



2020년 5월 26일 | Equity Research

한국테크놀로지그룹 (000240)

2분기를 바닥으로 하반기 지분가치 회복

NAV 대비 40% 이상 할인. 자회사 지분가치도 하반기 회복

한국테크놀로지그룹에 대한 투자자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표 주가는 자회사 지분가치 하락을 반영하여 기존 2.2만원에서 신규 1.4만원으로 하향한다. 목표 시가총액은 Sum of the Parts 방식을 적용했는데, 자회사에 대한 지분가치(적정 시가총액에 30% 할인) 10,300억원과 로열티/용역 가치 2,500억원, 순현금 가치(50% 할인) 600억원을 합산한 1.34조원을 적용하였다. 독자 사업이 없는 순수 지주회사로서 기업가치의 상당부분이 자회사의 지분가치와 자회사로부터의 현금유입에 의존한다는 점이 한계이지만, 지분/현금 가치를 30~50% 할인 적용한 NAV 대비로도 여전히 40% 이상 할인되어 있다는 점과 주요 자회사의 지분가치가 2분기를 바닥으로 하반기 회복될 것이라는 점 등이 매수의 근거이다. 기대 배당수익률은 3.5%이다(전년 주당 배당금 350원 유지 가정).

한국타이어앤테크놀로지: 실적 2분기 바닥. P/B 0.3배 대의 Valuation

한국타이어앤테크놀로지(지분 30.7%)는 한국테크놀로지그룹의 적정 기업가치에서 약 78%의 비중을 차지한다. 1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 13%/25% 감소한 1,44조원/1,059억원(영업이익률 7.4%, -1.2%p (YoY))을 기록했다. 판가/환율 효과가 각각 +0.2%/+2.4% (YoY) 기여했지만, 코로나19의 창궐로 대부분의 지역에서 OE/RE 모두 부진하면서 판매물량이 13.4% (YoY) 감소하면서 외형 축소를 이끌었다. 반면, 고인치 타이어의 판매비중은 지속적으로 확대되면서 1분기 18인치 이상의 비중은 2.7%p (YoY) 상승한 33.7%(vs. 2019년/2018년 연간 각각 32.0%/28.3%)를 기록했다. 영업이익률은 1.2%p (YoY) 하락했는데, 외형 축소로 인한 고정비 부담을 원재료 투입단가 하락(-10% (YoY))이 일부 상쇄했다. 2분기 실적도 1분기 대비 부진하여 단기 모멘텀이 작지만, 실적 측면에서 2분기가 바닥일 것으로 보이는 바, P/B 0.3배 대의 낮은 Valuation을 두고 주가는 반등할 것으로 예상된다.

한국아트라스비엑스: 하반기 실적 개선 가능

한국아트라스비엑스(지분 74.9%)는 한국테크놀로지그룹의 적정 기업가치에서 약 17%의 비중을 차지한다. 1분기 매출액/영업이익은 6%/32% (YoY) 감소한 1,546억원/132억원(영업이익률 8.5%, -3.2%p (YoY))을 기록했다. 한국/대양주/기타 지역 매출액이 24%/11%/9% (YoY) 증가했지만, 매출 비중이 63%/17%/12%를 기록하고 있는 북미/유럽/중동 지역 매출액이 3%/19%/43% (YoY) 감소하면서 전체 외형 축소를 이끌었다. 물량/판가/LME 원가는 각각 -11%/+10%/-9% (YoY) 변동했는데, 원가 하락보다 물량 감소에 따른 가동률 하락이 커서 매출총이익률은 0.8%p (YoY) 하락한 17.1%를 기록했다. 현재 590억원의 순현금과 함께 2,500억원 상당의 자사주(전체 주식의 58%)를 보유하고 있다(vs. 현재 시가총액 4,259억원). 하반기 전방 산업이 회복됨에 따라 한국아트라스비엑스의 실적도 개선될 여지가 있고, 자사주를 조정할 실질 순자산 기준으로 Valuation도 저평가되어 있어 한국테크놀로지그룹의 지분가치도 상승할 것으로 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 14,000원(하향) | CP(5월 25일): 10,050원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,994.60
52주 최고/최저(원)	17,450/7,490
시가총액(십억원)	934.9
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	93,020.2
60일 평균 거래량(천주)	130.5
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
20년 배당금(예상, 원)	350
20년 배당수익률(예상, %)	3.48
외국인지분율(%)	10.41
주요주주 지분율(%)	
조양래 외 12인	73.92
국민연금공단	7.74
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.8 (30.2) (40.5)
상대	1.1 (25.7) (39.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	766.6	822.4
영업이익(십억원)	145.6	180.2
순이익(십억원)	135.3	165.3
EPS(원)	1,341	1,651
BPS(원)	36,768	38,112

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	848.0	847.6	740.1	806.5	838.7
영업이익	십억원	211.5	170.9	117.5	160.2	167.6
세전이익	십억원	221.6	196.7	120.3	167.8	178.4
순이익	십억원	207.1	151.3	94.7	132.2	140.5
EPS	원	2,226	1,627	1,019	1,421	1,511
증감률	%	(11.2)	(26.9)	(37.4)	39.5	6.3
PER	배	7.46	8.85	9.87	7.07	6.65
PBR	배	0.49	0.41	0.28	0.27	0.26
EV/EBITDA	배	5.76	6.10	5.11	3.61	3.08
ROE	%	6.75	4.71	2.86	3.90	4.02
BPS	원	33,976	35,388	36,062	37,138	38,304
DPS	원	300	350	350	350	350



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

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

표 1. 한국테크놀로지그룹의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
매출액	210	199	229	209	195	146	189	210	825	848	848	740
매출원가	144	140	139	165	138	102	127	161	528	564	588	528
매출총이익	66	59	90	44	57	44	62	49	297	284	259	212
판관비	19	22	22	25	23	22	24	25	98	73	88	95
영업이익	46	38	68	19	34	22	38	24	199	211	171	117
세전이익	50	41	87	18	36	24	38	23	273	222	197	120
지배순이익	39	25	76	12	29	19	30	18	233	207	151	95
Margin												
매출총이익률	31.3	29.9	39.3	21.0	29.4	30.1	32.8	23.2	36.0	33.5	30.6	28.6
영업이익률	22.1	18.9	29.6	9.1	17.3	15.3	19.9	11.3	24.2	24.9	20.2	15.9
세전이익률	24.0	20.7	37.9	8.7	18.4	16.3	19.9	10.9	33.1	26.1	23.2	16.3
지배순이익률	18.6	12.3	33.0	5.8	14.7	12.9	15.7	8.4	28.3	24.4	17.9	12.8
YoY												
매출액	3	(11)	18	(8)	(7)	(27)	(18)	0	20	3	0	(13)
영업이익	(15)	(42)	43	(57)	(27)	(40)	(45)	24	(24)	6	(19)	(31)
세전이익	(11)	(39)	76	(62)	(29)	(42)	(57)	25	(10)	(19)	(11)	(39)
지배순이익	(17)	(55)	84	(81)	(27)	(23)	(61)	46	(11)	(11)	(27)	(37)

자료: 한국테크놀로지 그룹, 하나금융투자

표 2. 한국타이어앤테크놀로지의 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,642	1,742	1,833	1,665	1,436	1,303	1,714	1,707	6,795	6,883	6,160	6,703
한국	190	205	211	236	175	211	215	241	911	842	842	851
아시아	180	188	191	208	119	160	195	216	836	767	690	752
북미	471	458	511	464	387	321	465	473	1,909	1,904	1,646	1,827
유럽	524	574	626	478	491	402	570	488	2,313	2,202	1,950	2,145
기타	277	317	294	279	264	210	269	289	826	1,168	1,032	1,129
매출원가	1,163	1,252	1,344	1,203	1,033	920	1,300	1,208	4,691	4,961	4,462	4,728
매출원가율	70.8%	71.9%	73.3%	72.2%	72.0%	70.6%	75.9%	70.8%	69.0%	72.1%	72.4%	70.5%
원재료 투입단가 (\$)	1,708	1,634	1,637	1,634	1,540	1,499	1,488	1,497	1,725	1,653	1,506	1,548
천연고무	1,413	1,406	1,578	1,575	1,434	1,493	1,480	1,470	1,554	1,493	1,469	1,500
합성고무	1,957	1,864	1,800	1,798	1,736	1,624	1,620	1,650	2,030	1,855	1,658	1,750
판관비	339	383	311	345	297	314	290	340	1,401	1,378	1,241	1,354
판관비율	20.6%	22.0%	17.0%	20.7%	20.7%	24.1%	17.0%	19.9%	20.6%	20.0%	20.1%	20.2%
영업이익	141	106	180	117	106	69	123	159	703	544	457	621
영업이익률	8.6%	6.1%	9.8%	7.0%	7.4%	5.3%	7.2%	9.3%	10.3%	7.9%	7.4%	9.3%
세전이익	159	131	220	80	182	83	134	112	698	590	512	719
세전이익률	9.7%	7.5%	12.0%	4.8%	12.7%	6.4%	7.8%	6.6%	10.3%	8.6%	8.3%	10.7%
순이익	123	95	181	30	138	63	102	85	530	430	389	546
순이익률	7.5%	5.5%	9.9%	1.8%	9.6%	4.8%	5.9%	5.0%	7.8%	6.2%	6.3%	8.2%
지배주주순이익	121	90	179	29	136	62	100	84	522	423	383	538

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나금융투자

표 3. 한국아트라스비엑스의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
매출액	151	165	143	192	165	155	153	174	155
매출원가	130	138	122	156	136	127	126	147	128
매출총이익	21	27	21	37	30	28	28	27	26
판관비	10	10	9	12	10	11	11	15	13
영업이익	11	17	11	25	19	17	16	12	13
세전이익	11	19	11	24	20	19	17	12	15
순이익	8	15	9	18	15	15	13	11	11
Margin									
매출총이익률	14.2	16.2	14.5	19.0	17.9	18.2	18.0	15.5	17.1
영업이익률	7.3	10.3	7.9	12.8	11.7	11.1	10.6	6.8	8.5
세전이익률	7.6	11.8	7.6	12.5	12.1	11.9	11.0	7.0	9.4
순이익률	5.5	9.0	6.1	9.4	9.1	9.5	8.1	6.3	7.0
YoY									
매출액	6	12	(13)	11	9	(6)	7	(9)	(6)
영업이익	23	10	(38)	37	75	1	43	(52)	(32)
세전이익	78	12	(42)	65	74	(5)	57	(49)	(27)
순이익	72	16	(36)	63	79	(1)	43	(39)	(28)
Key Data									
물량 (천대)	3,326	3,428	3,415	3,754	3,552	3,316	3,217	4,020	3,146
판가 (원)	47,906	47,715	47,545	47,465	45,915	46,250	46,595	47,252	50,326
LME 원가 (\$)	2,523	2,456	2,337	2,242	2,036	1,962	1,984	2,000	1,847
YoY									
물량	0	4	(9)	0	7	(3)	(6)	7	(11)
판가	8	9	8	3	(4)	(3)	(2)	0	10
LME 원가	11	11	3	(3)	(19)	(20)	(15)	(11)	(9)

자료: 한국아트라스비엑스, 하나금융투자

표 4. 한국테크놀로지그룹의 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
지분 가치	한국타이어앤테크놀로지	31%	1,142	한국타이어 적정 시가총액 3.7조원 기준 아트라스BX 시가총액 4,260억원 기준 장부가 기준
	한국아트라스비엑스	75%	319	
	한국네트웍스	40%	10	
	합산		1,472	
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		1,030	
로열티/용역 등 가치			250	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
순현금	순현금/금융자산		121	현금+장기매도가능금융자산-차입금
	할인율		50%	
	할인 후 지분가치		60	
적정 시가총액			1,340	
주식수 (천주)			93,020	
적정 주가 (원)			14,411	
현재 주가 (원)			10,050	
상승 여력			43%	

자료: 한국테크놀로지그룹, 하나금융투자

추정 재무제표

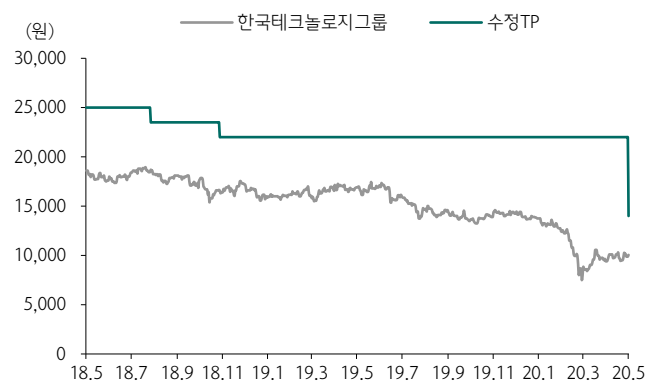
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	848.0	847.6	740.1	806.5	838.7
매출원가	563.8	588.4	528.1	548.1	570.0
매출총이익	284.2	259.2	212.0	258.4	268.7
판매비	72.6	88.4	94.5	98.2	101.1
영업이익	211.5	170.9	117.5	160.2	167.6
금융손익	5.8	5.5	(4.0)	(3.6)	1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.4	20.3	6.8	11.2	9.3
세전이익	221.6	196.7	120.3	167.8	178.4
법인세	3.3	33.4	18.0	25.2	26.8
계속사업이익	218.4	163.3	102.2	142.7	151.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	218.4	163.3	102.2	142.7	151.6
비지배주주지분순이익	11.3	12.0	7.5	10.4	11.1
지배주주순이익	207.1	151.3	94.7	132.2	140.5
지배주주지분포괄이익	196.9	159.0	94.8	132.3	140.7
NOPAT	208.3	141.8	99.8	136.1	142.4
EBITDA	238.2	201.3	147.7	190.2	197.4
성장성(%)					
매출액증가율	2.8	(0.0)	(12.7)	9.0	4.0
NOPAT증가율	17.5	(31.9)	(29.6)	36.4	4.6
EBITDA증가율	6.1	(15.5)	(26.6)	28.8	3.8
영업이익증가율	6.1	(19.2)	(31.2)	36.3	4.6
(지배주주)순이익증가율	(11.2)	(26.9)	(37.4)	39.6	6.3
EPS증가율	(11.2)	(26.9)	(37.4)	39.5	6.3
수익성(%)					
매출총이익률	33.5	30.6	28.6	32.0	32.0
EBITDA이익률	28.1	23.7	20.0	23.6	23.5
영업이익률	24.9	20.2	15.9	19.9	20.0
계속사업이익률	25.8	19.3	13.8	17.7	18.1
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,226	1,627	1,019	1,421	1,511
BPS	33,976	35,388	36,062	37,138	38,304
CFPS	1,408	1,443	1,557	2,053	2,166
EBITDAPS	2,561	2,164	1,588	2,044	2,122
SPS	9,116	9,112	7,956	8,670	9,017
DPS	300	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	7.5	8.9	9.9	7.1	6.7
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	11.8	10.0	6.5	4.9	4.6
EV/EBITDA	5.8	6.1	5.1	3.6	3.1
PSR	1.8	1.6	1.3	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	6.8	4.7	2.9	3.9	4.0
ROA	6.1	4.3	2.6	3.5	3.6
ROIC	64.7	35.5	22.7	31.9	32.7
부채비율	8.1	6.8	6.8	6.9	6.9
순부채비율	(8.0)	(6.2)	(8.3)	(10.2)	(12.3)
이자보상배율(배)	129.4	53.2	39.1	53.3	55.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	590.4	524.4	573.5	670.4	768.9
금융자산	343.8	285.5	361.5	439.4	528.6
현금성자산	198.3	103.0	177.8	254.3	342.2
매출채권 등	155.8	132.5	125.8	137.1	142.6
재고자산	84.8	98.3	79.9	87.1	90.6
기타유동자산	6.0	8.1	6.3	6.8	7.1
비유동자산	2,908.2	3,082.7	3,108.6	3,135.0	3,161.8
투자자산	2,690.4	2,777.3	2,804.9	2,832.8	2,860.9
금융자산	14.0	1.3	1.3	1.4	1.4
유형자산	158.4	252.5	250.6	248.9	247.5
무형자산	24.5	18.9	19.1	19.2	19.3
기타비유동자산	34.9	34.0	34.0	34.1	34.1
자산총계	3,498.6	3,607.1	3,682.1	3,805.3	3,930.7
유동부채	196.9	135.1	142.8	148.7	151.6
금융부채	86.4	62.9	62.9	62.9	62.9
매입채무 등	90.4	54.8	63.4	69.1	71.9
기타유동부채	20.1	17.4	16.5	16.7	16.8
비유동부채	65.8	93.4	91.0	98.0	101.4
금융부채	0.0	13.0	13.0	13.0	13.0
기타비유동부채	65.8	80.4	78.0	85.0	88.4
부채총계	262.7	228.5	233.8	246.7	253.0
지배주주지분	3,149.4	3,280.8	3,343.4	3,443.5	3,551.9
자본금	46.5	46.5	46.5	46.5	46.5
자본잉여금	1,292.2	1,292.1	1,292.1	1,292.1	1,292.1
자본조정	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
기타포괄이익누계액	(62.5)	(55.4)	(55.4)	(55.4)	(55.4)
이익잉여금	1,884.3	2,008.6	2,071.3	2,171.4	2,279.8
비지배주주지분	86.5	97.8	104.9	115.0	125.7
자본총계	3,235.9	3,378.6	3,448.3	3,558.5	3,677.6
순금융부채	(257.5)	(209.6)	(285.7)	(363.5)	(452.7)
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	60.9	94.8	173.3	174.0	186.1
당기순이익	218.4	163.3	102.2	142.7	151.6
조정	(96.8)	(40.5)	38.9	37.4	37.4
감가상각비	26.8	30.4	30.2	30.0	29.8
외환거래손익	0.4	0.1	13.3	12.0	12.5
지분법손익	(117.3)	(77.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(6.7)	6.8	(4.6)	(4.6)	(4.9)
영업활동자산부채변동	(60.7)	(28.0)	32.2	(6.1)	(2.9)
투자활동 현금흐름	(1.7)	(134.0)	(66.3)	(65.3)	(65.8)
투자자산감소(증가)	(89.4)	(86.9)	(28.0)	(28.3)	(28.5)
유형자산감소(증가)	(21.1)	(99.4)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	108.8	52.3	(18.3)	(17.0)	(17.3)
재무활동 현금흐름	9.6	(56.0)	(32.1)	(32.1)	(32.1)
금융부채증가(감소)	36.4	(10.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(4.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	5.8	(17.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(27.9)	(27.9)	(32.1)	(32.1)	(32.1)
현금의 증감	68.9	(95.3)	74.7	76.4	88.1
Unlevered CFO	130.9	134.3	144.8	191.0	201.5
Free Cash Flow	39.6	(4.5)	153.3	154.0	166.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국테크놀로지그룹



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.26	BUY	14,000		
18.11.22	BUY	22,000	-34.19%	-20.23%
18.8.21	BUY	23,500	-26.00%	-20.85%
18.5.16	BUY	25,000	-27.43%	-24.20%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 05월 26일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.