

한국타이어월드와이드 (000240)

한쪽이 하락하니 다른 한쪽이 상승하네

적정 시가총액 2.0조원으로 30% 상승 여력

한국타이어월드와이드(5월 8일부터 사명을 한국테크놀로지그룹으로 변경)에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 2.2만원을 유지한다. 실적이 부진한 한국타이어(사명을 한국타이어엔테크놀로지로 변경)에 대한 지분가치를 하향했으나, 실적이 호조를 보이고 있는 아트라스BX(사명을 한국아트라스비엑스로 변경)에 대한 지분가치는 상향했기 때문이다. 목표주가는 Sum of The Parts 방식을 사용했는데, 한국타이어/아트라스BX 등에 대한 지분가치(30% 할인)로 1.6조원과 로열티/용역 가치 2,500억원, 그리고 순현금가치(50% 할인) 1,300억원을 합산한 2.01조원으로 계산한다. 이는 현재 시가총액 1.56조원 대비 30% 상승여력이 있음을 의미한다. 기대 배당수익률은 1.8%이다.

한국타이어: P/B 0.64배의 낮은 Valuation

한국타이어(지분 30.3%)는 한국타이어월드와이드의 적정 기업가치 중 77% 비중을 차지한다. 1분기 매출액/영업이익은 +2%/-24% (YoY) 변동한 1,64조원/1,401억원(영업이익률 8.5%, -3.0%p (YoY))을 기록했다. 물량/판가/환율이 각각 2%/1%/0% (YoY) 감소하면서 부정적이었지만, 해외 연결 자회사 인수 효과(+5%)로 외형은 성장했다. 지역 별로는 북미/기타 매출액이 6%/72% (YoY) 증가했고, 한국/아시아/유럽 매출액은 각각 4%/14%/12% (YoY) 감소했다. 영업이익은 24% (YoY) 감소했는데, 수익성 좋은 유럽 RE와 글로벌 OE 판매가 감소하면서 부정적 Mix 영향이 컸다. 실적 부진이 아쉽지만, 그동안 실적에 부정적 영향이 컸던 미국 테네시 공장이 월 BEP를 통과했다는 점은 긍정적이다. 현재 주가를 기준 P/B 0.64배로 최근 6년간 가장 낮고, 글로벌 동종업체들(P/B 0.7배~1.5배) 중에서도 가장 낮은 Valuation을 기록하고 있어 추가적인 하락 보다는 시간조정을 거치면서 시장수요 회복을 기다릴 것으로 전망한다.

아트라스BX: 실적 호조로 주가 상승

아트라스BX(지분율 74.9% 보유)는 한국타이어월드와이드의 적정 기업가치 중 16% 비중을 차지하는 자회사이다. 1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 9%/75% 증가한 1,652억원/194억원(영업이익률 11.7%, +4.4%p (YoY))을 기록했다. 한국/중동 매출액이 20%/14% (YoY) 감소했지만, 비중이 큰 북미/유럽/대양주 매출액이 각각 24%/12%/32% (YoY) 증가하면서 외형 성장에 기여했다. 물량/판가/LME원가는 각각 +3%/-4%/-19% (YoY) 변동했는데, 물량 증가와 함께 판가-원가 Spread 확대로 매출총이익률이 +3.8%p (YoY), -1.1%p (QoQ) 변동했다. 원재로 가격하락에 따른 수혜가 컸다. 현재 주가를 기준으로 약 3,600억원 규모의 자사주(전체 주식의 58%)를 보유하고 있고, 순현금성 자산은 약 900억원이다. 실적호조와 주주행동주의에 대한 기대감으로 최근 주가가 30% 상승했다. 단순 순자산 가치 기준으로는 P/B 1.9배로 보이지만, 자사주를 조정한 실질 순자산가치를 기준으로는 P/B 0.9배 수준의 Valuation을 기록 중이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 22,000원 | CP(5월 15일): 16,800원

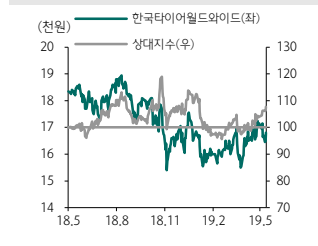
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,092.78
52주 최고/최저(원)	18,950/15,400
시가총액(십억원)	1,562.7
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	93,020.2
60일 평균 거래량(천주)	61.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.0
19년 배당금(예상, 원)	300
19년 배당수익률(예상, %)	1.79
외국인지분율(%)	10.23
주요주주 지분율(%)	
조양래 외 12 인	73.92
국민연금	7.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.2 2.4 (7.9)
상대	8.5 2.2 8.1

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	899.0	931.0
영업이익(십억원)	247.0	267.0
순이익(십억원)	227.0	248.0
EPS(원)	2,333	2,548
BPS(원)	36,414	38,639

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	824.8	848.0	880.4	921.7	949.3
영업이익	십억원	199.3	211.5	210.3	225.7	232.4
세전이익	십억원	272.7	221.6	225.1	245.2	256.3
순이익	십억원	233.1	207.1	190.0	206.9	216.3
EPS	원	2,506	2,226	2,043	2,224	2,326
증감률	%	(10.9)	(11.2)	(8.2)	8.9	4.6
PER	배	7.54	7.46	8.22	7.55	7.22
PBR	배	0.59	0.49	0.47	0.44	0.42
EV/EBITDA	배	7.09	6.02	5.12	4.24	3.52
ROE	%	8.05	6.75	5.86	6.03	5.99
BPS	원	32,205	33,976	36,019	37,947	39,977
DPS	원	300	300	300	300	300



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한국타이어월드와이드 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F
매출액	204	224	194	226	210	225	202	242	690	825	848	880
매출원가	132	141	129	162	144	147	132	166	346	528	564	589
매출총이익	72	83	65	64	66	78	70	76	344	297	284	291
판매비	18	18	17	20	19	20	20	22	82	98	73	81
영업이익	54	65	48	45	46	59	51	55	262	199	211	210
세전이익	57	67	49	48	50	62	53	59	302	273	222	225
지배순이익	47	55	41	64	40	52	45	52	262	233	207	190
Margin												
매출총이익률	35.4	36.9	33.4	28.5	31.3	34.8	34.9	31.5	49.8	36.0	33.5	33.1
영업이익률	26.7	29.0	24.5	19.8	22.1	26.0	25.1	22.5	37.9	24.2	24.9	23.9
세전이익률	27.9	30.1	25.4	21.3	24.0	27.5	26.3	24.5	43.8	33.1	26.1	25.6
지배순이익률	23.3	24.5	21.2	28.2	19.2	23.2	22.2	21.6	37.9	28.3	24.4	21.6
YoY												
매출액	4	10	(12)	10	3	1	4	7		20	3	4
영업이익	7	11	(18)	38	(15)	(10)	7	22		(24)	6	(1)
세전이익	13	8	(19)	(51)	(11)	(8)	8	23		(10)	(19)	2
지배순이익	9	9	(17)	(29)	(15)	(5)	10	(18)		(11)	(11)	(8)

자료: 한국타이어월드와이드, 하나금융투자

표 2. 한국타이어 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F
매출액	1,609	1,705	1,755	1,725	1,642	1,750	1,802	1,791	6,622	6,813	6,795	6,985
한국	197	227	232	255	190	226	231	255	1,131	984	911	901
아시아	209	225	210	192	180	200	204	206	857	903	836	789
북미	446	471	506	486	471	495	530	488	1,873	1,920	1,909	1,984
유럽	596	591	625	501	524	543	613	542	1,977	2,200	2,313	2,221
기타	161	191	182	291	277	287	225	300	784	806	826	1,090
매출원가	1,112	1,158	1,219	1,203	1,163	1,208	1,257	1,205	4,045	4,492	4,691	4,833
매출원가율	69.1%	67.9%	69.5%	69.7%	70.8%	69.0%	69.8%	67.3%	61.1%	65.9%	69.0%	69.2%
원재료 투입단가 (\$)	1,717	1,728	1,729	1,726	1,708	1,693	1,700	1,717	1,489	1,735	1,725	1,705
천연고무	1,652	1,582	1,516	1,467	1,413	1,455	1,460	1,465	1,371	1,815	1,554	1,448
합성고무	2,030	2,038	2,062	1,988	1,957	1,850	1,900	1,950	1,855	2,190	2,030	1,914
판매비	313	362	349	378	339	366	373	404	1,474	1,527	1,401	1,483
판매비율	19.4%	21.3%	19.9%	21.9%	20.6%	20.9%	20.7%	22.6%	22.3%	22.4%	20.6%	21.2%
영업이익	185	185	188	145	140	176	172	182	1,103	793	703	669
영업이익률	11.5%	10.9%	10.7%	8.4%	8.5%	10.1%	9.5%	10.1%	16.7%	11.6%	10.3%	9.6%
세전이익	185	226	163	124	159	174	161	175	1,092	743	698	668
세전이익률	11.5%	13.2%	9.3%	7.2%	9.7%	9.9%	8.9%	9.8%	16.5%	10.9%	10.3%	9.6%
순이익	154	171	133	73	108	132	122	133	879	606	530	495
순이익률	9.5%	10.0%	7.6%	4.2%	6.6%	7.6%	6.8%	7.4%	13.3%	8.9%	7.8%	7.1%
지배주주순이익	153	167	131	71	106	130	120	131	873	599	522	487

자료: 한국타이어, 하나금융투자

표 3. 아트라스BX의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
매출액	143	148	165	173	151	165	143	192	165
매출원가	125	122	135	143	130	138	122	156	136
매출총이익	19	26	30	30	21	27	21	37	30
판매비	10	11	12	12	10	10	9	12	10
영업이익	9	16	18	18	11	17	11	25	19
세전이익	6	17	19	15	11	19	11	24	20
순이익	5	13	14	11	8	15	9	18	15
Margin									
매출총이익률	13.1	17.7	18.2	17.5	14.2	16.2	14.5	19.0	17.9
영업이익률	6.3	10.5	11.1	10.4	7.3	10.3	7.9	12.8	11.7
세전이익률	4.5	11.8	11.2	8.4	7.6	11.8	7.6	12.5	12.1
순이익률	3.4	8.7	8.3	6.4	5.5	9.0	6.1	9.4	9.1
YoY									
매출액	8	15	27	6	6	12	(13)	11	9
영업이익	(54)	(6)	80	1	23	10	(38)	37	75
세전이익	(68)	1	118	(36)	78	12	(42)	65	74
순이익	(68)	3	113	(33)	72	16	(36)	63	79
Key Data									
물량 (천대)	3,324	3,296	3,735	3,747	3,326	3,428	3,415	3,326	3,428
평가 (원)	44,541	43,770	43,910	46,222	47,906	47,715	47,545	47,465	45,915
LME 원가 (\$)	2,278	2,221	2,259	2,317	2,523	2,456	2,337	2,242	2,036
YoY									
물량					0	4	(9)	(11)	3
평가	0	1	4	9	8	9	8	3	(4)
LME 원가	31	28	27	24	11	11	3	(3)	(19)

자료: 아트라스BX, 하나금융투자

표 4. 한국타이어월드와이드 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
지분 가치	한국타이어	30%	1,877	한국타이어 적정 시가총액 6.2조원 기준 아트라스BX 시가총액 6,150억원 기준 장부가 기준
	아트라스BX	75%	461	
	엠프론티어	40%	10	
	합산		2,347	
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		1,643	
로열티/용역 등 가치			250	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
순현금	순현금/금융자산		261	현금+장기매도가능금융자산-차입금
	할인율		50%	
	할인 후 지분가치		130	
적정 시가총액			2,023	
주식수 (천주)			93,020	
적정 주가 (원)			21,753	
현재 주가 (원)			16,800	
상승 여력			29%	

자료: 한국타이어월드와이드, 하나금융투자

추정 재무제표

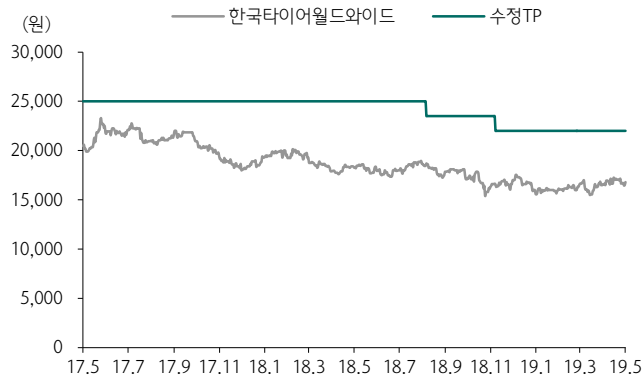
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	824.8	848.0	880.4	921.7	949.3
매출원가	527.9	563.8	589.2	612.8	631.2
매출총이익	296.9	284.2	291.2	308.9	318.1
판매비	97.6	72.6	80.9	83.3	85.8
영업이익	199.3	211.5	210.3	225.7	232.4
금융손익	16.0	5.8	10.4	14.3	17.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	57.3	4.4	4.5	5.2	6.0
세전이익	272.7	221.6	225.1	245.2	256.3
법인세	30.1	3.3	24.8	27.0	28.2
계속사업이익	242.5	218.4	200.4	218.2	228.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	242.5	218.4	200.4	218.2	228.1
비지배주주지분순이익	9.4	11.3	10.4	11.3	11.8
지배주주순이익	233.1	207.1	190.0	206.9	216.3
지배주주지분포괄이익	208.7	196.9	189.0	205.8	215.2
NOPAT	177.3	208.3	187.2	200.8	206.9
EBITDA	224.4	238.2	237.1	252.3	259.1
성장성(%)					
매출액증가율	19.5	2.8	3.8	4.7	3.0
NOPAT증가율	(24.1)	17.5	(10.1)	7.3	3.0
EBITDA증가율	(19.8)	6.1	(0.5)	6.4	2.7
영업이익증가율	(23.8)	6.1	(0.6)	7.3	3.0
(지배주주)순이익증가율	(10.9)	(11.2)	(8.3)	8.9	4.5
EPS증가율	(10.9)	(11.2)	(8.2)	8.9	4.6
수익성(%)					
매출총이익률	36.0	33.5	33.1	33.5	33.5
EBITDA이익률	27.2	28.1	26.9	27.4	27.3
영업이익률	24.2	24.9	23.9	24.5	24.5
계속사업이익률	29.4	25.8	22.8	23.7	24.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,506	2,226	2,043	2,224	2,326
BPS	32,205	33,976	36,019	37,947	39,977
CFPS	1,216	1,408	1,127	1,234	1,238
EBITDAPS	2,413	2,561	2,548	2,713	2,785
SPS	8,867	9,116	9,464	9,909	10,206
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	7.5	7.5	8.2	7.6	7.2
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	15.5	11.8	14.9	13.6	13.6
EV/EBITDA	7.1	6.0	5.1	4.2	3.5
PSR	2.1	1.8	1.8	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	8.1	6.8	5.9	6.0	6.0
ROA	7.3	6.1	5.3	5.4	5.4
ROIC	57.5	59.1	49.4	55.9	56.5
부채비율	8.4	8.1	7.8	7.6	7.3
순부채비율	(7.9)	(6.1)	(12.9)	(16.6)	(20.1)
이자보상배율(배)	356.7	129.4	101.6	109.0	112.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	495.4	590.4	796.4	965.4	1,143.6
금융자산	290.8	283.3	530.8	687.3	857.2
현금성자산	129.5	198.3	445.0	600.6	769.6
매출채권 등	153.9	155.8	160.8	168.3	173.4
재고자산	46.0	84.8	67.9	71.1	73.3
기타유동자산	4.7	66.5	36.9	38.7	39.7
비유동자산	2,820.7	2,908.2	2,908.2	2,935.0	2,962.2
투자자산	2,600.9	2,690.4	2,690.6	2,717.6	2,744.9
금융자산	49.6	14.0	14.3	14.6	14.9
유형자산	158.9	158.4	158.2	158.0	157.9
무형자산	30.7	24.5	24.4	24.4	24.4
기타비유동자산	30.2	34.9	35.0	35.0	35.0
자산총계	3,316.1	3,498.6	3,704.6	3,900.5	4,105.8
유동부채	164.3	196.9	202.2	206.8	209.9
금융부채	50.0	86.4	86.4	86.4	86.4
매입채무 등	91.7	90.4	94.5	99.0	101.9
기타유동부채	22.6	20.1	21.3	21.4	21.6
비유동부채	92.1	65.8	66.6	67.5	69.5
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	92.1	65.8	66.6	67.5	69.5
부채총계	256.4	262.7	268.8	274.3	279.4
지배주주지분	2,984.7	3,149.4	3,339.4	3,518.8	3,707.6
자본금	46.5	46.5	46.5	46.5	46.5
자본잉여금	1,296.9	1,292.2	1,292.2	1,292.2	1,292.2
자본조정	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
기타포괄이익누계액	(50.3)	(62.5)	(62.5)	(62.5)	(62.5)
이익잉여금	1,702.6	1,884.3	2,074.3	2,253.7	2,442.5
비지배주주지분	75.0	86.5	96.5	107.4	118.8
자본총계	3,059.7	3,235.9	3,435.9	3,626.2	3,826.4
순금융부채	(240.8)	(197.0)	(444.5)	(601.0)	(770.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	122.9	60.9	150.1	108.2	114.8
당기순이익	242.5	218.4	200.4	218.2	228.1
조정	(131.5)	(96.8)	(97.8)	(103.1)	(110.1)
감가상각비	25.1	26.8	26.7	26.7	26.7
외환거래손익	3.1	0.4	1.6	2.5	1.1
지분법손익	(117.0)	(117.3)	(123.2)	(129.4)	(135.8)
기타	(42.7)	(6.7)	(2.9)	(2.9)	(2.1)
영업활동자산부채변동	11.9	(60.7)	47.5	(6.9)	(3.2)
투자활동 현금흐름	(212.9)	(1.7)	(26.5)	(54.2)	(54.0)
투자자산감소(증가)	(455.7)	(89.4)	(0.6)	(27.4)	(27.7)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(21.1)	(18.0)	(18.0)	(18.0)
기타	265.9	108.8	(7.9)	(8.8)	(8.3)
재무활동 현금흐름	(6.0)	9.6	0.0	(27.5)	(27.5)
금융부채증가(감소)	20.4	36.4	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	(4.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.4	5.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	(27.8)	(27.9)	0.0	(27.5)	(27.5)
현금의 증감	(96.2)	68.9	246.6	155.6	168.9
Unlevered CFO	113.1	130.9	104.9	114.8	115.1
Free Cash Flow	99.7	39.6	132.1	90.2	96.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국타이어월드와이드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.22	BUY	22,000		
18.8.21	BUY	23,500	-26.00%	-20.85%
17.5.23	BUY	25,000	-21.38%	-6.80%
16.11.15	BUY	26,000	-21.08%	-13.85%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.5%	7.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트()는 2019년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.