

# 한국타이어월드와이드 (000240)

## 매력적인 가격대. 신규 진입의 기회

### 자회사 지분가치는 하반기로 갈수록 상승

한국타이어월드와이드에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 2.5만원 을 유지한다. 적정 기업가치의 83%/11% 비중을 차지하는 한국타이어/아트라스BX에 대한 지분가치는 각 사의 실적은 하반기로 갈수록 개선되면서 동반 상승할 것이다. 현재와 같이 악재만 반영하고 있는 주가에서는 적극적인 신규 진입의 기회로 삼아야 한다. 한국타이어월드와이드의 적정 기업가치는 자회사들에 대한 지분가치(30% 할인 적용한 1.9조원)와 로열티/순현금 가치(0.4조원)을 합산한 2.3조원으로 평가하고, 현재 주가는 35% 할인된 상태이다. 기대 배당수익률은 1.6%이다.

### 한국타이어: 미국 공장 가동을 상승으로 하반기 증익 전환

한국타이어(지분 30%)는 한국타이어월드와이드 적정 기업가치 중 83% 비중을 차지하면서 절대적이다. 한국타이어의 1분기 실적은 예상보다 적은 물량으로 외형이 축소되면서 기대치를 하회했다. 하지만, 판가-원가 Spread가 유지되면서 영업이익률은 예상 수준이었다. 2017년 2분기/3분기에 단행되었던 가격인상이 2018년 온기 내내 반영되고, 주요 원재료의 투입원가는 안정화된 상태라 당분간 Spread는 긍정적일 것이다. 최근 몇 분기 동안 이익률 하락의 주범이었던 미국 테네시 공장은 가동을 상승으로 적자가 축소될 것이고, 3분기에 BEP 달성이 기대된다. 내수 RE 시장의 가격경쟁도 경쟁업체의 피인수로 가격경쟁이 완화될 수 있다. 결론적으로, 하반기에는 확대된 Spread와 미국공장 적자축소를 기반으로 연결 실적이 증익 국면으로 전환될 것이다.

### 아트라스BX: 원가 상승으로 판가도 상승

아트라스BX(지분 31%)는 한국타이어월드와이드 적정 기업가치 중 약 11% 비중이다. 아트라스BX의 1분기 실적은 내수/유럽/중동 지역의 부진에도 불구하고, 북미/아프리카 지역의 호조로 전년 동기 대비 개선되었다. 물량은 전년 동기수준이었지만, 원재료인 납 가격이 2017년 1분기부터 상승(1Q18 +11% (YoY))하면서 4분기 이후 판가로 전가시키고 있기 때문이다. 2018년 1분기 판가는 전년 동기대비 8% 상승했다. 다만, 전분기 대비 판가/LME원가 상승률은 각각 4%/9%로 단기 Spread는 하락했다. 외형이 상승하면서 매출총이익률/영업이익률인 1.1%p/1.0%p (YoY) 상승했다. 막대한 자사주(시가 기준 2,500억원)를 보유하고 있고, 자사주 매입으로 줄었던 현금성 자산도 꾸준한 이익 창출을 기반으로 증가했다. 다만, 2018년 신규 투자로 558억원이 책정되어 있어 단기적으로 Capex 소요는 증가한다.

### Earnings Review

## BUY

TP(12M): 25,000원 | CP(5월 16일): 18,300원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,459.82
52주 최고/최저(원)	23,300/17,600
시가총액(십억원)	1,702.3
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	93,020.2
60일 평균 거래량(천주)	73.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
18년 배당금(예상, 원)	300
18년 배당수익률(예상, %)	1.64
외국인지분율(%)	9.61
주요주주 지분율(%)	
조양래 외 12인	73.92
국민연금	7.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.9 (4.4) (11.2)
상대	1.9 (1.5) (17.1)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	690.0	824.8	892.4	928.7	956.5
영업이익	십억원	261.6	199.3	242.8	259.9	267.7
세전이익	십억원	301.9	209.1	250.3	271.1	282.8
순이익	십억원	261.5	169.5	214.0	231.8	241.8
EPS	원	2,812	1,823	2,300	2,491	2,600
증감률	%	N/A	(35.17)	26.17	8.30	4.38
PER	배	7.38	10.37	7.93	7.32	7.02
PBR	배	0.69	0.60	0.54	0.51	0.48
EV/EBITDA	배	5.34	7.09	5.18	4.25	3.51
ROE	%	9.33	5.92	7.10	7.22	7.07
BPS	원	30,257	31,522	33,526	35,718	38,018
DPS	원	300	300	300	300	300



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하

02-3771-7794

asdfnjkl@hanafn.com

표 1. 한국타이어월드와이드 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
매출액	64	207	209	210	196	203	203	203	203
매출원가	0	102	110	134	125	123	123	123	123
매출총이익	64	104	99	77	71	81	81	81	81
판관비	9	20	20	32	20	22	22	22	22
영업이익	54	84	79	44	51	58	58	58	58
세전이익	58	87	82	75	50	62	62	62	62
순이익	53	77	74	65	44	53	53	53	53
Margin									
매출총이익률	100.0	50.5	47.4	36.4	36.2	39.7	39.7	39.7	39.7
영업이익률	85.1	40.7	37.7	21.1	25.9	28.7	28.7	28.7	28.7
세전이익률	90.9	42.1	39.4	35.5	25.7	30.7	30.7	30.7	30.7
순이익률	83.9	37.2	35.5	30.9	22.7	26.2	26.2	26.2	26.2
YoY									
매출액	26	286	279	226	207	(2)	(3)	(3)	4
영업이익	35	96	76	(17)	(7)	(30)	(26)	31	15
세전이익	44	92	72	37	(13)	(28)	(24)	(16)	24
순이익	55	71	70	31	(17)	(31)	(28)	(18)	20

자료: 한국타이어월드와이드, 하나금융투자

표 2. 한국타이어 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,611	1,719	1,972	1,908	6,622	6,813	7,211	7,576
한국	247	248	239	250	197	223	251	266	1,131	984	937	985
아시아	228	201	236	238	209	231	260	259	857	903	959	1,008
북미	452	464	498	506	446	501	548	553	1,873	1,920	2,048	2,159
유럽	522	532	637	509	596	585	701	555	1,977	2,200	2,437	2,568
기타	190	222	214	179	163	244	234	188	784	806	829	856
매출원가	1,065	1,084	1,207	1,136	1,113	1,153	1,299	1,239	4,045	4,492	4,803	5,058
매출원가율	65.00%	65.10%	66.10%	67.50%	69.00%	67.00%	65.90%	64.90%	61.10%	65.90%	66.60%	66.80%
원재료 투입단가 (\$)	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,655	1,761	1,797	1,489	1,735	1,724	1,781
천연고무	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,608	1,720	1,720	1,371	1,815	1,675	1,750
합성고무	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,038	2,050	2,000	1,855	2,190	2,030	2,100
판관비	342	378	401	407	314	364	400	425	1,474	1,527	1,503	1,572
판관비율	20.90%	22.70%	22.00%	24.20%	19.50%	21.20%	20.30%	22.30%	22.30%	22.40%	20.80%	20.80%
영업이익	232	205	217	139	184	203	273	244	1,103	793	904	946
영업이익률	14.20%	12.30%	11.90%	8.30%	11.40%	11.80%	13.80%	12.80%	16.70%	11.60%	12.50%	12.50%
세전이익	207	213	225	99	183	203	270	244	1,092	743	900	977
세전이익률	12.60%	12.80%	12.30%	5.90%	11.40%	11.80%	13.70%	12.80%	16.50%	10.90%	12.50%	12.90%
순이익	167	180	172	87	146	154	205	179	879	606	684	742
순이익률	10.20%	10.80%	9.40%	5.20%	9.10%	9.00%	10.40%	9.40%	13.30%	8.90%	9.50%	9.80%
지배주주순이익	167	176	171	86	145	152	202	176	873	599	675	733

자료: 한국타이어, 하나금융투자

표 3. 아트라스BX의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
매출액	133	129	130	163	143	148	165	173	151
매출원가	104	102	110	134	125	122	135	143	130
매출총이익	30	27	20	29	19	26	30	30	21
판매비	10	10	10	11	10	11	12	12	10
영업이익	20	17	10	18	9	16	18	18	11
세전이익	20	17	9	23	6	17	19	15	11
순이익	15	12	6	16	5	13	14	11	8
Margin									
매출총이익률	22	21	15	18	13	18	18	18	14
영업이익률	15	13	8	11	6	11	11	10	7
세전이익률	15	13	7	14	5	12	11	8	8
순이익률	12	10	5	10	3	9	8	6	6
YoY									
매출액	10	3	(13)	12	8	15	27	6	6
영업이익	69	14	(49)	(9)	(54)	(6)	80	1	23
세전이익	61	0	(65)	15	(68)	1	118	(36)	78
순이익	87	(6)	(65)	10	(68)	3	113	(33)	72
Key Data									
판가 (원)	44,604	43,416	42,072	42,250	44,541	43,770	43,910	46,222	47,906
LME 원가 (\$)	1,744	1,731	1,780	1,872	2,278	2,221	2,259	2,317	2,523

자료: 아트라스BX, 하나금융투자

표 4. 한국타이어월드와이드 목표주가 산정

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
지분 가치	한국타이어	30%	2,378	한국타이어 적정 시가총액 7.9조원 기준
	아트라스BX	75%	343	아트라스BX 적정 시가총액 4,600억원 기준
	엠프론티어	40%	9	장부가 기준
	합산		2,730	
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		1,911	
로열티/용역 등 가치			240	현금흐름할인(TGR=2%, Discount Rate = 10%)
순현금	순현금/금융자산		194	현금+장기매도가능금융자산-차입금
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		136	
적정 시가총액			2,286	
주식수 (천주)			93,020	
적정 주가 (원)			24,577	
현재 주가 (원)			18,250	
상승 여력			35%	

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

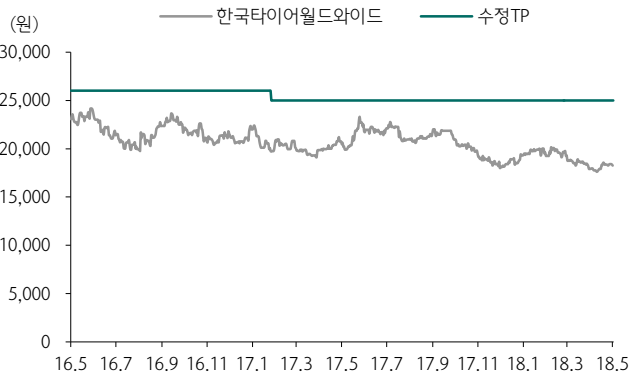
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	690.0	824.8	892.4	928.7	956.5
매출원가	346.1	527.9	549.7	566.2	583.2
매출총이익	343.9	296.9	342.7	362.5	373.3
판매비	82.4	97.6	99.9	102.6	105.6
영업이익	261.6	199.3	242.8	259.9	267.7
금융손익	11.9	16.0	10.6	14.9	18.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	28.5	(6.2)	(3.1)	(3.7)	(3.3)
세전이익	301.9	209.1	250.3	271.1	282.8
법인세	32.5	30.1	36.3	39.3	41.0
계속사업이익	269.5	179.0	214.0	231.8	241.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	269.5	179.0	214.0	231.8	241.8
비지배주주지분순이익	7.9	9.4	0.0	0.0	0.0
지배주주지분순이익	261.5	169.5	214.0	231.8	241.8
지배주주지분포괄이익	265.4	145.1	201.0	217.7	227.1
NOPAT	233.5	170.6	207.6	222.2	228.9
EBITDA	279.9	224.4	267.6	284.5	292.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	19.5	8.2	4.1	3.0
NOPAT증가율	N/A	(26.9)	21.7	7.0	3.0
EBITDA증가율	N/A	(19.8)	19.3	6.3	2.6
영업이익증가율	N/A	(23.8)	21.8	7.0	3.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	(35.2)	26.3	8.3	4.3
EPS증가율	N/A	(35.2)	26.2	8.3	4.3
수익성(%)					
매출총이익률	49.8	36.0	38.4	39.0	39.0
EBITDA이익률	40.6	27.2	30.0	30.6	30.5
영업이익률	37.9	24.2	27.2	28.0	28.0
계속사업이익률	39.1	21.7	24.0	25.0	25.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,812	1,823	2,300	2,491	2,600
BPS	30,257	31,522	33,526	35,718	38,018
CFPS	1,084	1,216	963	1,054	1,042
EBITDAPS	3,009	2,413	2,877	3,058	3,140
SPS	7,418	8,867	9,594	9,984	10,283
DPS	300	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	7.4	10.4	7.9	7.3	7.0
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PCFR	19.1	15.5	19.0	17.3	17.5
EV/EBITDA	5.3	7.1	5.2	4.3	3.5
PSR	2.8	2.1	1.9	1.8	1.8
재무비율(%)					
ROE	9.3	5.9	7.1	7.2	7.1
ROA	8.4	5.3	6.4	6.5	6.4
ROIC	74.3	55.3	67.0	69.6	71.0
부채비율	7.9	8.6	8.1	7.7	7.4
순부채비율	(17.5)	(8.0)	(12.2)	(16.6)	(20.8)
이자보상배율(배)	785.1	356.7	345.7	370.1	381.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	735.1	495.4	657.5	841.4	1,034.0
금융자산	532.3	290.8	437.1	612.1	797.7
현금성자산	225.7	129.5	274.2	447.6	631.6
매출채권 등	152.2	153.9	165.6	172.3	177.5
재고자산	44.5	46.0	49.0	51.0	52.5
기타유동자산	6.1	4.7	5.8	6.0	6.3
비유동자산	2,362.4	2,757.1	2,781.2	2,805.8	2,830.8
투자자산	2,145.2	2,537.4	2,563.2	2,589.4	2,615.8
금융자산	51.0	49.6	50.6	51.6	52.7
유형자산	150.8	158.9	157.3	155.9	154.6
무형자산	34.3	30.7	30.5	30.4	30.3
기타비유동자산	32.1	30.1	30.2	30.1	30.1
자산총계	3,097.5	3,252.5	3,438.7	3,647.2	3,864.8
유동부채	126.2	164.3	163.1	167.0	170.0
금융부채	29.5	50.0	50.0	50.0	50.0
매입채무 등	75.6	91.7	90.5	94.2	97.0
기타유동부채	21.1	22.6	22.6	22.8	23.0
비유동부채	101.9	92.1	93.3	94.3	95.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	101.9	92.1	93.3	94.3	95.3
부채총계	228.1	256.4	256.4	261.3	265.3
지배주주지분	2,803.5	2,921.1	3,107.5	3,311.4	3,525.3
자본금	46.5	46.5	46.5	46.5	46.5
자본잉여금	1,296.9	1,296.9	1,296.9	1,296.9	1,296.9
자본조정	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
기타포괄이익누계액	(18.7)	(50.3)	(50.3)	(50.3)	(50.3)
이익잉여금	1,489.9	1,639.1	1,825.6	2,029.4	2,243.3
비지배주주지분	65.9	75.0	74.8	74.5	74.2
자본총계	2,869.4	2,996.1	3,182.3	3,385.9	3,599.5
순금융부채	(502.8)	(240.8)	(387.2)	(562.1)	(747.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.8	122.9	57.2	78.1	80.5
당기순이익	269.5	179.0	214.0	231.8	241.8
조정	(170.2)	(68.0)	(141.0)	(149.7)	(158.4)
감가상각비	18.3	25.1	24.8	24.6	24.3
외환거래손익	(0.3)	3.1	1.9	1.9	2.1
지분법손익	(195.4)	(117.0)	(167.7)	(176.1)	(184.9)
기타	7.2	20.8	(0.0)	(0.1)	0.1
영업활동자산부채변동	(13.5)	11.9	(15.8)	(4.0)	(2.9)
투자활동 현금흐름	74.9	(212.9)	(52.7)	(53.0)	(53.5)
투자자산감소(증가)	(2,145.2)	(392.2)	(26.2)	(26.4)	(26.7)
유형자산감소(증가)	(11.0)	(23.1)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타	2,231.1	202.4	(11.5)	(11.6)	(11.8)
재무활동 현금흐름	(60.5)	(6.0)	(27.5)	(27.9)	(27.9)
금융부채증가(감소)	29.5	20.4	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	1,343.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,401.5)	1.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	(31.9)	(27.8)	(27.5)	(27.9)	(27.9)
현금의 증감	100.7	(96.2)	144.8	173.3	184.0
Unlevered CFO	100.8	113.1	89.5	98.1	96.9
Free Cash Flow	74.9	99.7	42.2	63.1	65.5

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 한국타이어월드와이드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.2.10	BUY	25,000		
16.8.17	BUY	26,000	-17.35%	-9.04%
16.2.5	BUY	22,000	-0.99%	9.77%

## 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 16일

## 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 2018년 05월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 05월 17일 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.