



2018년 11월 22일 | Equity Research

한국타이어월드와이드 (000240)

한국타이어와 마찬가지로 2019년 회복 기대

보수적으로 산정한 NAV 대비로도 35% 할인된 상태

한국타이어월드와이드에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표 주가는 자회사 지분가치의 하향과 현금성 자산에 대한 할인율 상향(30%→50%)을 반영하여 기준 2.35만원에서 2.20만원으로 하향한다. 하나금융투자는 한국타이어월드와이드의 적정가치를 자회사들 지분 가치(할인율 30% 적용)와 로열티 가치로 약 1.97조원, 순현금 가치(낮은 ROE를 감안하여 할인율 50% 적용) 1,140억원을 합산한 2.08조원으로 산정한다. 현재 시가총액 1,54조원은 보수적으로 산정한 NAV 대비 35% 할인된 상태이다. 핵심 자회사 한국타이어(지분율 30.2%)의 현재 주가(42,850원)가 오르지 않는다고 가정해도 지분가치가 1.6조원이다. 테네시 공장의 정상화가 예상보다는 지연되고 있지만, 가동률 상승을 통해 실적이 개선될 것인바 지분가치도 동반 상승할 것이다. 현재 주가를 기준으로 예상 배당수익률은 약 1.8%이다.

한국타이어: 계획보다 지연되고 있지만, 기업가치 우상향은 진행 중

한국타이어(지분 30.2% 보유)는 한국타이어월드와이드의 적정 기업 가치 중 82% 비중을 차지하는 자회사이다. 3분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 4%/15% 감소한 1.76조원/1,846억원(영업이익률 10.5%, -1.4%p (YoY))을 기록했다. 매출액 증가율 중 ASP가 +2% (YoY) 기여했으나 물량 -4%, 환율/기타 -1%/-1%씩 부정적이었다. 아시아/기타 매출액이 각각 11%/15% (YoY) 감소했고, 한국/유럽 매출액도 3%/2% (YoY) 감소했다. 영업이익은 15% (YoY) 감소했는데, 외형 감소에 따른 고정비 부담과 함께 미국 테네시 공장의 안정화 지연이 부정적이었다. 유통채널들의 재고 축소로 북미 RE 판매가 부진하면서 미국 테네시 공장의 BEP 전환이 늦어지고 있지만, 유통채널 강화와 공장 가동률 상승을 통해 2019년에는 본격적인 이익 기여가 가능할 것이다. 즉, 한국타이어의 지분가치는 현재보다 상승할 것으로 전망한다.

아트라스BX: 중동 지역의 부진으로 실적 하락

아트라스BX(지분율 31.1% 보유)는 한국타이어월드와이드의 적정 기업가치 중 12% 비중을 차지하는 자회사이다. 3분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 13%/38% 감소한 1,432억원/114억원(영업이익률 7.9%, -3.1%p (YoY))을 기록했다. 북미/유럽/대양주 매출액이 14%/5%/24% (YoY) 증가했지만, 한국/중동 매출액이 18%/47% (YoY) 감소한 영향이 크다. 물량/누적판가/LME원가는 각각 -9%/+8%/+3% (YoY) 변동했는데, 판가-원가 Spread가 양호했지만 물량 감소의 여파가 커서 매출총이익률이 3.7%p (YoY), 1.7%p (QoQ) 하락했다. 현재 주가를 기준으로 약 2,800억원 규모의 자사주(전체 주식의 58%)를 보유하고 있는데, 상장폐지 계획은 소액주주들의 반대로 여전히 담보 상태이다. 3분기 말 기준으로 순현금성 자산은 약 760억원이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 22,000원(하향) | CP(11월 21일): 16,550원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,076.55		
52주 최고/최저(원)	20,150/15,400	870.5	906.4
시가총액(십억원)	1,539.5	232.7	256.6
시가총액비중(%)	0.13	211.0	234.3
발행주식수(천주)	93,020.2	EPS(원)	2,155
60일 평균 거래량(천주)	55.5	BPS(원)	2,394
60일 평균 거래대금(십억원)	1.0	33,728	35,857
18년 배당금(예상,원)	300		
18년 배당수익률(예상,%)	1.81		
외국인지분율(%)	10.03		
주요주주 지분율(%)			
조양래 외 12 인	73.92		
국민연금	7.15		
주가상승률	1M 6M 12M		
전체	(3.2) (10.8) (14.0)		
상대	0.5 5.9 4.8		

Stock Price	
(천원)	한국타이어월드와이드(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	690.0	824.8	841.8	877.6	903.9
영업이익	십억원	261.6	199.3	216.9	233.9	240.9
세전이익	십억원	301.9	209.1	224.2	244.5	255.0
순이익	십억원	261.5	169.5	191.7	209.0	218.0
EPS	원	2,812	1,823	2,061	2,247	2,343
증감률	%	N/A	(35.2)	13.1	9.0	4.3
PER	배	7.38	10.37	8.03	7.36	7.06
PBR	배	0.69	0.60	0.50	0.47	0.44
EV/EBITDA	배	5.34	7.09	5.14	4.22	3.50
ROE	%	9.33	5.92	6.38	6.58	6.49
BPS	원	30,257	31,522	33,287	35,234	37,277
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

하나금융투자

표 1. 한국타이어월드와이드 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	196	203	220	206	204	224	194	220	690	825	842	878
매출원가	125	123	136	144	132	141	129	149	346	528	551	568
매출총이익	71	81	84	62	72	83	65	71	344	297	291	310
판관비	20	22	26	29	18	18	17	21	82	98	74	76
영업이익	51	58	58	32	54	65	48	50	262	199	217	234
세전이익	50	62	61	35	57	67	49	51	302	209	224	244
지배순이익	43	50	49	27	47	55	41	48	262	170	192	209
Margin												
매출총이익률	36.2	39.7	38.1	29.9	35.4	36.9	33.4	32.3	49.8	36.0	34.5	35.3
영업이익률	25.9	28.7	26.2	15.8	26.7	29.0	24.5	22.8	37.9	24.2	25.8	26.7
세전이익률	25.7	30.7	27.7	17.2	27.9	30.1	25.4	23.1	43.8	25.4	26.6	27.9
지배순이익률	22.1	24.7	22.4	13.0	23.3	24.5	21.2	22.0	37.9	20.6	22.8	23.8
YoY												
매출액	207	(2)	5	(2)	4	10	(12)	7	20	2	4	
영업이익	(7)	(30)	(27)	(27)	7	11	(18)	54	(24)	9	8	
세전이익	(13)	(28)	(26)	(53)	13	8	(19)	44	(31)	7	9	
지배순이익	(19)	(32)	(32)	(57)	9	9	(17)	81	(35)	13	9	

자료: 한국타이어월드와이드, 하나금융투자

표 2. 한국타이어 분기별 실적

(단위: 십억원, \$)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,639	1,667	1,824	1,682	1,609	1,705	1,756	1,746	6,622	6,813	6,816	7,199
한국	247	248	239	250	197	227	232	244	1,131	984	900	943
아시아	228	201	236	238	209	225	210	269	857	903	913	957
북미	452	464	498	506	446	471	506	526	1,873	1,920	1,949	2,044
유럽	522	532	637	509	596	591	625	505	1,977	2,200	2,317	2,448
기타	190	222	214	179	161	191	183	201	784	806	736	806
매출원가	1,065	1,084	1,207	1,136	1,112	1,158	1,222	1,126	4,045	4,492	4,618	4,751
매출원가율	65.0%	65.1%	66.1%	67.5%	69.1%	67.9%	69.6%	64.5%	61.1%	65.9%	67.7%	66.0%
원재료 투입단가 (\$)	1,697	1,836	1,718	1,690	1,717	1,728	1,729	1,825	1,489	1,735	1,750	1,800
천연고무	1,576	2,082	1,911	1,691	1,652	1,582	1,516	1,490	1,371	1,815	1,560	1,600
합성고무	2,453	2,362	1,959	1,984	2,030	2,038	2,062	2,135	1,855	2,190	2,066	2,150
판관비	342	378	401	407	313	362	349	420	1,474	1,527	1,444	1,593
판관비율	20.9%	22.7%	22.0%	24.2%	19.4%	21.3%	19.9%	24.1%	22.3%	22.4%	21.2%	22.1%
영업이익	232	205	217	139	185	185	199	199	1,103	793	754	854
영업이익률	14.2%	12.3%	11.9%	8.3%	11.5%	10.9%	10.5%	11.4%	16.7%	11.6%	11.1%	11.9%
세전이익	207	213	225	99	185	226	157	167	1,092	743	734	852
세전이익률	12.6%	12.8%	12.3%	5.9%	11.5%	13.2%	8.9%	9.5%	16.5%	10.9%	10.8%	11.8%
순이익	167	180	172	87	154	171	119	115	879	606	558	647
순이익률	10.2%	10.8%	9.4%	5.2%	9.5%	10.0%	6.8%	6.6%	13.3%	8.9%	8.2%	9.0%
지배주주순이익	167	176	171	86	153	167	117	114	873	599	551	640

자료: 한국타이어, 하나금융투자

표 3. 아트라스BX 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	133	129	130	163	143	148	165	173	151	165	143
매출원가	104	102	110	134	125	122	135	143	130	138	122
매출총이익	30	27	20	29	19	26	30	30	21	27	21
판관비	10	10	10	11	10	11	12	12	10	10	9
영업이익	20	17	10	18	9	16	18	18	11	17	11
세전이익	20	17	9	23	6	17	19	15	11	19	11
순이익	15	12	6	16	5	13	14	11	8	15	9
Margin											
매출총이익률	22.2	20.6	15.4	17.9	13.1	17.7	18.2	17.5	14.2	16.2	14.5
영업이익률	14.7	12.9	7.8	11.0	6.3	10.5	11.1	10.4	7.3	10.3	7.9
세전이익률	15.4	13.3	6.6	14.0	4.5	11.8	11.2	8.4	7.6	11.8	7.6
순이익률	11.6	9.7	5.0	10.1	3.4	8.7	8.3	6.4	5.5	9.0	6.1
YoY											
매출액	10	3	(13)	12	8	15	27	6	6	12	(13)
영업이익	69	14	(49)	(9)	(54)	(6)	80	1	23	10	(38)
세전이익	61	0	(65)	15	(68)	1	118	(36)	78	12	(42)
순이익	87	(6)	(65)	10	(68)	3	113	(33)	72	16	(36)
Key Data											
판가 (원)	44,604	43,416	42,072	42,250	44,541	43,770	43,910	46,222	47,906	47,715	47,545
LME 원가 (\$)	1,744	1,731	1,780	1,872	2,278	2,221	2,259	2,317	2,523	2,456	2,337
YoY											
판가	0	(1)	(5)	(4)	0	1	4	9	8	9	8
LME 원가	(3)	(8)	(2)	5	31	28	27	24	11	11	3

자료: 아트라스BX, 하나금융투자

표 4. 한국타이어월드와이드 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
지분 가치	한국타이어	30%	2,081	한국타이어 적정 시가총액 6.9조원 기준
	아트라스BX	75%	363	아트라스BX 시가총액 4,850억원 기준
	эм프론티어	40%	9	장부가 기준
	합산		2,453	
	할인율		30%	
	할인 후 지분가치		1,717	
로열티/용역 등 가치			250	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
순현금	순현금/금융자산		227	현금+장기매도가능금융자산-차입금
	할인율		50%	
	할인 후 지분가치		114	
적정 시가총액			2,081	
주식수 (천주)			93,020	
적정 주가 (원)			22,371	
현재 주가 (원)			16,550	
상승 여력			35%	

자료: 한국타이어월드와이드, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	690.0	824.8	841.8	877.6	903.9
매출원가	346.1	527.9	551.1	567.6	584.7
매출총이익	343.9	296.9	290.7	310.0	319.2
판관비	82.4	97.6	73.8	76.0	78.3
영업이익	261.6	199.3	216.9	233.9	240.9
금융손익	11.9	16.0	10.4	14.3	17.3
종속/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	224.2	244.5	255.0
법인세	32.5	30.1	32.5	35.4	37.0
계속사업이익	269.5	179.0	191.7	209.0	218.0
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	269.5	179.0	191.7	209.0	218.0
비지배주주지분	7.9	9.4	0.0	0.0	0.0
순이익					
지배주주순이익	261.5	169.5	191.7	209.0	218.0
지배주주지분포괄이익	265.4	145.1	180.0	196.3	204.7
NOPAT	233.5	170.6	185.4	200.0	206.0
EBITDA	279.9	224.4	241.7	258.5	265.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	19.5	2.1	4.3	3.0
NOPAT증가율	N/A	(26.9)	8.7	7.9	3.0
EBITDA증가율	N/A	(19.8)	7.7	7.0	2.6
영업이익증가율	N/A	(23.8)	8.8	7.8	3.0
(지배주주)순익증가율	N/A	(35.2)	13.1	9.0	4.3
EPS증가율	N/A	(35.2)	13.1	9.0	4.3
수익성(%)					
매출총이익률	49.8	36.0	34.5	35.3	35.3
EBITDA이익률	40.6	27.2	28.7	29.5	29.4
영업이익률	37.9	24.2	25.8	26.7	26.7
계속사업이익률	39.1	21.7	22.8	23.8	24.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,812	1,823	2,061	2,247	2,343
BPS	30,257	31,522	33,287	35,234	37,277
CFPS	1,084	1,216	1,057	1,167	1,166
EBITDAPS	3,009	2,413	2,598	2,779	2,852
SPS	7,418	8,867	9,049	9,434	9,717
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	7.4	10.4	8.0	7.4	7.1
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
PCFR	19.1	15.5	15.7	14.2	14.2
EV/EBITDA	5.3	7.1	5.1	4.2	3.5
PSR	2.8	2.1	1.8	1.8	1.7
재무비율(%)					
ROE	9.3	5.9	6.4	6.6	6.5
ROA	8.4	5.3	5.8	6.0	5.9
ROIC	74.3	55.3	60.5	64.1	65.4
부채비율	7.9	8.6	7.9	7.7	7.3
순부채비율	(17.5)	(8.0)	(11.8)	(15.7)	(19.4)
이자보상배율(배)	785.1	356.7	308.8	333.1	343.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

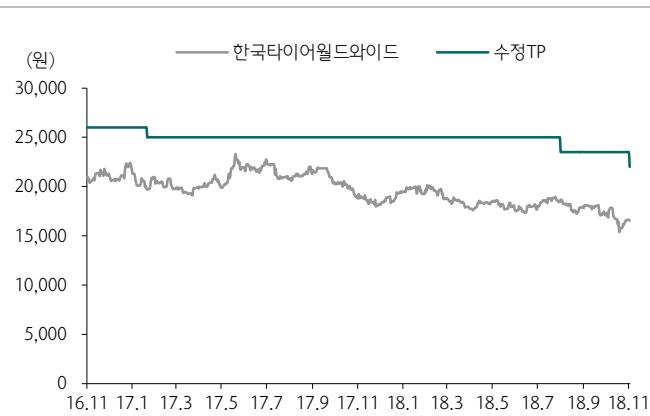
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	735.1	495.4	629.6	790.7	959.2
금융자산	532.3	290.8	421.7	574.0	736.0
현금성자산	225.7	129.5	258.8	409.5	569.9
매출채권 등	152.2	153.9	156.2	162.8	167.7
재고자산	44.5	46.0	46.2	48.2	49.6
기타유동자산	6.1	4.7	5.5	5.7	5.9
비유동자산	2,362.4	2,757.1	2,781.2	2,805.8	2,830.8
투자자산	2,145.2	2,537.4	2,563.2	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	3,410.8	3,596.5	3,790.1
유동부채	126.2	164.3	157.8	161.6	164.4
금융부채	29.5	50.0	50.0	50.0	50.0
매입채무 등	75.6	91.7	85.3	89.0	91.6
기타유동부채	21.1	22.6	22.6	22.6	22.8
비유동부채	101.9	92.1	93.0	94.1	95.1
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	101.9	92.1	93.0	94.1	95.1
부채총계	228.1	256.4	250.8	255.6	259.5
지배주주지분	2,803.5	2,921.1	3,085.2	3,266.3	3,456.4
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	1,803.2	1,984.4	2,174.5
비지배주주지분	65.9	75.0	74.8	74.5	74.2
자본총계	2,869.4	2,996.1	3,160.0	3,340.8	3,530.6
순금융부채	(502.8)	(240.8)	(371.8)	(524.0)	(686.1)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.8	122.9	76.5	91.9	95.1
당기순이익	269.5	179.0	191.7	209.0	218.0
조정	(170.2)	(68.0)	(106.3)	(113.1)	(120.2)
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)	(133.0)	(139.7)	(146.7)
기타	7.2	20.8	0.0	0.1	0.1
영업활동자산부채변동	(13.5)	11.9	(8.9)	(4.0)	(2.7)
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)	129.3	150.6	160.4
Unlevered CFO	100.8	113.1	98.3	108.6	108.4
Free Cash Flow	74.9	99.7	61.5	76.9	80.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국타이어월드와이드



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.11.22	BUY	22,000		
18.8.21	BUY	23,500	-26.00%	-20.85%
17.2.10	BUY	25,000	-21.08%	-6.80%
16.11.15	BUY	26,000	-19.10%	-13.85%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	94.3%	4.9%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 11월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 2018년 11월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.