

한국타이어(000240)

매수(신규)

목표주가: 64,000원

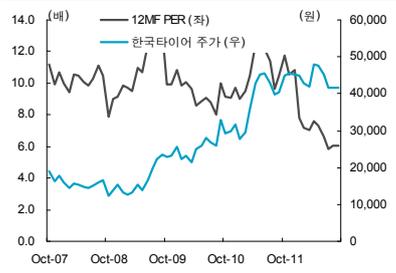
Stock Data

KOSPI(9/28)	1,996
주가(9/28)	41,600
시가총액(십억원)	6,331
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	50,000/38,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,752
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.3/33.8
주요주주(%)	조양래 외 12인 29.1
	국민연금공단 6.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	(1.7)	8.3
상대주가(%p)	(4.2)	0.1	(7.5)

12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

사업회사 주가 전망 밝아

사업회사로 다시 태어날 한국타이어 적정주가 64,000원

한국타이어 사업회사에 대한 투자 의견 '매수'와 12개월 forward PER 13배(07년 이후 최고치)를 적용한 목표주가 64,000원을 제시하며 분석을 시작한다. 브랜드 이미지 개선과 생산 능력 확대로 한국타이어의 성장성은 더욱 강화될 전망이다. 또한 원자재 투입단가는 11년 4분기부터 지속적으로 하락하고 있으며 중국 3공장 and 인도네시아 공장은 최근 상업 생산을 시작했다. 생산능력은 13년 기준으로 각각 3백만본이다. 이로써 견고한 실적은 지속될 것으로 판단되고 지주회사에 지급할 브랜드 이용료 매출액의 약 0.5%를 감안해도 13년 영업이익률도 12%를 상회할 것으로 전망된다. 한편 미국시장에서 중국산 타이어에 대한 셰이프가드가 철폐되어도 영향은 제한적이라고 판단되는데 그 이유는 1) 중국산 타이어보다 뛰어난 품질 및 브랜드, 2) 유연한 글로벌 생산, 3) 13년부터 미국시장에 도입되는 라벨링 제도, 4) 중국 시장의 경쟁 완화 때문이다.

13년 순이익은 4.8% 하향, EPS는 17% 상향 조정

동사는 9월 1일을 기준으로 투자를 담당하는 한국타이어월드와이드와 타이어사업을 맡는 한국타이어로 분할됐다. 분할비율은 0.186대 0.814로 10월 4일 재상장된다. 분할 후, 한국타이어는 매출액의 0.5% 수준의 브랜드 이용료를 월드와이드에게 제공하는데 13년에는 연간 391억원 수준일 것으로 추정된다. 또한 지분법이익(11년 기준 157억원)을 제공하는 회사(아트라스BX, 엠프론티어)는 월드와이드로 이전된다. 이로써 12년과 13년 순이익을 각각 6,313억원, 6,886억원으로 1.5%, 4.8% 하향 조정했다. 그러나 상장주식수는 1억 2,388만 주로 18.6% 감소해 12년, 13년 EPS는 각각 4,423원, 5,559원으로 5%, 17% 증가한다. 또한 지주사 전환을 위한 과정이 완료될 때까지 대주주 지분의 주식스왑 가능성 등을 고려할 때 사업회사 주가 전망은 밝다는 판단이다.

원자재 가격 추가 하락으로 수익성 개선될 전망

2분기 평균 천연고무 가격은 톤당 3,446달러로 전분기대비 9% 하락했다. 3분기 평균은 2,870달러에 불과하며 지난 8월 17일 태국, 말레이시아, 인도네시아의 공급축소(약 45만톤, 글로벌 연간 생산량의 5% 수준) 정책 발표 후에도 3천달러를 하회하고 있다. 합성고무의 평균 가격은 12년 2분기 톤당 3,872달러로 전분기대비 1.9% 상승했지만 3분기에는 3,376달러로 크게 하락했다. 동사의 천연고무 재고는 4~5개월분이고 합성고무 재고는 1개월분이다. 이로써 원자재 투입단가는 2분기 소폭 하락했지만 3분기에는 전분기대비 3.5% 하락해 영업이익률은 2분기 11.5%에서 3분기 12%로 상승할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	5,420.1	623.6	611.9	462.9	3,042	31.9	942.9	13.7	7.2	2.2	18.8
2011A	6,489.0	567.3	479.6	355.2	2,337	(23.2)	928.0	17.8	7.9	2.0	11.6
2012F	7,147.7	873.9	840.6	631.3	4,423	89.2	1,237.7	9.4	5.7	1.5	18.5
2013F	7,822.1	944.8	916.9	688.6	5,559	25.7	1,324.0	7.5	5.4	1.2	17.5
2014F	8,489.4	1,042.3	1,004.7	754.6	6,092	9.6	1,453.3	6.8	4.9	1.1	16.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

서성문 3276-6152
sungmoon.suh@truefriend.com

이현영 3276-6279
daniel.lee@truefriend.com

<표 1> 실적 전망 수정

(단위: 십억원)

	영업이익		Chg(%)	순이익		Chg(%)	EPS(원)		Chg(%)
	변경 전	변경 후		변경 전	변경 후		변경 전	변경 후	
FY12F	881.4	873.9	(0.9)	640.8	631.3	(1.5)	4,211	4,423	5.0
FY13F	977.5	944.8	(3.3)	723.1	688.6	(4.8)	4,752	5,559	17.0
FY14F	1,075.1	1,042.3	(3.1)	788.7	754.6	(4.3)	5,183	6,092	17.5

주: 1. 브랜드 이용료는 매출액의 0.5% 적용, 2. 모든 지분법이익은 한국타이어월드와이드로 이전
 자료: 한국타이어, 한국투자증권

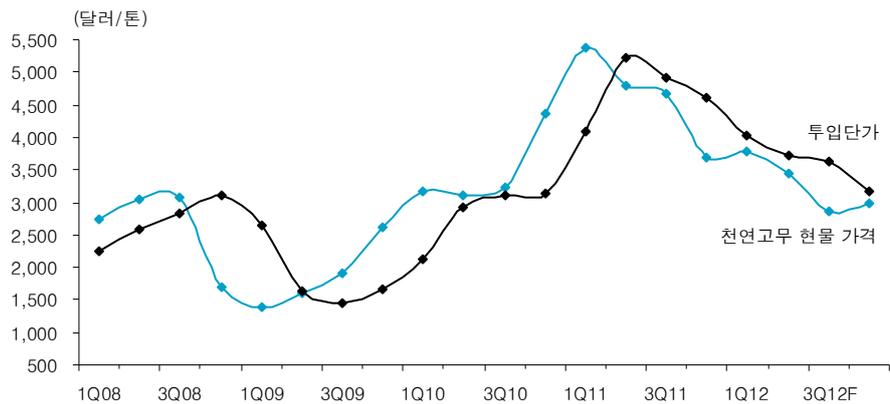
<표 2> 한국타이어월드와이드 밸류에이션

(단위: 십억원)

투자자산(A, 십억원)	391
상장회사	389
- 한국타이어	291
- 아트라스 BX	97
비상장회사	3
- 엠프론티어	3
무형자산 (B, 십억원) = 브랜드 이용료 수익 가치	444
EV (C=A+B, 십억원)	836
순차입금(D, 십억원)	(345)
NAV (E=C-D, 십억원)	1,181
30% 할인 NAV	827
주식수 (F, 백만주)	28.3
주당 NAV (G=E/F, 원)	29,199

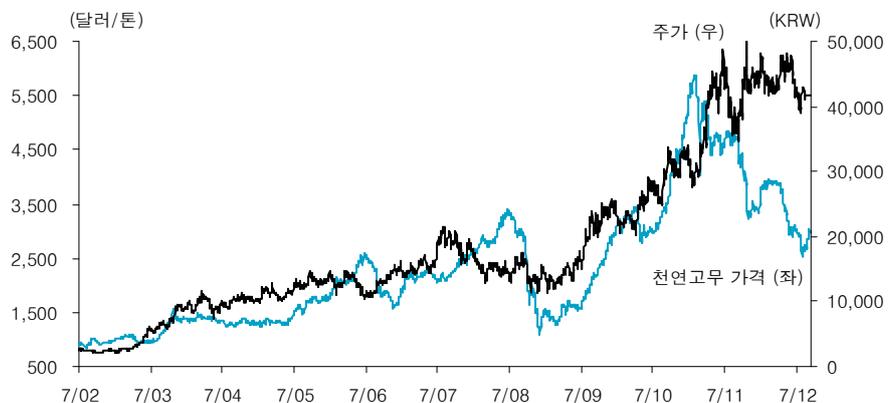
주: 브랜드 이용료 수익 가치 산정시 자기자본비용 12%, 계속성장률 3% 적용
 자료: 한국타이어, 한국투자증권

[그림 1] 천연고무 투입단가 vs 현물가격



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] 천연고무 가격 vs 주가



자료: Datastream, 한국거래소, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,842.2	3,776.6	3,708.2	3,850.0	4,223.5
현금성자산	912.2	932.6	621.1	918.7	1,059.4
매출채권	942.9	1,416.4	1,572.5	1,720.9	1,867.7
재고자산	938.8	1,329.3	1,286.6	1,329.8	1,358.3
비유동자산	1,343.3	3,706.2	4,180.5	4,961.1	5,676.7
투자자산	70.4	82.3	71.5	78.2	84.9
유형자산	3,066.2	3,333.2	4,037.6	4,804.6	5,506.9
무형자산	38.0	93.8	71.5	78.2	84.9
자산총계	6,133.2	7,436.4	7,887.9	8,811.8	9,765.8
유동부채	2,718.1	3,670.3	3,575.3	3,787.4	3,964.5
매입채무	781.5	893.9	1,155.4	1,206.4	1,299.6
단기차입금및단기사채	1,645.0	2,344.8	1,862.0	1,998.5	2,037.4
유동성장기부채	50.0	61.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	511.3	549.3	714.8	782.2	848.9
사채	149.7	149.9	164.4	179.9	195.3
장기차입금및리스부채	253.9	302.8	357.4	391.1	424.5
부채총계	3,229.4	4,219.7	4,290.1	4,569.7	4,813.5
자본금	76.1	76.1	76.1	76.1	76.1
자본잉여금	112.3	112.3	112.3	112.3	112.3
자본조정	159.4	194.5	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	2,556.1	2,833.8	3,411.0	4,055.3	4,765.5
자본총계	2,903.8	3,216.7	3,597.8	4,242.2	4,952.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	433.0	163.2	1,669.6	1,677.9	1,547.0
당기순이익	462.8	355.2	630.5	687.7	753.5
유형자산감가상각비	314.9	357.0	361.8	377.2	409.0
무형자산상각비	4.4	3.7	2.0	2.0	2.0
자산부채변동	(705.5)	(552.2)	244.0	136.5	(139.4)
기타	356.5	(0.6)	431.3	474.5	521.9
투자활동현금흐름	(513.5)	(745.1)	(1,353.0)	(1,617.5)	(1,629.3)
유형자산투자	(503.9)	(623.6)	(600.0)	(500.0)	(500.0)
유형자산매각	2.5	21.5	7.0	2.7	4.6
유동자산순증	1,588.9	934.4	(68.4)	141.8	373.4
투자자산순증	364.6	(11.9)	10.8	(6.7)	(6.7)
기타	(1,965.7)	(1,065.5)	(702.5)	(1,255.3)	(1,500.6)
재무활동현금흐름	130.8	707.3	(528.7)	142.4	44.3
자본금및자본잉여금증가	(511.7)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	1,577.5	760.5	(489.9)	170.3	72.3
배당금지급	(50.8)	(50.8)	(53.3)	(43.4)	(43.4)
기타	(884.2)	(2.3)	14.5	15.5	15.3
현금의증가	43.0	129.8	(212.1)	202.7	95.8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	5,420.1	6,489.0	7,147.7	7,822.1	8,489.4
매출총이익	1,628.0	1,675.1	2,038.1	2,227.3	2,415.2
판매관리비	1,020.2	1,118.9	1,164.5	1,256.7	1,345.0
기타영업손익	15.8	11.1	0.3	(25.7)	(27.9)
영업이익	623.6	567.3	873.9	944.8	1,042.3
금융수익	77.1	127.8	60.9	73.3	66.6
이자수익	15.6	22.5	10.1	13.0	14.8
금융비용	107.4	231.2	106.2	101.3	104.2
이자비용	61.4	73.7	67.6	57.5	60.7
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업관련손익	18.7	15.7	12.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	611.9	479.6	840.6	916.9	1,004.7
법인세비용	149.1	124.4	210.2	229.2	251.2
연결당기순이익	462.8	355.2	630.5	687.7	753.5
지배주주지분순이익	462.9	355.7	631.3	688.6	754.6
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	462.8	355.2	630.5	687.7	753.5
지배주주지분포괄이익	462.9	355.7	631.3	688.6	754.6
EBITDA	942.9	928.0	1,237.7	1,324.0	1,453.3

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	3,042	2,337	4,423	5,559	6,092
BPS	18,831	20,520	28,467	33,614	39,293
DPS	350	350	350	350	350
SPS	35,614	42,637	50,071	63,145	68,532
성장성(% YoY)					
매출증가율	NM	19.7	10.2	9.4	8.5
영업이익증가율	NM	(9.0)	54.0	8.1	10.3
순이익증가율	NM	(23.2)	77.5	9.1	9.6
EPS증가율	NM	(23.2)	89.2	25.7	9.6
EBITDA증가율	NM	(1.6)	33.4	7.0	9.8
수익성(%)					
영업이익률	11.5	8.7	12.2	12.1	12.3
순이익률	8.5	5.5	8.8	8.8	8.9
EBITDA Margin	17.4	14.3	17.3	16.9	17.1
ROA	10.2	5.2	8.2	8.2	8.1
ROE	18.8	11.6	18.5	17.5	16.4
배당수익률	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,593.1	2,224.0	1,960.7	1,943.8	1,935.6
영업이익이자보상배율(배)	10.2	7.7	12.9	16.4	17.2
차입금/자본총계비율(%)	72.3	88.9	66.3	60.6	53.7
Valuation(X)					
PER	13.7	17.8	9.4	7.5	6.8
PBR	2.2	2.0	1.5	1.2	1.1
PSR	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.2	7.9	5.7	5.4	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국타이어(000240)	2010.10.19	매수	37,000 원
	2010.10.26	매수	40,000 원
	2011.04.14	매수	48,000 원
	2011.07.08	매수	57,000 원
	2012.10.01	매수	64,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 10월 2일 현재 한국타이어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.