

한국타이어월드와이드(000240)

핵심 자회사들의 실적이 하반기 개선

목표주가는 소폭 하향

한국타이어월드와이드에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표주가는 자회사 지분가치를 소폭 하향하면서 기존 2.5만원에서 신규 2.35만원으로 변경한다. 목표주가 조정에도 불구하고, 한국타이어/아트라스BX에 대한 지분가치가 하반기로 갈수록 개선될 것이라는 기존 시각을 유지한다. 한국타이어는 최근 5분기 연속으로 비용 부담이었던 테네시 공장이 안정화될 것이고, 아트라스BX는 북미 위주로 물량이 늘어나고 판가도 상승하면서 양호한 실적개선이 지속되고 있다. 한국타이어월드와이드의 현재 주가는 P/B 0.55배로 NAV 대비 28% 할인된 상태이고, 기대 배당수익률은 1.6%이다.

한국타이어: 하반기 이후 실적개선 구간

한국타이어(지분 30% 보유)는 한국타이어월드와이드 적정 기업가치 중 82% 비중을 차지하는 자회사이다. 한국타이어의 2분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 +2%/-10% 변동한 1,703억/1,833억(영업이익률 10.7%, -1.6%p (YoY))을 기록했는데, 판가인상으로 ASP가 +2% (YoY) 기여하면서 외형이 성장했다. 영업이익률은 하락했는데, 전년 동기대비 테네시 공장의 비용이 반영되었고, 내수/기타 등 상대적으로 수익성이 좋은 지역이 부진한 영향이다. 미국 테네시 공장의 BEP 돌파 시점이 예상보다 늦어지고 있지만, 하반기 실적이 상반기 및 전년 하반기 대비 개선될 것이다. 최근 5분기 연속으로 부정적 영향을 주었던 신공장의 비용 부담이 완화되고, 2019년에는 본격적인 이익 기여가 시작된다라는 점에 주목할 필요가 있다. 글로벌 타이어업체들 중에서 Valuation상 가장 낮은 수준에서 거래되고 있다.

아트라스BX: 북미 호조로 실적개선 지속

아트라스BX(지분 31%)는 한국타이어월드와이드 적정 기업가치 중 약 11% 비중이다. 아트라스BX의 2분기 실적은 내수/유럽/중동 지역의 부진에도 불구하고, 북미/대양주 지역의 호조로 전년 동기대비 개선되었다. 매출액/영업이익은 각각 12%/10% (YoY) 증가했다. 물량이 전년 동기대비 4% 증가한 가운데, 판가가 전년 동기대비 8% 상승했다. 주요 원재료인 납 가격이 2017년 1분기부터 상승(2Q18 +11% (YoY))하면서 2017년 4분기 이후 판가로 전가시키고 있는 것이다. 전분기 대비 판가/LME원가 상승률은 각각 +0%/-3%로 단기 Spread도 확대되었다. 매출총이익률은 -1.5%p (YoY), +2.0% (QoQ) 변동하였다. 막대한 자사주(전체 주식의 58%, 시가 기준 2,500억원)를 보유하고 있고, 자사주 매입으로 줄였던 현금성 자산도 꾸준한 증가하고 있다. 2018년 신규 투자로 561억원이 책정되어 있고, 현재까지 96억원이 집행되어 잔여 투자금액은 465억원이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 23,500원(하향) | CP(8월 17일): 18,450원

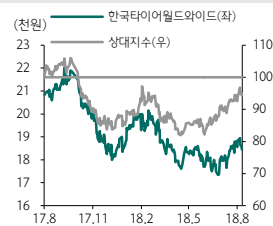
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,247.05
52주 최고/최저(원)	22,000/17,350
시가총액(십억원)	1,716.2
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	93,020.2
60일 평균 거래량(천주)	52.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
18년 배당금(예상, 원)	300
18년 배당수익률(예상, %)	1.63
외국인지분율(%)	9.88
주요주주 지분율(%)	
조양래 외 12 인	73.92
국민연금	7.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.9 (4.2) (12.4)
상대	4.2 3.3 (7.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	881.4	919.1
영업이익(십억원)	247.9	269.5
순이익(십억원)	227.1	247.2
EPS(원)	2,330	2,538
BPS(원)	33,916	36,239

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	690.0	824.8	874.3	915.5	943.0
영업이익	십억원	261.6	199.3	223.6	245.3	252.6
세전이익	십억원	301.9	209.1	232.0	256.3	267.5
순이익	십억원	261.5	169.5	198.4	219.2	228.7
EPS	원	2,812	1,823	2,132	2,356	2,459
증감률	%	51.4	(35.2)	17.0	10.5	4.4
PER	배	7.38	10.37	8.65	7.83	7.50
PBR	배	0.69	0.60	0.55	0.52	0.49
EV/EBITDA	배	5.34	7.09	5.70	4.65	3.91
ROE	%	9.74	5.92	6.60	6.88	6.76
BPS	원	30,257	31,522	33,358	35,415	37,573
DPS	원	300	300	300	300	300



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

RA 구성중
02-3771-7291
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한국타이어월드와이드 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출액	64	207	209	210	196	203	220	206	204	224
매출원가	0	102	110	134	125	123	136	144	132	141
매출총이익	64	104	99	77	71	81	84	62	72	83
판매비	9	20	20	32	20	22	26	29	18	18
영업이익	54	84	79	44	51	58	58	32	54	65
세전이익	58	87	82	75	50	62	61	35	57	67
순이익	53	77	74	65	44	53	52	29	49	58
Margin										
매출총이익률	100	50.5	47.4	36.4	36.2	39.7	38.1	29.9	35.4	36.9
영업이익률	85.1	40.7	37.7	21.1	25.9	28.7	26.2	15.8	26.7	29
세전이익률	90.9	42.1	39.4	35.5	25.7	30.7	27.7	17.2	27.9	30.1
순이익률	83.9	37.2	35.5	30.9	22.7	26.2	23.6	14.2	24.1	26
YoY										
매출액	26	286	279	226	207	(2)	5	(2)	4	10
영업이익	35	96	76	(17)	(7)	(30)	(27)	(27)	7	11
세전이익	44	92	72	37	(13)	(28)	(26)	(53)	13	8
순이익	55	71	70	31	(17)	(31)	(30)	(55)	11	9

자료: 한국타이어, 하나금융투자

표 2. 한국타이어 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,609	1,706	1,908	1,776	6,622	6,813	6,999	7,454
한국	247	248	239	250	197	227	237	242	1,131	984	903	962
아시아	228	201	236	238	209	225	260	237	857	903	931	999
북미	452	464	498	506	446	471	533	524	1,873	1,920	1,974	2,109
유럽	522	532	637	509	596	591	682	490	1,977	2,200	2,359	2,527
기타	190	222	214	179	161	192	232	249	784	806	833	857
매출원가	1,065	1,084	1,207	1,136	1,112	1,160	1,279	1,148	4,045	4,492	4,699	4,966
매출원가율	65.0%	65.1%	66.1%	67.5%	69.1%	68.0%	67.0%	64.6%	61.1%	65.9%	67.1%	66.6%
원재료 투입단가 (\$)	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,728	1,754	1,764	1,489	1,735	1,741	1,762
천연고무	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,582	1,525	1,550	1,371	1,815	1,577	1,600
합성고무	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,038	2,123	2,150	1,855	2,190	2,085	2,090
판매비	342	378	401	407	313	363	394	411	1,474	1,527	1,480	1,583
판매비율	20.9%	22.7%	22.0%	24.2%	19.4%	21.3%	20.7%	23.1%	22.3%	22.4%	21.1%	21.2%
영업이익	232	205	217	139	185	183	234	217	1,103	793	820	905
영업이익률	14.2%	12.3%	11.9%	8.3%	11.5%	10.7%	12.3%	12.2%	16.7%	11.6%	11.7%	12.1%
세전이익	207	213	225	99	185	235	209	180	1,092	743	810	922
세전이익률	12.6%	12.8%	12.3%	5.9%	11.5%	13.8%	11.0%	10.1%	16.5%	10.9%	11.6%	12.4%
순이익	167	180	172	87	154	191	159	112	879	606	615	701
순이익률	10.2%	10.8%	9.4%	5.2%	9.5%	11.2%	8.3%	6.3%	13.3%	8.9%	8.8%	9.4%
지배주주순이익	167	176	171	86	153	188	157	109	873	599	608	692

자료: 한국타이어, 하나금융투자

표 3. 아트라스BX의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출액	133	129	130	163	143	148	165	173	151	165
매출원가	104	102	110	134	125	122	135	143	130	138
매출총이익	30	27	20	29	19	26	30	30	21	27
판매비	10	10	10	11	10	11	12	12	10	10
영업이익	20	17	10	18	9	16	18	18	11	17
세전이익	20	17	9	23	6	17	19	15	11	19
순이익	15	12	6	16	5	13	14	11	8	15
Margin										
매출총이익률	22.2	20.6	15.4	17.9	13.1	17.7	18.2	17.5	14.2	16.2
영업이익률	14.7	12.9	7.8	11	6.3	10.5	11.1	10.4	7.3	10.3
세전이익률	15.4	13.3	6.6	14	4.5	11.8	11.2	8.4	7.6	11.8
순이익률	11.6	9.7	5	10.1	3.4	8.7	8.3	6.4	5.5	9
YoY										
매출액	10	3	(13)	12	8	15	27	6	6	12
영업이익	69	14	(49)	(9)	(54)	(6)	80	1	23	10
세전이익	61	0	(65)	15	(68)	1	118	(36)	78	12
순이익	87	(6)	(65)	10	(68)	3	113	(33)	72	16
Key Data										
평가 (원)	44,604	43,416	42,072	42,250	44,541	43,770	43,910	46,222	47,906	47,715
LME 원가 (\$)	1,744	1,731	1,780	1,872	2,278	2,221	2,259	2,317	2,523	2,456

자료: 한국타이어, 하나금융투자

표 4. 한국타이어월드와이드 목표주가 산정

(단위: 십억원, %)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
지분 가치	한국타이어	30%	2,193	한국타이어 적정 시가총액 7.3조원 기준
	아트라스BX	75%	343	아트라스BX 적정 시가총액 4,600억원 기준
	엠프론티어	40%	9	장부가 기준
	합산		2,544	
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		1,781	
로열티/용역 등 가치			250	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
순현금	순현금/금융자산		216	현금+장기매도가능금융자산-차입금
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		151	
적정 시가총액			2,182	
주식수 (천주)			93,020	
적정 주가 (원)			23,459	
현재 주가 (원)			18,450	
상승 여력			27%	

자료: 한국타이어, 하나금융투자

추정 재무제표

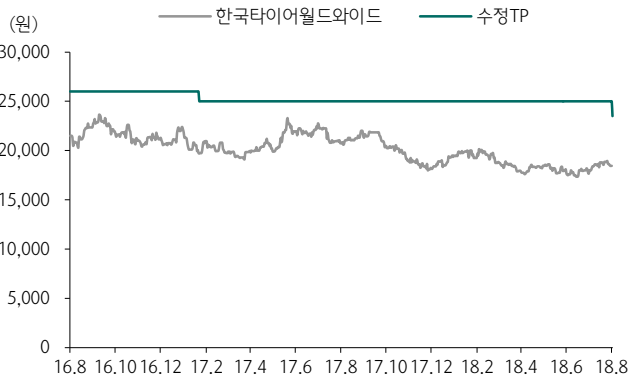
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	690.0	824.8	874.3	915.5	943.0
매출원가	346.1	527.9	569.2	586.3	603.9
매출총이익	343.9	296.9	305.1	329.2	339.1
판매비	82.4	97.6	81.5	84.0	86.5
영업이익	261.6	199.3	223.6	245.3	252.6
금융손익	11.9	16.0	11.5	14.7	18.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	28.5	(6.2)	(3.0)	(3.7)	(3.2)
세전이익	301.9	209.1	232.0	256.3	267.5
법인세	32.5	30.1	33.6	37.2	38.8
계속사업이익	269.5	179.0	198.4	219.2	228.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	269.5	179.0	198.4	219.2	228.7
비지배주주지분순이익	7.9	9.4	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	261.5	169.5	198.4	219.2	228.7
지배주주지분포괄이익	265.4	145.1	186.3	205.8	214.8
NOPAT	233.5	170.6	191.1	209.7	216.0
EBITDA	279.9	224.4	248.4	269.8	277.0
성장성(%)					
매출액증가율	208.6	19.5	6.0	4.7	3.0
NOPAT증가율	40.1	(26.9)	12.0	9.7	3.0
EBITDA증가율	52.0	(19.8)	10.7	8.6	2.7
영업이익증가율	44.1	(23.8)	12.2	9.7	3.0
(지배주주)순이익증가율	51.4	(35.2)	17.1	10.5	4.3
EPS증가율	51.4	(35.2)	17.0	10.5	4.4
수익성(%)					
매출총이익률	49.8	36.0	34.9	36.0	36.0
EBITDA이익률	40.6	27.2	28.4	29.5	29.4
영업이익률	37.9	24.2	25.6	26.8	26.8
계속사업이익률	39.1	21.7	22.7	23.9	24.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,812	1,823	2,132	2,356	2,459
BPS	30,257	31,522	33,358	35,415	37,573
CFPS	1,084	1,216	1,130	1,290	1,293
EBITDAPS	3,009	2,413	2,670	2,901	2,977
SPS	7,418	8,867	9,399	9,842	10,138
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	7.4	10.4	8.7	7.8	7.5
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PCFR	19.1	15.5	16.3	14.3	14.3
EV/EBITDA	5.3	7.1	5.7	4.7	3.9
PSR	2.8	2.1	2.0	1.9	1.8
재무비율(%)					
ROE	9.7	5.9	6.6	6.9	6.8
ROA	9.1	5.3	5.9	6.2	6.1
ROIC	125.5	55.3	61.9	66.1	67.4
부채비율	7.9	8.6	8.0	7.7	7.4
순부채비율	(17.5)	(8.0)	(11.8)	(16.0)	(19.9)
이자보상배율(배)	785.1	356.7	318.3	349.2	359.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	735.1	495.4	639.9	811.7	991.1
금융자산	532.3	290.8	424.0	585.6	758.2
현금성자산	225.7	129.5	261.1	421.1	592.1
매출채권 등	152.2	153.9	162.2	169.9	175.0
재고자산	44.5	46.0	48.0	50.2	51.7
기타유동자산	6.1	4.7	5.7	6.0	6.2
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	3,421.1	3,617.5	3,822.0
유동부채	126.2	164.3	161.2	165.6	168.5
금융부채	29.5	50.0	50.0	50.0	50.0
매입채무 등	75.6	91.7	88.6	92.8	95.6
기타유동부채	21.1	22.6	22.6	22.8	22.9
비유동부채	101.9	92.1	93.2	94.3	95.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	101.9	92.1	93.2	94.3	95.3
부채총계	228.1	256.4	254.4	259.8	263.8
지배주주지분	2,803.5	2,921.1	3,091.9	3,283.1	3,484.0
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	1,809.9	2,001.2	2,202.0
비지배주주지분	65.9	75.0	74.8	74.5	74.2
자본총계	2,869.4	2,996.1	3,166.7	3,357.6	3,558.2
순금융부채	(502.8)	(240.8)	(374.0)	(535.7)	(708.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.8	122.9	77.8	101.0	105.3
당기순이익	269.5	179.0	198.4	219.2	228.7
조정	(170.2)	(68.0)	(107.3)	(113.5)	(120.6)
감가상각비	18.3	25.1	24.8	24.6	24.3
외환거래손익	(0.3)	3.1	0.8	1.6	1.6
지분법손익	(195.4)	(117.0)	(132.9)	(139.6)	(146.5)
기타	7.2	20.8	0.0	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(13.5)	11.9	(13.3)	(4.7)	(2.8)
투자활동 현금흐름	74.9	(212.9)	(51.6)	(52.6)	(53.0)
투자자산감소(증가)	(6.8)	(392.2)	(26.2)	(26.4)	(26.7)
유형자산감소(증가)	(11.0)	(23.1)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타	92.7	202.4	(10.4)	(11.2)	(11.3)
재무활동 현금흐름	(60.5)	(6.0)	(27.5)	(27.9)	(27.9)
금융부채증가(감소)	26.9	20.4	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(54.4)	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)	131.6	160.0	171.0
Unlevered CFO	100.8	113.1	105.2	120.0	120.3
Free Cash Flow	74.9	99.7	62.8	86.0	90.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국타이어월드와이드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	23,500		
18.2.11	1년 경과		-26.26%	-19.40%
17.2.10	BUY	25,000	-18.42%	-6.80%
16.11.15	BUY	26,000	-19.10%	-13.85%
16.2.5	BUY	22,000	-0.79%	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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 08월 21일 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.