

## 한국타이어 (161390.KS)

## 중장기 기대요인은 사업다각화

Company Note | 2017. 3. 13

2017년에는 수익성 보다는 매출액 성장요인에 주목할 필요가 있음. 안정적인 사업구조를 감안할 때 외형성장 지속성이 Valuation multiple에 더 중요하기 때문. 장기적으로는 M&A를 통한 미래가치 상승 기대

## 2017년은 수익성과 Valuation 모두 정상화되는 과정

동사에 대한 Buy 투자 의견 및 목표주가 75,000원(2017E 기준 PER 12배 수준) 제시. 수익성 측면에서 볼 때 2017년 영업이익은 감소하겠지만 이는 수익성이 정상화되는 과정. Valuation 측면에서는 재개된 외형성장을 반영해 multiple이 상승할 것으로 판단

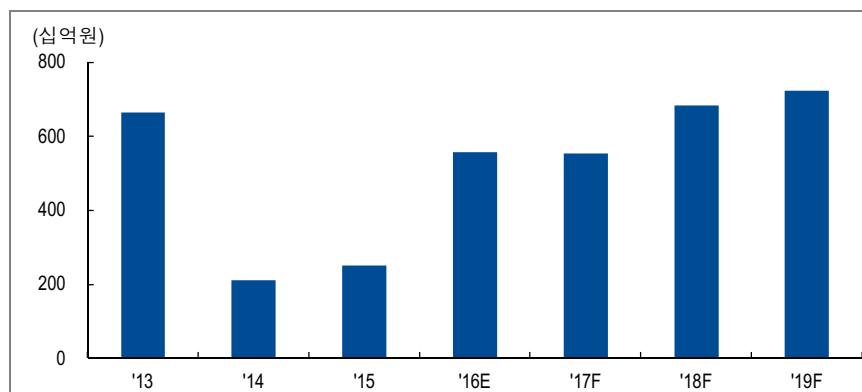
원자재 가격 상승에 따라 3분기까지는 영업이익 감소 추세가 지속될 것으로 예상함. 그러나 가격인상과 제품믹스 개선 및 미국공장 가동 본격화 등에 따라 2017년 매출액은 4년만에 7조원을 넘어설 것으로 예상되며 2018년 외형 및 이익성장 가시성이 높을 것으로 전망

## 중장기 성장 동력은 M&amp;A 등 사업 다각화

동사는 한국, 중국, 인도네시아, 헝가리 등에 1천만본 이상의 생산능력 보유. 2017년 가동될 미국공장 투자가 마무리되면 글로벌 주요 거점별 대규모 생산설비 구축은 일단락. FCF(잉여현금흐름) 개선에 따라 2019년 순현금 구조에 근접할 전망. 지주회사인 한국타이어월드와이드도 자회사로부터의 브랜드로열티 수입 및 배당 등으로 매년 현금이가 증가하는 구조

글로벌 플레이어로 성장하는 과정에서 동사의 타이어 사업은 안정성장 궤도에 진입한 것으로 판단됨. 한국타이어 그룹은 축적된 현금을 바탕으로 향후 M&A 등 사업다각화를 통해 장기 성장을 추진할 것으로 예상되는데 이는 미래가치 상승 기대요인

그림1. FCF 개선: 사업 다각화를 통해 중장기 성장성 구축하는데 필요한 재원



자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (신규)

목표주가 75,000원(신규)

현재가 ('17/03/10) 58,300원

업종	타이어
KOSPI / KOSDAQ	2,097.35 / 612.26
시가총액(보통주)	7,221.9십억원
발행주식수(보통주)	123.9백만주
52주 최고가 ('17/01/12)	63,900원
최저가 ('16/06/24)	48,350원
평균거래대금(60일)	16,928백만원
배당수익률(2017E)	0.69%
외국인지분율	42.6%

주요주주	
한국타이어월드와이드 외 24인	42.6%
국민연금	6.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	4.7	-1.2	9.2
상대수익률 (%p)	1.0	-4.0	2.5

	2015	2016P	2017E	2018F
매출액	6,428	6,626	7,062	7,614
증감률	-3.8	3.1	6.6	7.8
영업이익	885	1,104	933	1,057
영업이익률	13.8	16.7	13.2	13.9
(지배지분)순이익	655	852	750	850
EPS	5,291	6,875	6,053	6,861
증감률	-6.4	29.9	-12.0	13.4
PER	8.9	8.4	9.6	8.5
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	5.5	5.7	4.8
ROE	13.6	15.4	11.9	12.1
부채비율	84.7	73.3	67.5	62.6
순차입금	2,136	1,658	1,243	666

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 조수홍

02)768-7604, soohong.cho@nhq.com

Analyst 이규하

02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

## 외형 성장 가시성에 따른 Valuation 정상화 기대

### 2017년 수익성과 Valuation 모두 정상화될 전망

동사에 대한 Buy 투자의견 및 목표주가 75,000원을 제시한다. 목표주가는 2017E 기준 PER 12배 수준이다. 수익성이 정상화(하향안정)되고 외형 성장이 본격화되는 과정에서 Valuation 상승 가능성을 고려했다.

2017년의 영업이익 감소는 수익성이 정상화되는 과정으로 이해해야 한다. 지난 2~3년간 원자재 가격 하락에 힘입은 초과마진이 사라지는 것인데 원자재 가격 상승에 따라 2017년 영업이익은 1조원을 하회할 것으로 예상된다. 그러나 2013년 이후 4년만에 매출액이 7조원을 넘어서면서 2018년까지 외형성장이 본격화될 것으로 예상된다.

지난 3년간 높은 영업이익률에도 불구하고 Valuation이 하락했던 것은 ‘높은 수익성이 지속될 수 있는가?’라는 의구심 때문이었다. 2017년에는 수익성과 Valuation이 모두 정상화될 것으로 예상된다. 수익성 측면에서는 초과이익이 소멸(정상 수익성으로 회귀)되지만 Valuation 측면에서는 재개된 매출성장을 반영해 multiple이 상승할 것으로 전망한다. 가격인상과 제품믹스 개선에 따라 2018년 외형 및 이익 성장 가시성이 높을 것으로 전망하기 때문이다.

표1. Global Peer Analysis I - Earnings

(단위: 백만달러)

회사명		한국타이어	넥센타이어	Bridgestone	Sumitomo Rubber	Michelin	Goodyear Tire	Continental
매출액	2016P	5,712	1,647	30,768	6,977	23,141	15,158	44,882
	2017E	6,088	1,743	31,640	7,521	23,694	16,280	45,631
	2018F	6,564	2,034	32,685	7,845	24,808	17,079	47,973
영업이익	2016P	952	216	4,145	676	2,980	1,816	4,552
	2017E	804	197	3,999	550	2,943	1,852	5,036
	2018F	911	233	4,355	635	3,183	2,080	5,494
EBITDA	2016P	1,394	342	5,879	1,148	4,520	2,543	6,723
	2017E	1,288	325	5,766	1,014	4,457	2,557	7,245
	2018F	1,430	375	6,157	1,126	4,799	2,836	7,785
순이익	2016P	735	151	2,517	388	1,788	1,051	3,169
	2017E	647	134	2,510	362	1,754	929	3,368
	2018F	734	161	2,717	423	1,969	1,167	3,683
EPS (달러)	2016P	5.9	1.5	3.2	1.5	9.8	4.0	15.8
	2017E	5.2	1.3	3.3	1.4	9.6	3.8	16.8
	2018F	5.9	1.6	3.6	1.6	10.7	5.0	18.4
BPS (달러)	2016P	41.3	10.1	25.0	14.0	62.1	17.9	75.3
	2017E	46.2	11.2	27.9	15.7	67.0	21.6	87.1
	2018F	51.8	12.7	30.0	16.7	73.9	26.1	99.8
Net debt	2016P	1,429	511	-2,640	1,133	648	4,347	3,875
(-Net cash)	2017E	1,071	546	-1,395	1,114	565	4,638	1,532
	2018F	574	543	-2,326	946	-143	4,567	-191

주: 한국타이어, 넥센타이어는 NH투자증권 추정치. 나머지는 Bloomberg 추정치

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. Global Peer Analysis II - Valuation

회사명		한국타이어	넥센타이어	Bridgestone	Sumitomo Rubber	Michelin	Goodyear Tire	Continental
PER (배)	2016P	8.4	7.7	12.4	11.8	11.5	7.8	13.1
	2017E	9.6	9.2	12.6	12.2	11.5	8.9	11.9
	2018F	8.5	7.7	11.5	10.5	10.3	7.2	10.9
PBR (배)	2016P	1.2	1.1	1.4	1.1	1.8	1.7	2.6
	2017E	1.1	1.1	1.5	1.1	1.7	1.6	2.3
	2018F	1.0	0.9	1.4	1.0	1.5	1.4	2.0
EV/EBITDA (배)	2016P	5.5	4.8	4.8	5.2	4.8	4.9	6.7
	2017E	5.7	5.4	5.6	5.7	4.7	5.4	5.9
	2018F	4.8	4.6	5.1	5.0	4.2	4.8	5.3
ROE (%)	2016P	15.4	15.7	12.1	9.9	16.0	24.9	21.2
	2017E	11.9	12.3	12.1	9.3	15.3	20.5	20.1
	2018F	12.1	13.1	12.4	9.9	15.3	22.4	18.8
Div yield (%)	2016P	0.7	0.8	3.3	3.0	3.1	1.0	2.3
	2017E	0.7	0.7	3.0	2.9	3.2	1.0	2.5
	2018F	0.7	0.7	3.2	3.0	3.5	1.2	2.7

주1: 한국타이어, 넥센타이어는 NH투자증권 추정치. 나머지는 Bloomberg 추정치

주2: 3월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. Share price performance

(단위: 백만달러)

회사명		한국타이어	넥센타이어	Bridgestone	Sumitomo Rubber	Michelin	Goodyear Tire	Continental
주가(3/10, 달러)		50.8	12.1	40.9	16.8	113.3	35.5	203.7
시가총액		6,279	1,165	33,257	4,418	20,399	8,933	40,721
상대수익률 (%)	1 M	3.5	1.7	10.4	4.8	2.4	3.2	-0.3
	3 M	0.9	0.7	7.3	-0.1	-2.6	4.6	0.0
	6 M	-6.0	-9.2	12.1	4.3	-2.0	1.5	-12.8
	1 Y	6.6	-3.2	-1.9	-1.8	10.6	-8.5	-18.3
	YTD	-2.9	3.3	7.6	0.3	-2.2	8.4	-0.3
절대수익률 (%)	1 M	4.5	2.6	11.8	6.1	4.6	5.2	1.3
	3 M	3.9	3.7	9.7	2.1	1.2	9.3	6.0
	6 M	-1.4	-4.8	33.4	24.1	11.6	13.3	0.4
	1 Y	13.4	3.0	13.6	13.7	22.9	7.4	-0.6
	YTD	0.5	6.9	11.5	3.9	0.4	14.9	3.9

주: 3월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

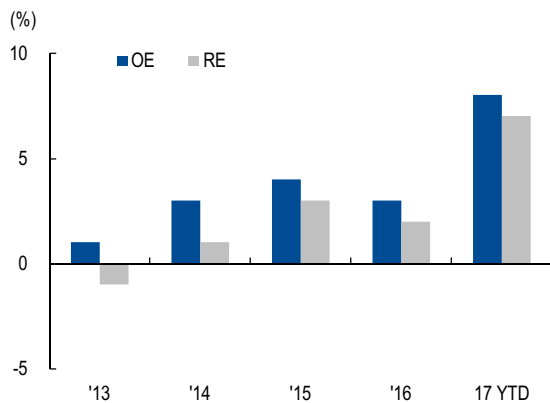
## 2017년 실적전망: 4년만에 매출액 7조원 상회할 전망

### 글로벌 타이어 시장 수요성장을 양호

글로벌 타이어 시장 성장률은 양호한 것으로 판단된다. 교체용 타이어 시장인 RE 시장의 경우 2013년 이후 유럽 시장의 양호한 성장세가 지속되고 있고 중국 시장도 8%대의 견조한 성장세를 유지하고 있다. 북미시장의 경우 2016년 성장률이 2%로 둔화되었지만 브라질 시장은 2017년 들어 그간의 수요 감소 추세에서는 벗어나고 있는 것으로 판단된다.

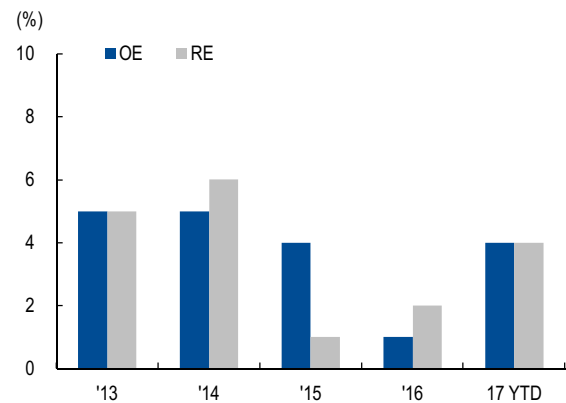
2017년 1월 RE시장 주요 지역별 성장률(y-y)은 유럽 +7% y-y, 북미 +4.0% y-y, 중국 +5% y-y, 브라질 flat y-y를 기록했다. 각 지역별 OE(신차용)시장 성장률은 유럽 +8.0% y-y, 북미 +4.0% y-y, 중국 +3.0% y-y, 브라질 +2.0% y-y로 각 지역별 자동차(신차) 수요 성장률 대비 양호한 성장률을 기록했다. 참고로 미국, 중국, 브라질의 1월 자동차 수요는 전년동월대비 감소세로 전환한 바 있다.

그림2. 유럽 타이어 수요: 양호한 성장세 지속



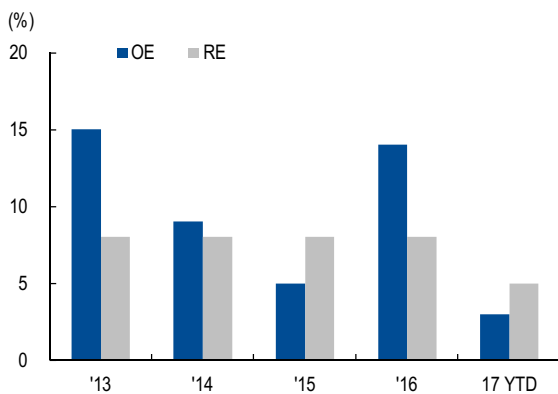
주: OE는 신차용 타이어. RE는 교체용 타이어  
자료: 미쉐린, NH투자증권 리서치본부

그림3. 북미 타이어 수요: 안정적인 성장



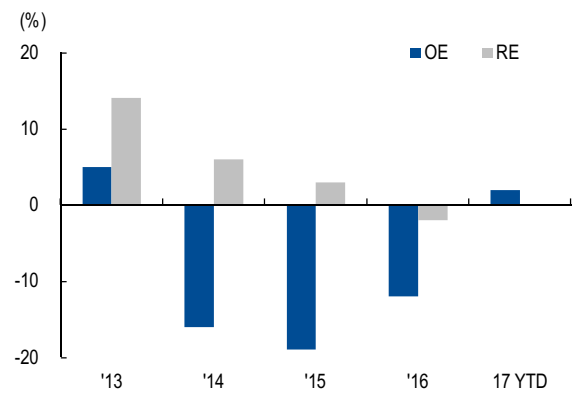
자료: 미쉐린, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중국 타이어 수요: 견조한 성장세



자료: 미쉐린, NH투자증권 리서치본부

그림5. 브라질 타이어 수요: 감소세에서 벗어나고 있음



자료: 미쉐린, NH투자증권 리서치본부

**2017년 매출액****성장요인****1) 미국공장****2) 가격인상****3) 제품믹스개선**

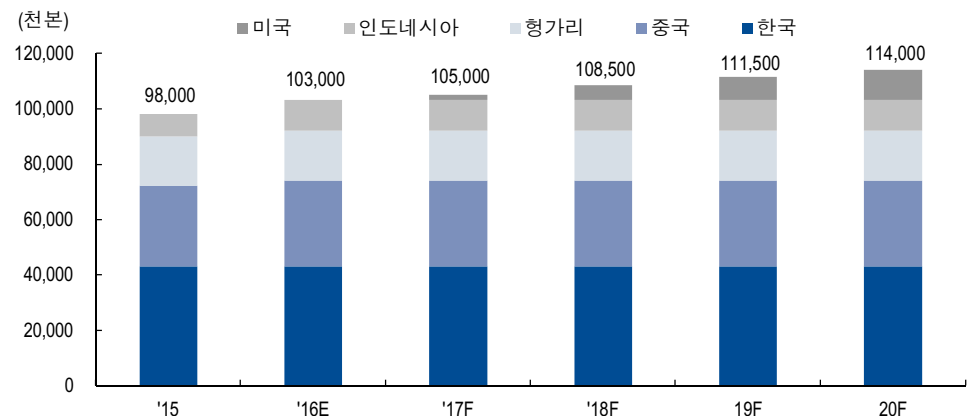
2017년 한국타이어의 매출액은 7조616억원(+6.6% y-y)으로 2013년 이후 4년만에 매출액 7조원을 넘어설 것으로 예상된다. 2017년 매출액 성장요인은 1) 미국공장 가동에 따른 생산능력 증가, 2) 원자재 가격 상승에 따른 타이어 가격인상, 3) 고인치 타이어 비중 증가 등이다.

먼저, 미국공장(테네시)은 생산능력 기준 약 600만본 규모로 2017년 가동을 시작한다. 하반기에 본격적으로 매출 성장에 기여할 것으로 예상되는데, 미국공장에서는 고인치 타이어를 주로 생산해 제품믹스도 개선될 것으로 예상된다. 미국공장은 2018년까지 600만본 규모로 운영되며 장기적인 생산능력은 1,200만본까지 확대될 것으로 예상된다.

최근 원자재 가격 상승으로 주요 타이어 메이커의 가격 인상이 진행 중이다. 동사는 2월 15일자로 국내 타이어 가격 인상(평균 3~4%) 계획을 발표했고 미국에서는 4월 1일부터 제품별로 최대 8%까지 가격을 인상할 계획이다. 또한 유럽 등 기타 지역에서도 가격을 인상할 것으로 보이기 때문에 2분기부터 가격인상 효과가 매출액 성장에 본격적으로 반영될 것으로 예상된다.

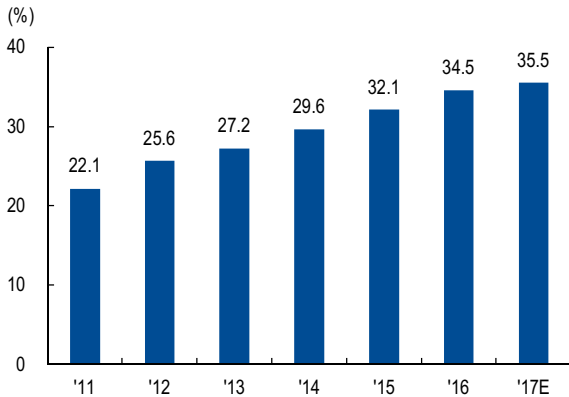
UHP(고성능 타이어) 비중 증가도 긍정적이다. 최근 중소형 세단에도 고인치 타이어가 확대 적용되고 있으며 글로벌 SUV 수요가 증가하고 있기 때문에 제품믹스 개선추세가 지속될 것으로 판단된다. 특히, 중국 자동차 시장의 경우 자동차판매에서 SUV가 차지하는 비중이 지속적으로 높아지고 있다. 동사의 매출액 대비 UHP 비중은 2016년 34.5%로 전년대비 2.4%p 개선되었으며, 고인치 타이어 수요 증가에 따라 동 비중은 꾸준히 높아질 것으로 예상된다.

**그림6. 한국타이어 글로벌 생산능력: 2017년 미국공장(테네시) 가동**



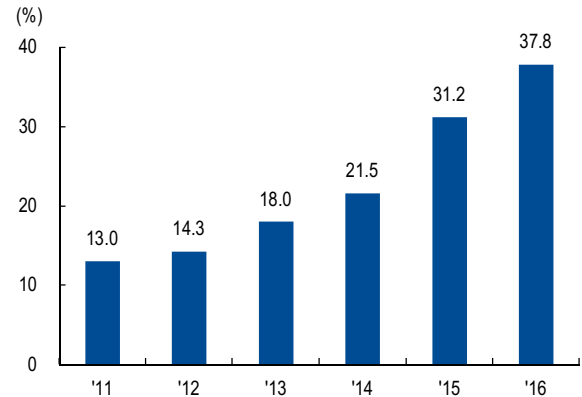
자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 한국타이어 UHP 비중추이: 제품믹스 개선



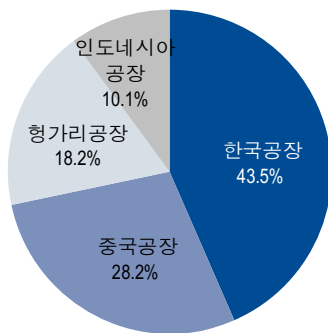
자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 중국 SUV 비중 증가추이: 고인치 타이어 수요 증가



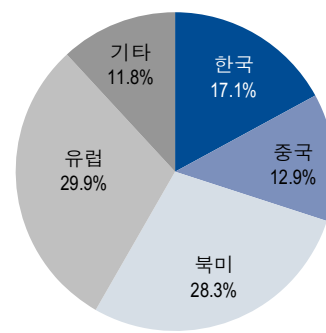
자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 한국타이어 공장별 생산비중(2016년): 원산지 다변화를 통한 제조원가 관리 가능한 구조



자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부

그림10. 한국타이어 지역별 매출액 비중(2016년)



자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부

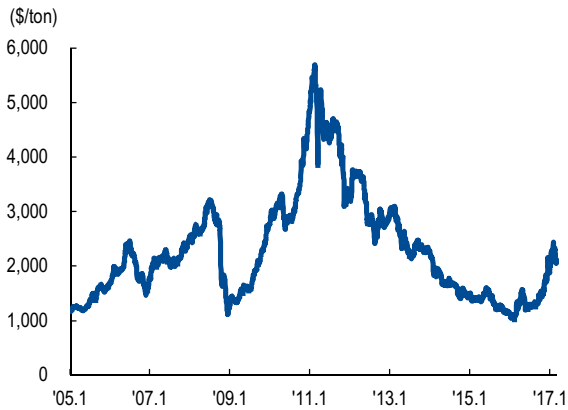
### 2017년 영업이익은 감소 4분기부터 영업이익 성장세 전환

매출액 성장세가 예상되지만 원자재 가격 상승에 따라 2017년 영업이익은 9,332억원(-15.5% y-y, 영업이익률 13.2%)으로 감소할 것으로 예상된다. 원자재가격 상승에 따라 재료비 부담이 지속 증가하고 가격인상 효과는 후행적으로 반영될 것이기 때문에 영업이익 감소세(y-y)는 3분기까지는 지속될 것으로 전망한다.

천연고무(SMR20) 가격은 2016년 8월 톤당 약 1,400달러에서 2017년 초 톤당 2,400달러 수준으로 고점을 형성한 이후 최근 2,000달러 수준에서 머물고 있다. 통상적으로 천연고무 현물가격이 실제 투입가격에 반영되는 시차(약 3개월~6개월)를 고려하면 2분기까지 천연고무 투입가격 상승세는 지속될 전망이다. 또한 부타디엔 가격 상승 추이를 감안할 때 합성고무 가격도 원가부담요인으로 작용할 것이다.

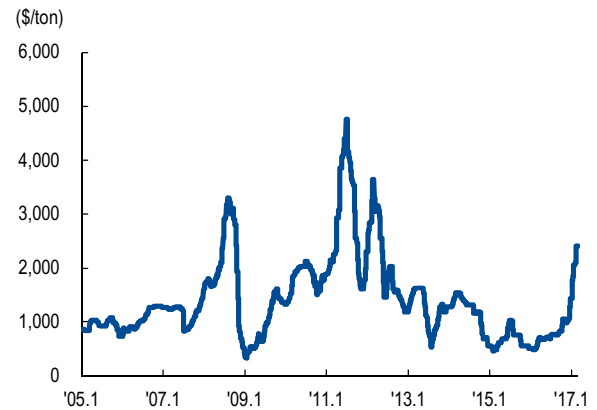
2017년 연간으로는 영업이익 감소가 예상되지만 4분기부터는 가격인상 효과 및 미국공장 가동 본격화 영향으로 매출액과 영업이익이 모두 성장세로 전환될 것이다. 이에 따라 2018년 매출액과 영업이익은 각각 7조6,143억원(+7.8% y-y), 1조570억원(+13.3% y-y)으로 성장할 것으로 예상된다.

그림 11. 천연고무 가격추이: 작년 하반기부터 상승추세



자료: Datastream, NH투자증권 리서치본부

그림 12. 부타디엔 가격추이: 합성고무 가격 상승 요인



자료: Datastream, NH투자증권 리서치본부

표 4. 한국타이어 실적추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017E	2018F
<b>매출액</b>	<b>1,626.0</b>	<b>1,727.4</b>	<b>1,657.6</b>	<b>1,615.0</b>	<b>1,634.4</b>	<b>1,804.5</b>	<b>1,798.0</b>	<b>1,824.7</b>	<b>6,626.1</b>	<b>7,061.6</b>	<b>7,614.3</b>
글로벌공장	1,575.1	1,597.8	1,510.7	1,574.6	1,556.5	1,631.5	1,689.9	1,783.9	6,258.1	6,661.8	7,183.3
한국공장	811.9	835.2	808.7	856.4	802.6	860.6	843.5	896.7	3,312.2	3,403.3	3,454.4
중국공장	380.8	375.5	355.7	370.2	377.2	383.4	384.9	396.5	1,482.3	1,542.0	1,610.2
헝가리공장	244.7	248.1	222.5	216.6	235.2	243.7	237.1	228.6	931.9	944.7	954.2
인도네시아공장	137.7	139.0	123.8	131.4	141.5	143.8	142.1	138.7	531.8	566.1	599.0
미국공장							82.3	123.4	-	205.7	565.5
<b>매출총이익</b>	<b>593.8</b>	<b>689.6</b>	<b>657.5</b>	<b>637.2</b>	<b>551.5</b>	<b>624.5</b>	<b>622.4</b>	<b>655.5</b>	<b>2,578.0</b>	<b>2,453.8</b>	<b>2,647.5</b>
매출총이익률(%)	36.5	39.9	39.7	39.5	33.7	34.6	34.6	35.9	38.9	34.7	34.8
톤당재료비 (\$)	1,492	1,458	1,495	1,511	1,640	1,714	1,757	1,792	1,489	1,726	1,800
천연고무	1,355	1,279	1,415	1,393	1,491	1,900	2,100	2,250	1,361	1,935	2,300
합성고무	1,779	1,888	1,858	1,896	2,234	2,300	2,330	2,350	1,855	2,304	2,400
<b>영업이익</b>	<b>251.1</b>	<b>310.3</b>	<b>302.6</b>	<b>239.7</b>	<b>208.1</b>	<b>235.1</b>	<b>241.4</b>	<b>248.6</b>	<b>1,103.8</b>	<b>933.2</b>	<b>1,057.0</b>
영업이익률(%)	15.4	18.0	18.3	14.8	12.7	13.0	13.4	13.6	16.7	13.2	13.9
EBITDA	388.6	433.3	423.7	370.9	358.7	369.6	374.0	392.1	1,616.5	1,494.4	1,659.4
EBITDA 마진율(%)	23.9	25.1	25.6	23.0	21.9	20.5	20.8	21.5	24.4	21.2	21.8
세전이익	247.2	310.7	270.5	256.4	213.4	240.8	247.0	254.4	1,084.9	955.1	1,082.7
<b>지배지분순이익</b>	<b>195.6</b>	<b>264.2</b>	<b>206.5</b>	<b>185.4</b>	<b>168.9</b>	<b>188.6</b>	<b>188.6</b>	<b>204.3</b>	<b>851.7</b>	<b>749.8</b>	<b>849.9</b>

자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

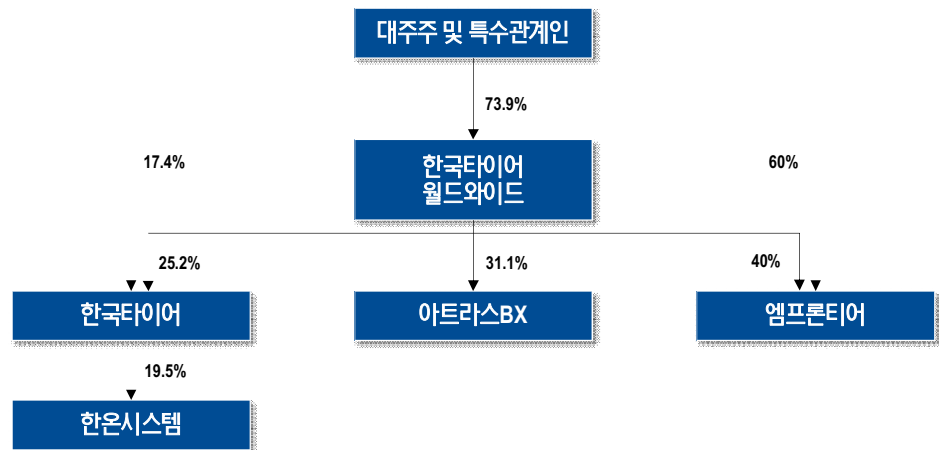
## 중장기 성장동력은 M&A 등을 통한 사업 다각화

### 한국타이어월드와이드가 그룹의 지주회사

한국타이어 그룹은 2012년 한국타이어의 인적분할을 통해 지주회사 체제로 전환했다. 한국타이어월드와이드가 그룹의 지주회사로서 대주주 및 특수관계인의 지분율은 73.9%이다.

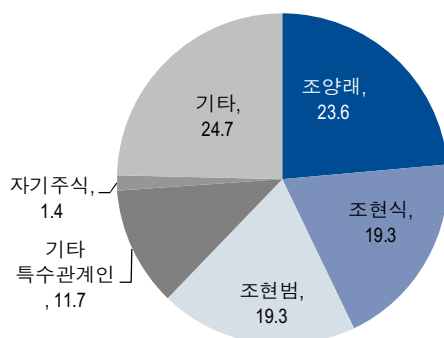
한국타이어월드와이드는 자회사로 한국타이어(지분율 25.2%), 자동차/산업용 배터리 제조기업인 아트라스BX(지분율 31.1%), IT 솔루션 기업인 엠프런티어(지분율 40%)를 지배하고 있으며 한국타이어가 한온시스템 지분 19.5%를 소유하고 있다. 주요 자회사인 한국타이어와 아트라스BX 모두 안정적인 사업구조를 갖추고 있고 대규모 설비투자가 마무리됨에 따라 현금 창출능력이 개선될 것으로 예상된다.

그림 13. 한국타이어그룹 지배구조



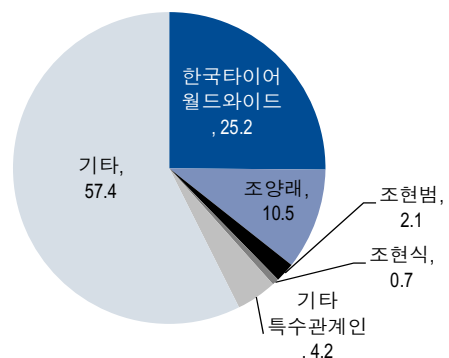
자료: 한국타이어월드와이드, NH투자증권 리서치본부

그림 14. 한국타이어월드와이드 주요주주 구성



자료: 한국타이어월드와이드, NH투자증권 리서치본부

그림 15. 한국타이어 주요 주주구성



자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부



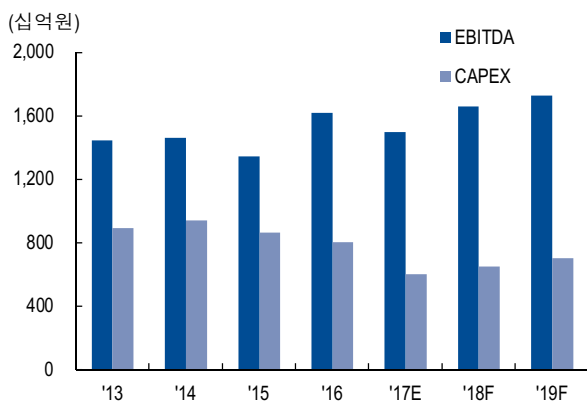
### 한국타이어, 미국공장 완공 기점으로 글로벌 거점투자 일단락

한국타이어는 2017년부터 미국공장을 가동한다. 생산능력은 약 600만본 규모로 시작되며 중장기적으로는 1,000만본 이상까지 확대될 가능성이 있다. 미국공장 증설이 마무리되면 사실상 대규모 투자는 없을 것으로 보인다.

한국타이어는 한국, 중국, 헝가리, 인도네시아에 각각 1,000만본 이상의 생산능력을 보유하고 있다. 따라서 미국공장 증설이 마무리되면 세계 주요 거점별 대규모 생산설비 구축은 일단락된다. 향후 소규모의 지역별 특화공장 투자가 진행될 수는 있겠지만 과거와 같은 대규모 거점 생산설비 구축 필요성은 크지 않을 것으로 예상된다.

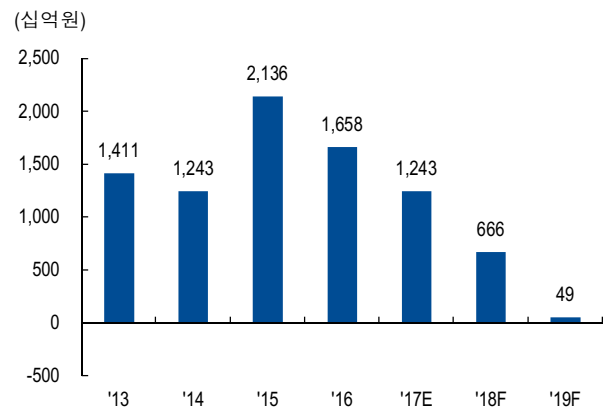
타이어 산업의 안정적인 수익구조와 향후 대규모 설비투자 필요성이 크지 않을 것임을 감안할 때 한국타이어의 연간 FCF(잉여현금흐름)은 5,000억원을 상회할 것으로 전망된다. 동사는 한온시스템 지분인수(취득가액 1조617억원)에 따라 연결순차입금이 2015년 2조1,360억원으로 2조원을 넘어섰지만 FCF 개선전망을 고려할 때 2019년에는 순현금 구조에 근접할 것으로 예상된다.

그림16. 한국타이어, EBITDA가 CAPEX를 초과하는 구조



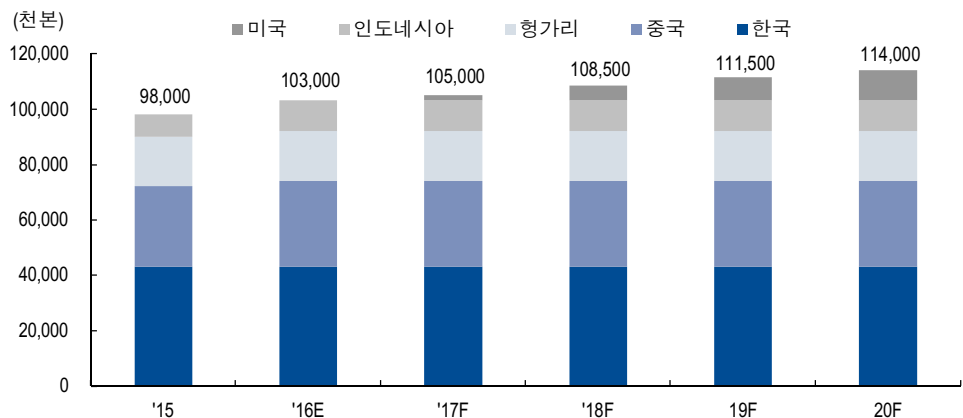
자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부

그림17. 한국타이어, 2019년 순현금 수준에 근접



자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부

그림 18. 한국타이어 글로벌 생산능력: 미국공장 증설 마무리되면 대규모 글로벌 거점투자는 마무리



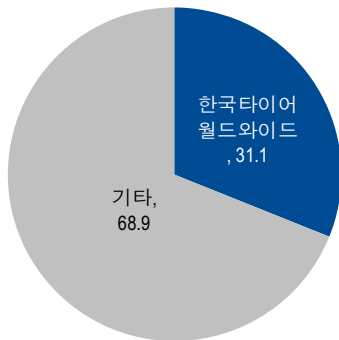
자료: 한국타이어, NH투자증권 리서치본부 전망

### 한국타이어월드와이드 현금흐름 개선, 아트라스BX 연결편입

한국타이어월드와이드는 한국타이어 등 주요자회사로부터의 브랜드로열티 및 배당금 수취 등으로 인해 안정적인 현금흐름을 확보하고 있다. 또한, 2016년에는 연간 약 500억원 이상의 안정적인 FCF(잉여현금흐름) 창출 능력을 보유한 아트라스BX를 연결 자회사로 편입했다.

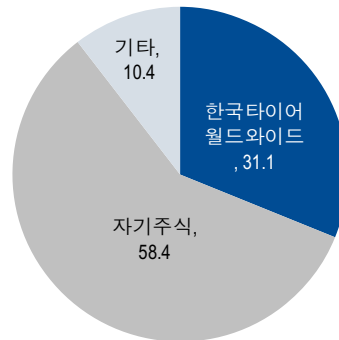
아트라스BX는 2016년 3월, 5월 두차례에 걸쳐 공개매수(공개매수가 5만원) 방식으로 자기주식을 매입했다. 두 차례 공개매수를 통해 아트라스BX는 자기주식 약 534.6만주(지분율 58.4%)를 매입했다. 공개매수 이후에도 동사의 아트라스BX에 대한 지분율은 31.1%로 동일하다. 그러나 자기주식 매입에 따라 아트라스BX에 대한 유효지분율이 74.9%로 상승했기 때문에 한국타이어월드와이드는 2015년 2분기부터 아트라스BX를 연결자회사로 편입했다.

그림19. 아트라스BX 주주구성(공개매수 전)



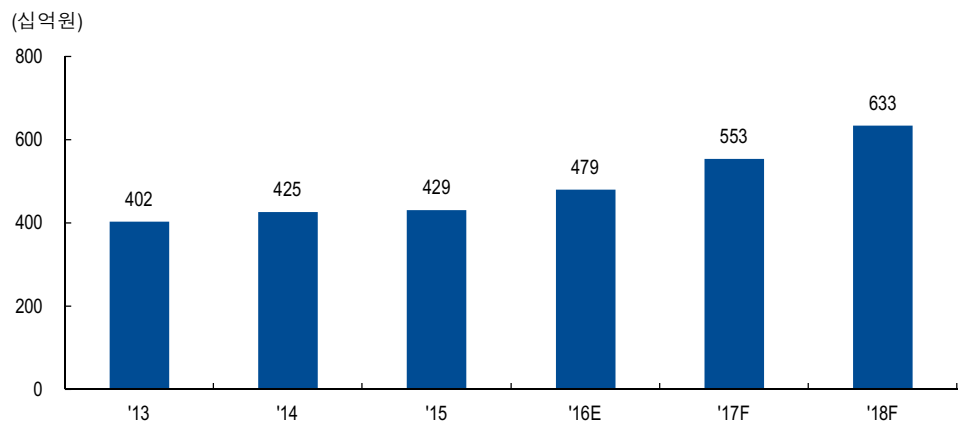
자료: 아트라스BX, NH투자증권 리서치본부

그림20. 아트라스BX(공개매수 이후)



주: 자기주식 매입에 따라 한국타이어월드와이드의 아트라스BX에 대한 유효지분율이 74.9%로 상승하면서 연결 자회사 편입  
자료: 아트라스BX, NH투자증권 리서치본부

그림 21. 한국타이어월드와이드 순현금 추이 - M&A 를 위한 재원



자료: 한국타이어월드와이드, NH투자증권 리서치본부 전망

**M&A 등 사업다각화를  
통한 미래가치 상승  
기대**  
**한온시스템 추가인수,  
해외유통망 확대**

한국타이어그룹은 한국타이어와 한국타이어월드와이드의 축적된 현금을 바탕으로 향후 M&A 등 사업다각화를 통해 장기성장을 추진할 것으로 예상된다.

한국타이어의 경우 2015년 PEF(사모투자펀드)인 한앤컴퍼니와 함께 한온시스템 지분 19.5%를 인수한 바 있는데 장기적으로는 추가지분 취득을 통해 한온시스템에 대한 지배력을 높여나갈 가능성이 있다. 또한 영업적인 측면에서는 해외 타이어 유통망 인수 등이 고려대상이 될 수 있을 것으로 보인다. 최근 한국타이어는 호주 타이어 유통업체(호주 내 83개 프랜차이즈 운영)인 Jax Tyres 지분 100%를 인수한 바 있다.

Jax Tyres 인수는 규모 및 금액(수백억원 추정) 측면에서 실적에 미치는 영향은 미미하지만 동사의 첫번째 해외유통망 인수사례라는 점에서는 의미가 있다. 이번 인수는 스터디 차원의 인수로 판단되는데 멀티브랜드 및 SW시스템 등 운영노하우 획득을 통해 향후 주요 지역에서 유통망 강화 투자가 진행될 가능성이 존재한다.

**티스테이션을 활용한  
사업다각**

한국타이어는 국내 약 600여개 규모로 티스테이션(T'station)을 운영하고 있다. 티스테이션은 타이어중심의 자동차 서비스 매장으로 타이어 및 자동차 용품 판매, 차량 정비 서비스를 제공하고 있다. 한국타이어는 2016년 한국전력공사와 '전기차의 개방형(24시간) 충전소 마련을 위한 부지사용협약'을 맺은 바 있다. 한국타이어가 대리점 등의 부지를 지원하면 한전이 충전소를 설립하는 구조로 대리점 1곳당 24시간 운영하는 개방형 충전기 1기를 설치한다는 내용이다. 현재 시범 운영중이며 시범운영 결과를 토대로 향후 확대여부를 검토할 계획에 있다. 장기적인 관점에서 볼 때 친환경차 시장 성장에 대한 사업 대응력을 높이고 티스테이션에 대한 고객 접근성을 높일 수 있다는 측면에서 긍정적인 사업 방향인 것으로 판단한다.

**한국타이어월드와이드  
M&A가 기업가치  
개선의 출발점**

한국타이어월드와이드도 매년 현금이 증가하는 구조로 2017년, 2018년 순현금 규모는 각각 5천억원, 6천억원을 넘어설 것으로 예상되고 있다. 축적된 현금은 미래 성장을 위한 M&A 등에 활용할 것으로 예상된다. 과거 한국타이어그룹은 금호렌터카 인수에 참여한 바 있는데 렌터카 사업 등 자동차 관련 후방산업 비즈니스에 대한 M&A를 통해 장기성장 잠재력을 높여나갈 것으로 예상된다.

그림22. 티스테이션의 활용 여부



자료: 티스테이션, NH투자증권 리서치본부

그림23. Jax Tyres - 해외 유통망 첫 인수사례



자료: Jax Tyres, NH투자증권 리서치본부

## STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
매출액	6,428	6,626	7,062	7,614
증감률 (%)	-3.8	3.1	6.6	7.8
매출원가	4,084	4,048	4,608	4,967
매출총이익	2,344	2,578	2,454	2,648
Gross 마진 (%)	36.5	38.9	34.7	34.8
판매비와 일반관리비	1,459	1,474	1,521	1,591
영업이익	885	1,104	933	1,057
증감률 (%)	-14.2	24.7	-15.5	13.3
OP 마진 (%)	13.8	16.7	13.2	13.9
EBITDA	1,344	1,616	1,494	1,659
영업외손익	-46	-19	22	26
금융수익(비용)	-61	-91	-62	-57
기타영업외손익	2	40	50	46
종속, 관계기업관련손익	14	32	34	37
세전계속사업이익	839	1,085	955	1,083
법인세비용	183	232	204	231
계속사업이익	657	853	751	851
당기순이익	657	853	751	851
증감률 (%)	-6.1	29.9	-12.0	13.4
Net 마진 (%)	10.2	12.9	10.6	11.2
지배주주지분 순이익	655	852	750	850
비지배주주지분 순이익	1	1	1	1
기타포괄이익	17	0	0	0
총포괄이익	674	853	751	851

## Valuation / Profitability / Stability

	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
PER(배)	8.9	8.4	9.6	8.5
PBR(배)	1.1	1.2	1.1	1.0
PCR(배)	4.0	4.4	4.7	4.3
PSR(배)	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.9	5.5	5.7	4.8
EV/EBIT(배)	9.0	8.0	9.1	7.5
EPS(원)	5,291	6,875	6,053	6,861
BPS(원)	41,448	47,923	53,576	60,037
SPS(원)	51,892	53,490	57,005	61,468
자기자본이익률(ROE, %)	13.6	15.4	11.9	12.1
총자산이익률(ROA, %)	7.4	8.6	7.0	7.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	12.2	14.1	12.1	13.2
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.7	0.7
배당성향(%)	7.6	5.8	6.6	5.8
총현금배당금(십억원)	50	50	50	50
보통주 주당배당금(원)	400	400	400	400
순부채(현금)/자기자본(%)	41.6	27.9	18.7	8.9
총부채/자기자본(%)	84.7	73.3	67.5	62.6
이자발생부채	2,896	2,872	2,907	2,973
유동비율(%)	116.6	131.8	147.5	163.3
총발행주식수(백만)	124	124	124	124
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	47,050	58,000	58,300	58,300
시가총액(십억원)	5,828	7,185	7,222	7,222

## STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

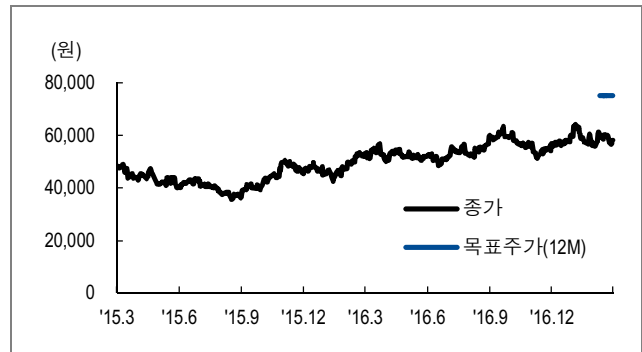
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	637	1,089	1,531	2,162
매출채권	1,001	1,068	1,138	1,227
유동자산	3,389	3,912	4,643	5,518
유형자산	4,494	4,727	4,786	4,854
투자자산	1,098	1,131	1,166	1,204
비유동자산	6,107	6,390	6,487	6,595
자산총계	9,496	10,302	11,130	12,113
단기성부채	1,631	1,670	1,765	1,887
매입채무	409	421	449	484
유동부채	2,907	2,969	3,149	3,379
장기성부채	1,265	1,202	1,143	1,086
장기충당부채	88	91	97	105
비유동부채	1,448	1,389	1,335	1,286
부채총계	4,355	4,358	4,484	4,666
자본금	62	62	62	62
자본잉여금	2,993	2,993	2,993	2,993
이익잉여금	2,134	2,936	3,636	4,437
비지배주주지분	6	8	9	10
자본총계	5,141	5,944	6,646	7,448

## CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
영업활동 현금흐름	1,114	1,324	1,119	1,335
당기순이익	657	853	751	851
+ 유/무형자산상각비	459	513	561	602
+ 종속, 관계기업관련손익	-14	-32	-34	-37
+ 외화환산손실(이익)	37	33	30	35
Gross Cash Flow	1,464	1,631	1,536	1,698
- 운전자본의증가(감소)	-81	-43	-189	-117
투자활동 현금흐름	-2,104	-874	-663	-719
+ 유형자산 감소	14	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-863	-800	-600	-650
+ 투자자산의매각(취득)	-1,076	-1	-1	-2
Free Cash Flow	251	524	519	685
Net Cash Flow	-990	450	456	616
재무활동현금흐름	889	-73	-14	16
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	889	-73	-14	16
현금의증가	-88	451	442	632
기말현금 및 현금성자산	637	1,089	1,531	2,162
기말 순부채(순현금)	2,136	1,658	1,243	666

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
한국타이어	161390.KS	2017.03.13	Buy	75,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자등급 분포는 다음과 같습니다. 2017년 3월 10일기준)

- 투자등급 분포

Buy	Hold	Sell
76.4%	23.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자등급은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자등급 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한국타이어'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.