생산 비중의 확대에 따른 해상 운임료의 절감과 관세율 인상에 대한 방어로 이어지기 때문이다. 매출 확대와 비용 절감을 통해 한국타이어는 안정적인 수익성 속에서 한국 시장 내 1위의 입지를 견조하게 지키고, 글로벌 시장 내 Big 5의 진입도 기대해 볼 수 있을 것이다.

그림 27. CAPA 역량 비교

구분	2024년도		2027년 전망	
	한국타이어	금호타이어	한국타이어	금호타이어
북미	550만	400만	1,250만	400만
유럽	1,730만	-	1,815만	예정
중국	1,390만	1,940만	1,390만	1,940만
한국	3,550만	2,730만	3,550만	2,730만
그 외	970만	1,310만	970만 이상	1,310만
총합	8,190만	6,380만	11,000만	6,380만

자료: 자본시장연구회 2팀

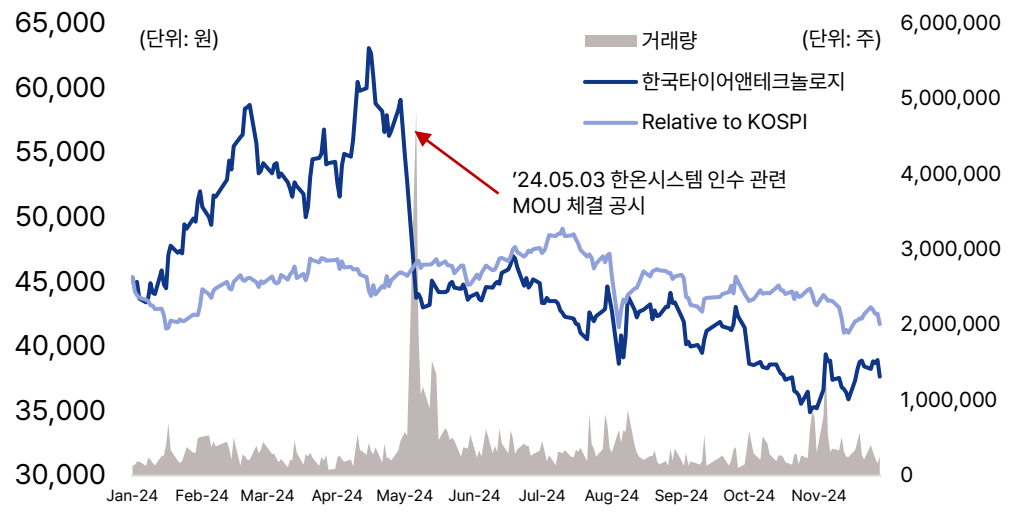
3. 과도한 한온시스템 인수 이슈 부각

불확실성은 희석되고 남은 건 밸류에이션 리레이팅

'24.05.03 한온시스템 인수 관련 MOU 체결 공시 이후 동사의 주가는 익영업일에 -17% 급락하였다. 인수를 위한 동사의 재무적인 여력은 건재하지만, 투자 회수 가능성과 주주환원 대신 M&A를 단행한 것에 대한 투심 악화로 인해 역사적인 밸류에이션 저점에 도달한 상황이다. 이후에도 꾸준히 피인수기업 실적 및 재무상태, 동사와의 시너지에 대한 의문과 인수가액 고평가 이슈로 인해 하락세를 지속해 현재까지 해당 이슈로 인한 밸류에이션 갭을 해소하지 못한 상황이다.

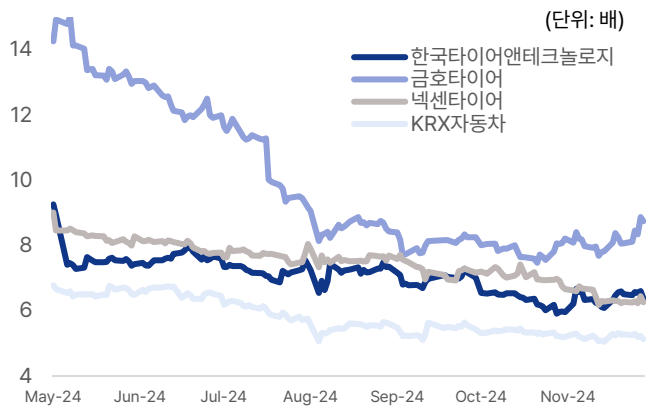
앞으로의 주가 향방은 인수 후 시너지에 대한 의문 해소, 외면했던 주주환원 정책의 귀추에 따라 결정될 것으로 보이며 본서에서는 **1) 동사는 매년 2조 이상의 EBITDA 창출**이 예상됨에 따라 주주환원 정책 또한 강화할 여지가 있다는 점, **2) 한온시스템의 올해 3분기 영업실적도 전분기 대비 +28.3%를 기록하는 등 이익창출능력이 개선**되었고, 업계 내 독보적인 지위(글로벌 2위)를 확보하고 있다는 점, **3) 인수 사가가 본격적으로 마무리 되어 불확실성이 해소**되었다는 점에서 충분히 긍정적인 밸류에이션 리레이팅을 전망하고 있다.

그림 28. 한국타이어앤테크놀로지 주가 추이



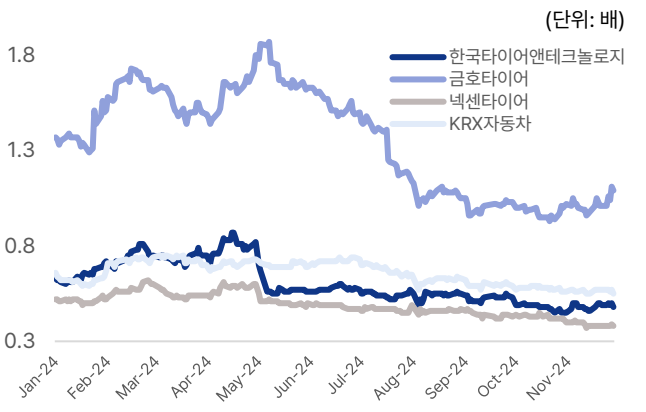
자료: KRX, 자본시장연구회 2팀

그림 29. 한국타이어 및 주요 경쟁사 PER 추이



자료: KRX, 자본시장연구회 2팀

그림 30. 한국타이어 및 주요 경쟁사 PBR 추이



자료: KRX, 자본시장연구회 2팀

IV. 리스크

1. 한온시스템 인수에 대한 불확실성

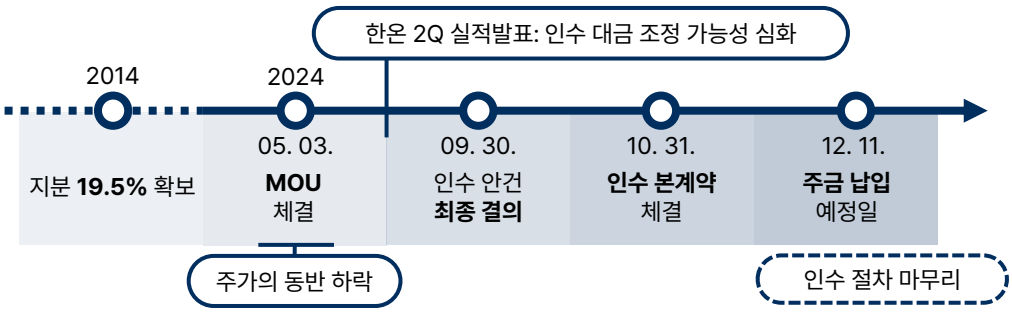
한국 타이어의 새로운 성장 동력

동사는 지난 10월 31일, 세계 2위 자동차용 열 관리 시스템 부품 생산업체 한온시스템의 인수를 확정했다. 목적은 미래 신성장 동력 창출이며, 모기업 한국앤컴퍼니는 인수로 타이어, 배터리에 이어 열관리(공조) 시스템까지 아우르는 모빌리티 포트폴리오를 완성했다.

인수 타임라인

2014년, 동사가 약 1조 8,000억원 규모의 자금을 투자하면서 한온시스템 지분의 19.5%를 확보한 이후, 올해 5월 3일 양사 간 MOU 체결이 공시되어 본격적인 인수가 시작되었다. 공시 당일 동사는 -3.66%, 한온시스템 +10.56%의 등락을 보였으나, 7일 동사 -16.98%, 한온시스템 -13.41%로 큰 폭의 동반 하락을 보였다. 이후 양사의 주가는 하락을 거듭했고, 8월 8일 한온시스템의 2분기 실적 악화 발표 이후 변경된 조건으로 9월 30일 최종 결의되었다. 10월 31일 인수 본계약이 체결되었으며, 신주에 대한 주금 납입 예정일은 12월 11일이다. 동사 상대 제 3자 배정 유상증자 완료 시 동사는 한온시스템 지분의 54.77%를 확보할 예정이며, FRS 등 남은 절차 또한 연내 마무리 목표이다.

그림 31. 인수과정 주요 타임라인



자료: DART, 자본시장연구회 2팀

그림 32. 인수 조건 변경사항

	변경 전		변경 후(확정)	
	비율(규모)	매입가격 (발행가액)	비율(규모)	매입가격 (발행가액)
구주	25%	주당 1만 250원	23%	주당 1만원
신주	3641억	주당 5,605원	6000억	주당 4,139원
총 규모	1조 7,330억		**1조 8,277억**	
지분율	50.53%		**54.77%**	
풋옵션	대상: 한앤컴퍼니의 매각 후 잔여지분 **최대 40%** 행사가격: 주당 **5,200원**, 행사시점: **'27.** 01. 11. – **'27.** 02. 11.			

자료: DART, 자본시장연구회 2팀

불확실성 해소

한온시스템의 실적이 개선되면서 불확실성은 점차 해소될 전망이다. 한온시스템은 올해 2분기 전년 동기대비 -32.8% 감소한 영업이익과 부채비율 274%를 기록했으나, 이번 3분기 실적 발표에서는 영업이익과 전동화 부문 매출이 직전분기 대비 각각 +28.3%, +2% 증가하며 수익성 개선을 보였다. 약 180% 수준으로 감소한 부채비율과 인수에 따른 증자 금액 6천억원 중 2천억원이 차입금 상환에 사용될 예정이라는 점을 고려했을 때, **연결 편입 시 동사에 미칠 재무부담은 점차 완화될 전망이다.**

한앤컴퍼니(전 한온시스템 최대 주주)의 동사에 대한 한온시스템 지분 40% 풋옵션 청구권은 불확실성 증대 요인으로 지적된다. 풋옵션 행사가능 시점은 2027년, 주당 행사가는 5,200원이다. 현재 한온시스템의 주가 수준이 약 4,000원인 점을 감안했을 때, 풋옵션 행사를 피하기 위해서는 약 +30%의 주가 상승이 필요하다. 인수 직후 '빅 배스'에 대한 가능성과 낙관적인 시장 및 실적 전망, 연결 편입 후 시너지는 장기적으로 주가 상승에 대한 방향성을 제시할 수 있겠으나, 본 보고서에서는 현 시점 동사 주가에 반영된 리스크는 내년 연결 편입에 대한 투자자들의 우려가 지배적이라는 종합적 판단 하에 상술한 **단기적 관점에서의 불확실성 해소에 중점을 둔다.**

투심 회복

투심 회복 가능성 또한 제시되고 있다. 한온시스템 인수에 필요한 현금은 1조 8,277억이다. 다소 높은 인수가격이라는 평가에도 불구, 우수한 현금 창출 능력으로 이를 감당할 수 있을 것으로 보인다. 동사의 3분기 기준 기말 현금 및 현금성자산은 직전분기 대비 약 6,800억 증가한 약 2조 5천억원으로, 이 중 순현금은 약 2조원 규모다. 현재 진행중인 테네시와 헝가리 설비투자를 고려해도 2024년 약 6,000-7,000억 상당의 현금 유입이 기대되며, 한온시스템 투자는 기존 보유현금과 향후 영업현금흐름을 우선 활용하겠다는 계획이다.

밸류업과 관련해서는 긍정적으로 검토 중 이라는 의견 외에 구체적인 계획은 밝힌 바가 없기에 20%인 현재 수준의 배당성향 유지가 유력하다. 그러나 현 수준의 배당성향은 결코 낮은 수준이 아니며, 올해 4분기 계절성 기반 윈터타이어 판매량 증가, 미국 반덤핑 관세율 인하 충당금 약 800억의 영업이익 환입 효과 영향으로 전년도 대비 큰 폭의 당기순이익 성장이 기대된다.

인수의 전략적 방향

글로벌 자동차와 자동차 부품 시장의 트렌드는 빨라지는 전동화와 전기차 관련 기술의 성장 가능성 심화다. 또한, OEM은 점차 부품 공급업체에게 일부 부품이 아닌 전체 시스템의 공급을 요구하는 추세다. 따라서 점점 더 많은 부품 업체가 자사의 부품군 내에서 제품 포트폴리오를 완성하기 위한 인수합병을 실행하고 있다. 동사는 2014년 지분 확보 시점부터 현재까지 약 10년간 한온시스템의 가능성을 검증해왔다. 시대가 변해 그 가능성이 증대된 지금, 해당 트렌드 반영에 따라 전기차 열 관리 시스템 기업의 선두를 달리는 한온시스템의 인수는 미래 신성장 동력으로 기능할 것임이 분명하다.

V. Valuation

1. 매출 추정

국가 별 매출 추정

2023년도 사업보고서 기준 동사 매출액의 97.56%는 타이어 제조 부문에서 발생하며, IR 자료 등에서 지역별 매출을 구분하여 공시하고 있는 것을 반영해 지역별 매출 추정치를 합산하여 전체 매출액을 추정하였다. 또한, 타이어 제조 부문 외의 매출은 금액적 유의성이 크지 않고 전체 매출액 추이와 연동되는 흐름을 고려해 별도로 추정하지 않고 기타 지역 매출에 합산하여 반영하였다.

연결 매출액 추정(합산)

(단위 : 십억 원)		2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025F	2026F
매출액		6,883	6,453	7,141	8,394	8,939	2,127	2,318	2,435	2,376	9,256	9,710	10,738
	YoY (%)	*1.3%*	*-6.2%*	*10.7%*	*17.5%*	*6.5%*	*1.1%*	*2.4%*	*4.1%*	*6.5%*	*3.5%*	*4.9%*	*10.6%*
한국		842	792	762	838	863	211	216	230	275	932	978	1,026
	YoY (%)	*-7.6%*	*-5.9%*	*-3.8%*	*10.0%*	*3.0%*	*-0.9%*	*12.5%*	*11.7%*	*9.1%*	*8.0%*	*4.9%*	*4.9%*
중국		767	771	835	866	953	219	211	214	225	869	911	956
	YoY (%)	*-8.3%*	*0.5%*	*8.3%*	*3.7%*	*10.0%*	*2.8%*	*-14.2%*	*-11.2%*	*-11.2%*	*-8.9%*	*4.9%*	*4.9%*
유럽		2,202	2,129	2,512	2,957	3,308	854	935	1,015	919	3,723	3,905	4,097
	YoY (%)	*-4.8%*	*-3.3%*	*18.0%*	*17.7%*	*11.9%*	*10.3%*	*12.7%*	*11.2%*	*16.2%*	*12.5%*	*4.9%*	*4.9%*
북미		1,904	1,656	1,914	2,470	2,499	543	597	633	603	2,376	2,492	3,167
	YoY (%)	*-0.2%*	*-13.0%*	*15.6%*	*29.0%*	*1.2%*	*-10.1%*	*-8.2%*	*-3.2%*	*11.0%*	*-4.9%*	*4.9%*	*27.1%*
기타		1,168	1,105	1,118	1,263	1,316	300	359	343	355	1,357	1,423	1,493
	YoY (%)	*41.2%*	*-5.4%*	*1.2%*	*13.0%*	*4.2%*	*0.0%*	*4.1%*	*5.2%*	*2.8%*	*3.1%*	*4.9%*	*4.9%*

모든 지역의 매출 추정에 사용된 기본 가정은, 1) 윈터 타이어 수요 등 계절적 요인을 반영하여 **'22~'23년 각 지역별 4분기 매출의 QoQ 성장률의 평균을 사용해 4Q24 매출을 추정**하였다. 2) 글로벌 시장 조사기관인 IMARC에서 전망한 **'24~'32년 글로벌 타이어 시장의 CAGR +4.9%를 향후 2년의 매출 추정에 적용**하였다. 다만, 중국과 북미의 경우 시장의 특수성을 고려해 성장률 일부를 조정하였는데,

1) 중국: 중국 내수경기 침체로 인해 '22년 4분기 매출이 큰 폭으로 역성장 (QoQ -11.76%)하였으나, 적극적인 경기 부양책이 실행 중인 현 상황을 고려해 올해 4분기 매출 추정에는 '23년 4분기 매출 성장률인 +4.98%를 적용하였다.

2) 오는 2026년부터 가동 예정인 미국 테네시주 공장의 CAPA 증설로 인해 매출이 큰 폭으로 증가할 것으로 기대됨에 따라 시장 성장률을 통해 추정한 매출액에 P*Q 분석을 통해 추정한 CAPA 증설 효과를 가산하였다.

미국 테네시주 공장 CAPA 증설 효과 ('26~)

요인		조정		비고
P	94,437 원	129%	**121,403 원**	'21~'23 동사의 타이어 평균 단가 CAGR +9% 적용
Q	6,500,000 본	70%	**4,550,000 본**	과거 사례 참고하여 목표 가동률 70% 적용
P*Q			**552,385,652,666 원**	

2. 영업이익 추정

각종 마진 추정

동사는 올해 높아진 원재료비, 운송비 등의 부담에도 불구하고 고마진 제품의 비중 확대로 인한 ASP 상승으로 인해 오히려 높은 매출총이익률과 영업이익률을 보였다. **올해 4분기까지 큰 변동 없이 유사한 마진**을 보일 것으로 판단하여 1~3분기 이익률의 평균치를 적용하였으며, 이후 연도에도 **업계 트렌드 및 동사의 고마진 제품 비중 확대 목표를 고려해 높은 이익률이 지속될 것으로 기대됨**에 따라 '23~'24년 이익률의 평균치를 사용하여 향후 2개년 이익률을 추정하였다.

비용 추정												
(단위 : 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025F	2026F
매출액	6,883	6,453	7,141	8,394	8,939	2,127	2,318	2,435	2,376	9,256	9,710	10,738
YoY (%)	*1.3%*	*-6.2%*	*10.7%*	*17.5%*	*6.5%*	*1.1%*	*2.4%*	*4.1%*	*6.5%*	*3.5%*	*4.9%*	*10.6%*
매출원가	4,961	4,550	5,192	6,296	6,043	1,344	1,484	1,532	1,506	5,865	6,358	7,031
매출총이익	1,922	1,903	1,949	2,099	2,896	783	834	903	870	3,391	3,352	3,706
GPM (%)	*27.92%*	*29.49%*	*27.30%*	*25.00%*	*32.40%*	*36.80%*	*36.00%*	*37.10%*	*36.63%*	*36.64%*	*34.52%*	*34.52%*
판매비와관리비	1,378	1,275	1,307	1,393	1,569	385	415	433	426	1,659	1,720	1,902
영업이익	544	628	642	706	1,327	398	420	470	444	1,732	1,632	1,804
YoY (%)	*-22.62%*	*15.44%*	*9.00%*	*8.40%*	*14.90%*	*18.70%*	*18.10%*	*19.30%*	*18.70%*	*18.71%*	*16.80%*	*16.80%*
OPM (%)	*7.90%*	*9.73%*	*8.99%*	*8.41%*	*14.85%*	*18.70%*	*18.10%*	*19.30%*	*18.70%*	*18.71%*	*16.80%*	*16.80%*

감가상각비 추정

감가상각비의 경우 밸류에이션을 위한 EBITDA 산출 시 가산해야 할 항목이며 금액적 유의성도 크다고 판단하여 별도로 추정하였다.

감가상각비의 경우 올해 1~3분기 매출액 대비 감가상각비 비중의 평균을 적용하여 4분기 감가상각비를 추정하였으며, 해당 비율이 향후 2개년간 지속될 것으로 전망했다. 다만, **미국 테네시주 공장의 증설 완료 시점인 2026년에는 고정자산의 상각기초가액이 늘어날 것으로 예측**되기 때문에 '23년 사업보고서 기준 향후 설비 투자액인 약 1조 3,000억원에 동년도 감가상각률인 4.5%를 곱한 586억을 가산하여 추정하였다.

감가상각비 추정												
(단위 : 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025F	2026F
매출액	6,883	6,453	7,141	8,394	8,940	2,127	2,318	2,435	2,376	9,256	9,710	10,738
감가상각비	**632**	**628**	**592**	**536**	**506**	**123**	**128**	**130**	**132**	**513**	**538**	**654**
% of Sales	*9.18%*	*9.73%*	*8.29%*	*6.39%*	*5.66%*	*5.78%*	*5.52%*	*5.34%*	*5.56%*	*5.54%*	*5.54%*	*6.09%*

추정 손익계산서

추정 연결손익계산서(EBITDA)												
(단위 : 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025F	2026F
매출액	6,883	6,453	7,141	8,394	8,939	2,127	2,318	2,435	2,376	9,256	9,710	10,738
YoY (%)	*1.3%*	*-6.2%*	*10.7%*	*17.5%*	*6.5%*	*1.1%*	*2.4%*	*4.1%*	*6.5%*	*3.5%*	*4.9%*	*10.6%*
한국	842	792	762	838	863	211	216	230	275	932	978	1,026
YoY (%)	*-7.6%*	*-5.9%*	*-3.8%*	*10.0%*	*3.0%*	*-0.9%*	*12.5%*	*11.7%*	*9.1%*	*8.0%*	*4.9%*	*4.9%*
중국	767	771	835	866	953	219	211	214	225	869	911	956
YoY (%)	*-8.3%*	*0.5%*	*8.3%*	*3.7%*	*10.0%*	*2.8%*	*-14.2%*	*-11.2%*	*-11.2%*	*-8.9%*	*4.9%*	*4.9%*
유럽	2,202	2,129	2,512	2,957	3,308	854	935	1,015	919	3,723	3,905	4,097
YoY (%)	*-4.8%*	*-3.3%*	*18.0%*	*17.7%*	*11.9%*	*10.3%*	*12.7%*	*11.2%*	*16.2%*	*12.5%*	*4.9%*	*4.9%*
북미	1,904	1,656	1,914	2,470	2,499	543	597	633	603	2,376	2,492	3,167
YoY (%)	*-0.2%*	*-13.0%*	*15.6%*	*29.0%*	*1.2%*	*-10.1%*	*-8.2%*	*-3.2%*	*11.0%*	*-4.9%*	*4.9%*	*27.1%*
기타	1,168	1,105	1,118	1,263	1,316	300	359	343	355	1,357	1,423	1,493
YoY (%)	*41.2%*	*-5.4%*	*1.2%*	*13.0%*	*4.2%*	*0.0%*	*4.1%*	*5.2%*	*2.8%*	*3.1%*	*4.9%*	*4.9%*
매출원가	4,961	4,550	5,192	6,296	6,043	1,344	1,484	1,532	1,506	5,865	6,358	7,031
매출총이익	1,922	1,903	1,949	2,099	2,896	783	834	903	870	3,391	3,352	3,706
GPM (%)	*27.92%*	*29.49%*	*27.30%*	*25.00%*	*32.40%*	*36.80%*	*36.00%*	*37.10%*	*36.63%*	*36.64%*	*34.52%*	*34.52%*
판매비와관리비	1,378	1,275	1,307	1,393	1,569	385	415	433	426	1,659	1,720	1,902
영업이익	544	628	642	706	1,327	398	420	470	444	1,732	1,632	1,804
YoY (%)	*-22.62%*	*15.44%*	*2.23%*	*9.97%*	*87.96%*	*109.34%*	*69.18%*	*18.68%*	*-9.69%*	*30.49%*	*-5.78%*	*10.59%*
OPM (%)	*7.90%*	*9.73%*	*8.99%*	*8.41%*	*14.85%*	*18.70%*	*18.10%*	*19.30%*	*18.70%*	*18.71%*	*16.80%*	*16.80%*
감가상각비	632	628	592	536	506	123	128	130	132	513	538	654
% of Sales	*9.18%*	*9.73%*	*8.29%*	*6.39%*	*5.66%*	*5.78%*	*5.52%*	*5.34%*	*5.56%*	*5.54%*	*5.54%*	*6.09%*
EBITDA	1,176	1,256	1,234	1,242	1,833	521	548	600	576	2,245	2,170	2,458
EBITDA Margain (%)	*17.1%*	*19.5%*	*17.3%*	*14.8%*	*20.5%*	*24.5%*	*23.6%*	*24.6%*	*24.3%*	*24.2%*	*22.3%*	*22.9%*

3. 목표주가 산출

EV/EBITDA 선정 이유

동사의 목표주가를 산출하기 위한 밸류에이션 기법으로 EV/EBITDA를 선정하였다. 그 이유는 하기와 같다.

1) 동사의 투자포인트 중 하나인 높은 영업이익률을 부각하기 위해 당기순이익 대비 **영업이익에 근접한 EBITDA가 동사의 본질적인 가치를 더욱 충실하게 반영**할 것이라는 점
2) 동사의 **주된 매출액 Driver는 제조업으로, 고정자산의 비중이 높아** 감가상각비 등 비현금성 비용을 제거하는 것이 타당하다는 점
3) 매 사업연도의 **당기순이익에 비경상적인 손익**(관계기업투자손익, 순화폐성자산에대한 손익 등)이 포함되어 있으며, **금액 및 발생 빈도의 합리적인 추정이 불가**하다는 점

EBITDA 추정

동사의 EBITDA는 '24년 영업이익률 고점을 달성한 후 감소할 것으로 보수적으로 추정, 상대적으로 매출액 성장률이 더딘 2025F에 소폭 감소 할 것으로 추정하였다. 다만, 북미 CAPA 증설이 완료됨에 따라 매출액 성장률이 급증하는 2026F에는 다시 큰 폭으로 반등할 것으로 기대된다.

영업이익 및 EBITDA 추정

(단위 : 십억 원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025F	2026F
영업이익	1,327	398	420	470	444	1,732	1,632	1,804
YoY (%)	*87.96%*	*109.34%*	*69.18%*	*18.68%*	*-9.69%*	*30.49%*	*-5.78%*	*10.59%*
OPM (%)	*14.85%*	*18.70%*	*18.10%*	*19.30%*	*18.70%*	*18.71%*	*16.80%*	*16.80%*
감가상각비	506	123	128	130	132	513	538	654
% of Sales	*5.66%*	*5.78%*	*5.52%*	*5.34%*	*5.56%*	*5.54%*	*5.54%*	*6.09%*
EBITDA	1,833	521	548	600	576	2,245	2,170	2,458
YoY (%)	*47.6%*					*22.5%*	*-3.3%*	*13.3%*
EBITDA Margain (%)	*20.5%*	*24.5%*	*23.6%*	*24.6%*	*24.3%*	*24.2%*	*22.3%*	*22.9%*

Target Multiple 추정

동사의 목표주가 산출을 위한 EV/EBITDA Target Multiple은 **글로벌 및 국내 Peer 9개사의 '24.11월 마지막 거래일 종가 기준 EV/EBITDA의 평균치**를 사용하였다. 선정 기준은 Tyre Press에서 집계한 2023년 타이어 제조업체 **매출 순위를 기준으로 동사보다 확실한 우위를 점하고 있는 4개 사**(미쉐린, 브릿지스톤, 굿이어, 콘티넨탈)와 **유사한 매출액 규모를 가진 3개 사**(피렐리, 스미토모, 요코하마), **국내 Peer 2개 사**(금호타이어, 넥센타이어)로 선정하였다. 현재 동사의 EV/EBITDA가 약 1.4배 수준인 반면에 상기 9개 사의 평균 EV/EBITDA는 5.1배로, 동사의 주가는 현저한 저평가 수준에 머물러 있음을 알 수 있다.

Peer Group

회사명	Ticker	EV/EBITDA
Michelin	ML:FP	5.39
Bridgestone	5108:JP	4.4
Goodyear	GT:US	9.19
Continental	CTTAY:US	4.18
Pirelli	PIRC:IM	5.86
Sumitomo Rubber	5110:JP	4.62
Yokohama Rubber	5101:JP	4.02
넥센타이어	002350:KS	4.8
금호타이어	073240:KS	3.67
평균		**5.1**

기업가치 및 목표주가 산출

Valuation Table				
항목	금액	단위		비고
적용 EBITDA	2,245	십억 원	A	2024E
Target EV/EBITDA	5.1	x	B	국내 및 글로벌 Peer 평균
Target Enterprise Value	11,505	십억 원	A*B=V	
Value of Debt	5,653	십억 원	(a)+(b)=VoD	3Q24 분기보고서 기준
한국타이어앤테크놀로지	1,207	십억 원	(a)	
한온시스템	4,446	십억 원	(b)	
현금및현금성자산	3,279	십억 원	(c)+(d)=C	3Q24 분기보고서 기준
한국타이어앤테크놀로지	2,521	십억 원	(c)	
한온시스템	758	십억 원	(d)	
Net Debt	2,374	십억 원	VoD-C=D	
Target Value of Common Stocks	9,131	십억 원	V-D=E	
가중평균유통보통주식수	121,988,753	주	n	당기 중 변동 없음
주당가치	74,849	원	E/n	
목표주가	**74,000**	**원**		100단위 절사

2024E 시점의 EBITDA에 Target EV/EBITDA를 곱하여 산출한 목표 기업가치는 약 11조 5,000억원이며, Net Debt 추정 시 **한온시스템 인수로 인한 투심 훼손과 추후 종속기업으로의 연결 편입을 보수적으로 반영하기 위해 한온시스템의 부채가치와 현금및현금성자산을 가산하였다.** 이를 통해 추정한 목표 보통주 시가총액을 가중평균유통보통주식수로 나눠 산출한 주당가치는 74,849원으로, 100 단위 절사를 적용한 **74,000원을 목표주가로 제시, 현재('24.12.04 종가 기준) 대비 약 91.7%의 상승여력을 지닌 것으로 판단되어 매수 의견 'Strong Buy'를 제시한다.**

Strong Buy		
2024E EBITDA	22,445	억 원
유통주식수	121,988,753	주
Target EV	115,045	억 원
Target EV/EBITDA	5.1	배
목표주가	**74,000**	**원**
현재주가 ('24.12.04 종가)	38,600	원
상승여력	91.7%	

End of Document

감사합니다.

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 "자본시장연구회")에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관계된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, 자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.

CMRC 자본시장연구회

E-mail: hufscmrc.official@gmail.com
Website: www.hufscmrc.com
Instagram: hufs_cmrc