

타이어 업황 회복 부담

Analyst 장문수

02-3787-2639 joseph@hmsec.com

Jr. Analyst 조준우

02-3787-2570 junwoo.cho@hmsec.com

| | | | |
|----------------|-------------------|-------|-------|
| 현재주가 (5/28) | 10,250원 | | |
| 상승여력 | 26.8% | | |
| 시가총액 | 953십억원 | | |
| 발행주식수 | 93,020천주 | | |
| 자본금/액면가 | 47십억원/500원 | | |
| 52주 최고가/최저가 | 17,450원/7,490원 | | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 | | |
| 외국인지분율 | 10.37% | | |
| 주요주주 | 조양래 외 12 인 73.92% | | |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | 4.0 | -16.3 | -29.3 |
| 상대주가(%p) | -0.9 | -18.0 | -26.2 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(20F) | EPS(21F) | T/P |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | 1,176 | 1,508 | 13,000 |
| After | 994 | 1,154 | 13,000 |
| Consensus | 1,260 | 1,593 | 13,250 |
| Cons. 차이 | -21.1% | -27.6% | -1.9% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 코로나19로 한국타이어앤테크놀로지(이하 한국타이어) 실적이 부진하며 주가는 동반 하락했으나 순자산가치 감안 시 저평가
- 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원 유지. 타이어 업황에 동행하는 동사 실적의 특성 상, 타이어 수요 회복이 더딘 점은 부담 요인이거나 하반기 회복 시 주가는 회복할 수 있을 것으로 판단

주요이슈 및 실적전망

- Issue: 타이어 업황 부진에서 회복될 수 있을까?
 - 1) 타이어 투입원가 하락으로 마진 개선 기대감이 있으나 한국 타이어 산업의 특성상 높은 가동을 하에서의 영업 레버리지로 차별화된 수익성을 감안할 때 전방 수요 부진에 따른 고정비 부담이 더 크며 낮아진 원재료가 투입되는 시차 또한 과거대비 길어져 4Q20부터 반영 전망
 - 2) 결국 전방 수요의 회복이 관건. OEM과 부품사와 달리 타이어는 전방 수요의 2/3을 RE에 의존하고 있으며 안정적인 볼륨 증가로 업종 내 방어주 역할. 코로나19로 인한 경제활동 중단으로 가정에 없었던 RE 수요 감소가 현실화 되며 가동을 하락 혹은 비탄력적 회복은 부담

- Key Takeaways: 한국타이어 실적 회복과 동반 상승 전망

- 1) 기업가치의 대부분을 차지하는 한국타이어의 낮아진 이익 레벨로 지분법 손익이 감소. 단, 코로나19로 인한 부진이 하반기 이후 완만히 회복됨을 가정 시 주가는 동반 회복 가능할 전망
- 2) 한국아트라스비엑스 투입원가 하락은 긍정적이나 볼륨 감소로 인한 고정비 부담. 하반기 수요 회복에 따른 동반 회복 기대

주가전망 및 Valuation

- 당사는 타이어 업황 회복은 자동차 신차 수요대비 비탄력적일 것으로 판단. 신차 구매를 촉진하는 각국 정부의 부양책이 발표될수록 교체(RE) 수요보다 신차(OE) 수요가 탄력적일 수 있어 완성차나 부품업체대비 회복 탄력성이 떨어질 수 있기 때문
- 다만 4Q20 이후 타이어 수요가 신차 수요에 후행하며 회복을 보이고 낮아진 투입원가가 반영되며 수익성이 회복되는 모습을 보일 것으로 전망함에 따라 한국테크놀로지그룹도 동반 회복할 것으로 전망

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2018 | 848 | 211 | 207 | 238 | 2,226 | -11.2 | 7.5 | 0.5 | 5.8 | 6.8 | 1.8 |
| 2019 | 848 | 171 | 151 | 201 | 1,627 | -26.9 | 8.9 | 0.4 | 6.1 | 4.7 | 2.4 |
| 2020F | 796 | 111 | 92 | 228 | 994 | -38.9 | 10.3 | 0.3 | 3.9 | 2.8 | 3.8 |
| 2021F | 827 | 129 | 107 | 248 | 1,154 | 16.2 | 8.9 | 0.3 | 3.5 | 3.2 | 4.3 |
| 2022F | 868 | 143 | 118 | 265 | 1,268 | 9.8 | 8.1 | 0.3 | 3.3 | 3.4 | 4.8 |

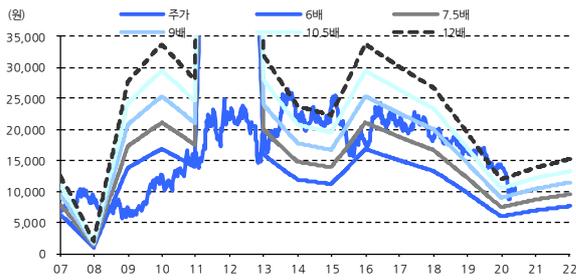
* K-IFRS 연결 기준

<표1> 한국테크놀로지그룹 목표주가 산정

| (단위: 십억원) | 지분율(%) | 가치 | 비고 |
|---------------------|--------|----------------|---------------------------------|
| 사회사 지분가치 (A) | | 772.0 | 할인율 30% 가정 |
| 한국타이어 | 30.7 | 785.3 | 기준 주가 (2020.05.28) |
| 아트라스BX | 74.9 | 307.4 | 기준 주가 (2020.05.28) |
| 엠프론티어 | 40.0 | 10.1 | 기준 (2019_4A) |
| 순현금 (B) | | 209.6 | 기준 (2019_4A) |
| 영업가치 (C) | | 296.7 | 상표권, 기타수익 가치(g=1%, WACC=15% 가정) |
| 계 (A+B+C) | | 1,278.2 | |
| 발행주식수(천주) | | 91,695.1 | 자사주 제외 |
| 목표주가 (원) | | 13,000 | |
| 전일종가 (원) | | 10,250 | |
| Upside Potential(%) | | 26.8% | |
| 투자의견 | | BUY | |

자료: 한국테크놀로지그룹, 현대차증권

<그림1> 한국테크놀로지그룹 P/E 밴드



자료: 한국테크놀로지그룹, 현대차증권

<그림2> 한국테크놀로지그룹 P/B 밴드



자료: 한국테크놀로지그룹, 현대차증권

<표2> 한국테크놀로지그룹 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20P | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2019 | 2020F | 2021F |
|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 210.2 | 199.1 | 229.0 | 209.2 | 195.1 | 180.3 | 186.8 | 233.6 | 847.6 | 795.9 | 826.6 |
| 영업이익 | 46.4 | 37.6 | 67.8 | 19.1 | 33.8 | 12.2 | 25.8 | 38.7 | 170.9 | 110.5 | 129.4 |
| 세전이익 | 50.5 | 41.2 | 86.8 | 18.3 | 36.0 | 14.9 | 28.2 | 41.8 | 196.7 | 120.9 | 140.6 |
| 지배순이익 | 39.2 | 24.5 | 75.6 | 12.0 | 28.6 | 12.0 | 22.7 | 29.1 | 151.3 | 92.4 | 107.4 |
| 영업이익률 | 22.1 | 18.9 | 29.6 | 9.1 | 17.3 | 6.8 | 13.8 | 16.6 | 20.2 | 13.9 | 15.7 |
| 세전이익률 | 24.0 | 20.7 | 37.9 | 8.7 | 18.4 | 8.3 | 15.1 | 17.9 | 23.2 | 15.2 | 17.0 |
| 순이익률 | 18.6 | 12.3 | 33.0 | 5.8 | 14.7 | 6.7 | 12.2 | 12.4 | 17.9 | 11.6 | 13.0 |
| % yoy | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 3.2 | (11.0) | 18.0 | (7.5) | (7.2) | (9.5) | (18.4) | 11.7 | (0.0) | (6.1) | 3.9 |
| 영업이익 | (14.7) | (42.1) | 42.8 | (57.3) | (27.1) | (67.5) | (62.0) | 102.6 | (19.2) | (35.3) | 17.1 |
| 세전이익 | (11.2) | (38.8) | 76.1 | (62.1) | (28.7) | (63.9) | (67.4) | 128.4 | (11.3) | (38.6) | 16.3 |
| 지배순이익 | (17.4) | (55.3) | 84.1 | (81.1) | (26.9) | (51.1) | (69.9) | 141.5 | (26.9) | (38.9) | 16.2 |
| % qoq | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | (7.1) | (5.3) | 15.0 | (8.7) | (6.7) | (7.6) | 3.6 | 25.1 | - | - | - |
| 영업이익 | 3.8 | (19.1) | 80.6 | (71.8) | 77.0 | (63.9) | 111.0 | 50.1 | - | - | - |
| 세전이익 | 4.6 | (18.3) | 110.6 | (78.9) | 96.7 | (58.6) | 89.6 | 47.9 | - | - | - |
| 지배순이익 | (38.6) | (37.3) | 207.9 | (84.1) | 137.8 | (58.1) | 89.6 | 27.9 | - | - | - |

자료: 한국테크놀로지그룹, 현대차증권

| (단위:십억원) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 848 | 848 | 796 | 827 | 868 |
| 증가율 (%) | 2.8 | 0.0 | -6.1 | 3.9 | 5.0 |
| 매출원가 | 564 | 588 | 475 | 479 | 497 |
| 매출원가율 (%) | 66.5 | 69.3 | 59.7 | 57.9 | 57.3 |
| 매출총이익 | 284 | 259 | 321 | 347 | 371 |
| 매출이익률 (%) | 33.5 | 30.5 | 40.3 | 42.0 | 42.7 |
| 증가율 (%) | -4.4 | -8.8 | 23.9 | 8.1 | 6.9 |
| 판매관리비 | 73 | 88 | 211 | 218 | 228 |
| 판매비율 (%) | 8.6 | 10.4 | 26.5 | 26.4 | 26.3 |
| EBITDA | 238 | 201 | 228 | 248 | 265 |
| EBITDA 이익률 (%) | 28.1 | 23.7 | 28.6 | 30.0 | 30.5 |
| 증가율 (%) | 6.3 | -15.5 | 13.4 | 8.8 | 6.9 |
| 영업이익 | 211 | 171 | 111 | 129 | 143 |
| 영업이익률 (%) | 24.9 | 20.2 | 13.9 | 15.6 | 16.5 |
| 증가율 (%) | 6.0 | -19.0 | -35.1 | 16.2 | 10.9 |
| 영업외손익 | 10 | 25 | 11 | 11 | 12 |
| 금융수익 | 12 | 14 | 26 | 25 | 26 |
| 금융비용 | 6 | 9 | 9 | 8 | 8 |
| 기타영업외손익 | 4 | 20 | -6 | -6 | -6 |
| 중속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 222 | 197 | 121 | 141 | 154 |
| 세전계속사업이익률 | 26.2 | 23.2 | 15.2 | 17.0 | 17.7 |
| 증가율 (%) | -18.7 | -11.3 | -38.6 | 16.5 | 9.2 |
| 법인세비용 | 3 | 33 | 21 | 24 | 26 |
| 계속사업이익 | 218 | 163 | 100 | 117 | 128 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 218 | 163 | 100 | 117 | 128 |
| 당기순이익률 (%) | 25.7 | 19.2 | 12.6 | 14.1 | 14.7 |
| 증가율 (%) | -10.3 | -25.2 | -38.7 | 17.0 | 9.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 207 | 151 | 92 | 107 | 118 |
| 비지배주주지분 순이익 | 11 | 12 | 8 | 9 | 10 |
| 기타포괄이익 | -10 | 8 | -14 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 209 | 171 | 87 | 117 | 128 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 재무상태표 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 유동자산 | 590 | 524 | 556 | 574 | 607 |
| 현금성자산 | 198 | 103 | 94 | 109 | 125 |
| 단기투자자산 | 105 | 132 | 133 | 134 | 135 |
| 매출채권 | 152 | 129 | 149 | 151 | 160 |
| 채고자산 | 85 | 98 | 117 | 118 | 125 |
| 기타유동자산 | 10 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 비유동자산 | 2,908 | 3,083 | 3,144 | 3,209 | 3,276 |
| 유형자산 | 158 | 252 | 227 | 209 | 193 |
| 무형자산 | 24 | 19 | 16 | 17 | 18 |
| 투자자산 | 2,690 | 2,777 | 2,867 | 2,949 | 3,031 |
| 기타비유동자산 | 36 | 35 | 34 | 34 | 34 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 3,499 | 3,607 | 3,700 | 3,784 | 3,883 |
| 유동부채 | 197 | 135 | 163 | 165 | 171 |
| 단기차입금 | 86 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 매입채무 | 45 | 12 | 31 | 32 | 34 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 2 | 3 | 3 |
| 기타유동부채 | 66 | 60 | 67 | 67 | 71 |
| 비유동부채 | 66 | 93 | 104 | 106 | 112 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 66 | 80 | 90 | 91 | 96 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 263 | 229 | 267 | 271 | 283 |
| 지배주주지분 | 3,149 | 3,281 | 3,327 | 3,398 | 3,475 |
| 자본금 | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 자본잉여금 | 1,292 | 1,292 | 1,292 | 1,292 | 1,292 |
| 자본조정 등 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 |
| 기타포괄이익누계액 | -63 | -55 | -69 | -69 | -69 |
| 이익잉여금 | 1,884 | 2,009 | 2,069 | 2,140 | 2,216 |
| 비지배주주지분 | 87 | 98 | 106 | 115 | 125 |
| 자본총계 | 3,236 | 3,379 | 3,433 | 3,513 | 3,600 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 61 | 95 | 215 | 235 | 246 |
| 당기순이익 | 218 | 163 | 100 | 117 | 128 |
| 유형자산 상각비 | 18 | 22 | 105 | 105 | 107 |
| 무형자산 상각비 | 9 | 8 | 13 | 14 | 15 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -61 | -28 | -4 | -1 | -5 |
| 기타 | -123 | -70 | 1 | 0 | 1 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -2 | -134 | -194 | -185 | -190 |
| 투자자산의 감소(증가) | -101 | -80 | -101 | -83 | -81 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 11 | 11 | 11 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -21 | -99 | -91 | -97 | -103 |
| 기타 | 120 | 45 | -13 | -16 | -17 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 10 | -56 | -29 | -35 | -40 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 13 | 1 | 1 | 1 |
| 사채의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | -5 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -28 | -28 | -32 | -37 | -41 |
| 기타 | 43 | -41 | 2 | 1 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 69 | -95 | -9 | 15 | 16 |
| 기초현금 | 129 | 198 | 103 | 94 | 109 |
| 기말현금 | 198 | 103 | 94 | 109 | 125 |

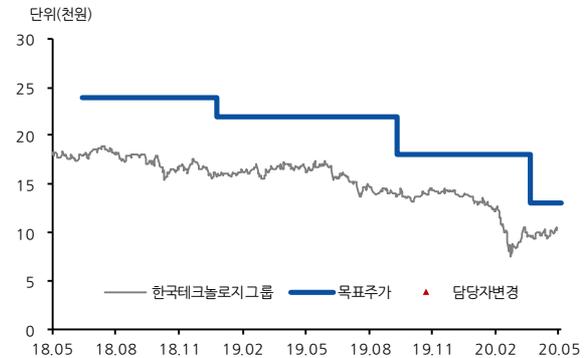
| (단위:원, 배, %) | | | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주요투자지표 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| EPS(당기순이익 기준) | 2,347 | 1,755 | 1,078 | 1,255 | 1,378 |
| EPS(지배순이익 기준) | 2,226 | 1,627 | 994 | 1,154 | 1,268 |
| BPS(자본총계 기준) | 34,787 | 36,321 | 36,907 | 37,767 | 38,702 |
| BPS(지배지분 기준) | 33,857 | 35,269 | 35,771 | 36,531 | 37,355 |
| DPS | 300 | 350 | 400 | 450 | 500 |
| P/E(당기순이익 기준) | 7.1 | 8.2 | 9.5 | 8.2 | 7.4 |
| P/E(지배순이익 기준) | 7.5 | 8.9 | 10.3 | 8.9 | 8.1 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(Reported) | 5.8 | 6.1 | 3.9 | 3.5 | 3.3 |
| 배당수익률 | 1.8 | 2.4 | 3.8 | 4.3 | 4.8 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -10.0 | -25.2 | -38.6 | 16.3 | 9.8 |
| EPS(지배순이익 기준) | -11.2 | -26.9 | -38.9 | 16.2 | 9.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 6.9 | 4.9 | 2.9 | 3.4 | 3.6 |
| ROE(지배순이익 기준) | 6.8 | 4.7 | 2.8 | 3.2 | 3.4 |
| ROA | 6.4 | 4.6 | 2.7 | 3.1 | 3.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 8.1 | 6.8 | 7.8 | 7.7 | 7.9 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 129.4 | 53.2 | 40.0 | 45.4 | 49.1 |

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|----------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2018.07.11 | BUY | 24,000 | -27.35 | -21.04 |
| 2019.01.11 | AFTER 6M | 24,000 | -34.27 | -32.71 |
| 2019.01.22 | BUY | 22,000 | -25.22 | -20.68 |
| 2019.07.22 | AFTER 6M | 22,000 | -33.40 | -26.59 |
| 2019.10.11 | BUY | 18,000 | -29.03 | -18.89 |
| 2020.04.11 | AFTER 6M | 18,000 | -45.38 | -44.17 |
| 2020.04.20 | BUY | 13,000 | -23.96 | -19.23 |
| 2020.05.29 | BUY | 13,000 | | |

▶ 최근 2년간 한국테크놀로지그룹 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|------|-------|
| 매수 | 142건 | 89.9% |
| 보유 | 16건 | 10.1% |
| 매도 | 0건 | 0% |

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.