



Neutral (하향)

목표주가(12M) 60,000원(하향)

현재주가(5.03) 52,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,676.63
52주 최고/최저(원)	63,100/33,500
시가총액(십억원)	6,528.2
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	123,875.1
60일 평균 거래량(천주)	291.8
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0
외국인지분율(%)	41.05
주요주주 지분율(%)	
한국애펀퍼니 외 23 인	43.22
국민연금공단	7.01

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	9,197.5	9,576.2
영업이익(십억원)	1,540.8	1,477.8
순이익(십억원)	1,143.7	1,103.2
EPS(원)	9,195	8,846
BPS(원)	86,642	94,490

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,394.2	8,939.6	9,169.1	9,554.0
영업이익	705.8	1,327.9	1,606.9	1,609.7
세전이익	858.4	1,171.2	1,619.8	1,662.5
순이익	690.2	720.2	1,168.5	1,199.4
EPS	5,572	5,814	9,433	9,682
증감율	17.35	4.34	62.25	2.64
PER	5.59	7.81	6.27	6.10
PBR	0.44	0.59	0.69	0.63
EV/EBITDA	3.02	2.23	1.96	1.59
ROE	8.14	7.85	11.62	10.83
BPS	71,459	77,476	85,629	93,834
DPS	800	1,300	1,500	1,500



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 05월 07일 | 기업분석

한국타이어애펀테크놀로지 (161390)

한온시스템을 최종 인수

투자의견 Neutral로 하향

한국타이어애펀테크놀로지에 대한 투자의견을 Neutral로 하향하고, 목표주가를 6.0만원(목표 P/B 0.7배)으로 조정한다. 한온시스템을 최종 인수했는데, 서로 다른 제품 특성상 시너지의 크기가 불분명하고, 인수 자금 대비 ROE 4%대의 투자이며, 해외공장 건설을 위한 Capex 소요도 많은 상황에서 대규모 M&A로 당분간 주주환원을 기대하기 어렵다는 판단이기 때문이다.

한온시스템의 지분을 1.73조원에 추가 인수. 누적 50.53% 확보에 총 2.8조원

한국타이어애펀테크놀로지가 한온시스템을 최종 인수한다. 기존 대주주였던 한애펀코토홀딩스의 지분 50.5% 중 25.0%(증자 후 기준 22.28%)를 1.37조원(주당 10,250원)에 인수하는 동시에, 한온시스템이 3차 배정 유상증자를 하면서 해당 지분 10.88%를 3,651억원(주당 5,605원)에 취득한다. 이번 인수의 총 금액은 1.73조원이고, 주당 거래단가는 8,726원인 셈이다. 희석 기준으로 취득한 지분은 33.16%이고, 기존 보 지분 19.49%을 희석 기준으로 환산한 지분 17.37%를 포함할 경우, 최종적으로 한국타이어애펀테크놀로지의 지분은 50.53%가 된다. 한애펀코토홀딩스는 잔여 지분 22.73%를 당분간 보유한다. 이번 거래는 5월 3일 양해각서를 체결하고 8주~10주간의 실사와 관련 정부 인허가를 취득할 경우 최종 완료되는데, 유상증자 후속 일정은 최종 완료가 예상되는 시점에서 결정된다(완료되지 못하면 취소). 한편, 최종 지분인 50.53% 확보까지 투입된 총 금액은 2.8조원, 주당 단가는 약 9,235원이다.

시너지 크기가 불분명. 단기 ROE 4%대의 투자인 셈

한국타이어애펀테크놀로지의 2023년 말 별도 기준 총현금성 자산이 3,331억원(순현금은 3억원)이라 지분인수대금 1.73조원 중 상당부분을 외부자금에 의존해야 할 것이다. 별도 기준 부채비율이 20%로 낮고, 2023년 자본총계가 5,334억원 증가했으며, 2024년에도 이익 창출력이 양호하다는 점에서 외부자금 조달까지 큰 어려움은 없을 것이다. 한온시스템의 주가가 크게 하락한 시점에 추가 지분인수가 이루어졌고, 완성차량 납품(OE)에서 일부 협력을 기대할 수 있다는 점은 긍정적이다. 하지만, 타이어와 열관리 부품은 서로 다른 원료조달/생산/판매 특성을 가진 제품군이고, 타이어 내 OE 매출 비중이 20%(이익 비중은 이보다 낮음)로 낮다는 점에서 전체적인 시너지 크기가 불분명하다고 판단되는 바 소액주주들에게 큰 가치를 주는 거래라고 보기 어렵다. 이번 인수 거래의 평균단가 8,726원을 기준으로 한온시스템의 가치를 약 5.2조원으로 평가한 것인데, 이는 한온시스템의 향후 2년 순이익 기준으로 약 ROE 4%대의 거래인 셈이기 때문이다. 또한, 내년까지 해외 공장에 대한 증설로 Capex 소요가 많은 상황에서 M&A에 대규모 자금을 투자하면서 당분간 주주환원의 재원이 부족하다는 점도 아쉽다.

도표 1. 한국타이어앤테크놀로지의 한온시스템 인수 계약

(단위: 천주, 십억원)

구분	취득 주식수	거래 금액	거래 단가	거래 지분율	증자 기준 지분율
기존 보유분	104,031	1,062	10,206	19.49%	17.37%
+ (1) 한앤코오토홀딩스로부터 지분 인수	133,450	1,368	10,250	25.00%	22.28%
+ (2) 한온시스템의 유상증자 취득	65,145	365	5,605	10.88%	10.88%
= (3) 합산 (= (1) + (2))	198,595	1,733	8,726		33.16%
= 최종 보유분 (= 기존 + (3))	302,626	2,795	9,235		50.53%

주1: 거래 지분율은 거래 시점의 총 주식수에서 거래 주식수의 지분율

주2: 증자 기준 지분율은 한온시스템 유상증자를 감안한 희석 주식수 기준의 지분율

자료: 하나증권

도표 2. 한온시스템의 지분 변화

(단위: 천주, %)

구분	증자 전		지분거래 후		증자 후 최종	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
총계	533,800	100.00%	533,800	100.00%	598,945	100.00%
한앤코오토홀딩스	269,569	50.50%	136,119	25.50%	136,119	22.73%
한국타이어앤테크놀로지	104,031	19.49%	237,481	44.49%	302,626	50.53%
자기주식	132	0.02%	132	0.02%	132	0.02%
기타주주	160,068	29.99%	160,068	29.99%	160,068	26.73%

자료: 하나증권

도표 3. 한온시스템의 최근 5년간 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
매출액	7,154	6,873	7,351	8,628	9,559
영업이익	484	316	326	257	277
영업이익률	6.8%	4.6%	4.4%	3.0%	2.9%
자산총계	7,082	7,807	8,234	9,099	9,244
부채총계	4,745	5,568	5,757	6,729	6,736
자본총계	2,338	2,239	2,477	2,370	2,508
부채비율	203%	249%	232%	284%	269%

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 4. 한국타이어앤테크놀로지의 최근 5년간 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
(연결 기준)					
매출액	6,883	6,453	7,141	8,394	8,940
영업이익	544	628	642	706	1,328
영업이익률	7.9%	9.7%	9.0%	8.4%	14.9%
자산총계	10,165	10,659	11,694	12,581	12,763
부채총계	2,977	3,246	3,499	3,706	3,134
자본총계	7,187	7,412	8,196	8,876	9,630
부채비율	41%	44%	43%	42%	33%
(별도 기준)					
매출액	3,173	2,862	2,915	3,472	3,025
영업이익	97	94	-130	-25	24
영업이익률	3.1%	3.3%	-4.5%	-0.7%	0.8%
자산총계	6,070	6,430	6,611	6,769	6,569
현금	238	73	48	204	323
단기금융자산	10	407	274	89	10
부채총계	1,402	1,759	1,911	1,831	1,097
단기차입금	517	232	395	922	110
장기차입금	366	806	854	228	223
자본총계	4,668	4,671	4,700	4,938	5,471
부채비율	30%	38%	41%	37%	20%
총현금성자산	248	480	322	294	333
순현금성자산	-635	-558	-926	-856	0

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,394.2	8,939.6	9,169.1	9,554.0	9,936.1
매출원가	6,291.7	6,043.6	5,888.4	6,211.7	6,492.5
매출총이익	2,102.5	2,896.0	3,280.7	3,342.3	3,443.6
판매비	1,396.7	1,568.0	1,673.9	1,732.6	1,793.2
영업이익	705.8	1,327.9	1,606.9	1,609.7	1,650.4
금융손익	(4.8)	(49.0)	37.3	68.2	87.2
종속/관계기업손익	(11.6)	(12.0)	42.5	56.2	62.4
기타영업외손익	168.9	(95.8)	(66.9)	(71.5)	(64.7)
세전이익	858.4	1,171.2	1,619.8	1,662.5	1,735.3
법인세	152.6	442.4	437.3	448.9	468.5
계속사업이익	705.8	728.8	1,182.4	1,213.6	1,266.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	705.8	728.8	1,182.4	1,213.6	1,266.8
비배주주지분 순이익	15.5	8.6	13.9	14.3	14.9
지배주주순이익	690.2	720.2	1,168.5	1,199.4	1,251.9
지배주주지분포괄이익	700.2	843.0	1,170.6	1,201.5	1,254.1
NOPAT	580.4	826.3	1,173.0	1,175.0	1,204.8
EBITDA	1,241.7	1,835.3	2,116.1	2,131.5	2,240.2
성장성(%)					
매출액증가율	17.55	6.50	2.57	4.20	4.00
NOPAT증가율	8.32	42.37	41.96	0.17	2.54
EBITDA증가율	0.59	47.81	15.30	0.73	5.10
영업이익증가율	9.90	88.14	21.01	0.17	2.53
(지배주주)순이익증가율	17.34	4.35	62.25	2.64	4.38
EPS증가율	17.35	4.34	62.25	2.64	4.38
수익성(%)					
매출총이익률	25.05	32.40	35.78	34.98	34.66
EBITDA이익률	14.79	20.53	23.08	22.31	22.55
영업이익률	8.41	14.85	17.53	16.85	16.61
계속사업이익률	8.41	8.15	12.90	12.70	12.75

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,572	5,814	9,433	9,682	10,106
BPS	71,459	77,476	85,629	93,834	102,462
CFPS	11,415	15,143	16,260	16,239	17,190
EBITDAPS	10,024	14,816	17,082	17,207	18,084
SPS	67,763	72,166	74,019	77,126	80,211
DPS	800	1,300	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	5.59	7.81	6.27	6.10	5.85
PBR	0.44	0.59	0.69	0.63	0.58
PCFR	2.73	3.00	3.63	3.64	3.44
EV/EBITDA	3.02	2.23	1.96	1.59	1.19
PSR	0.46	0.63	0.80	0.77	0.74
재무비율(%)					
ROE	8.14	7.85	11.62	10.83	10.33
ROA	5.69	5.68	8.90	8.54	8.25
ROIC	10.35	14.78	20.75	19.38	19.24
부채비율	41.75	32.54	26.70	24.76	23.58
순부채비율	(2.04)	(16.62)	(27.75)	(31.89)	(35.05)
이자보상배율(배)	11.45	18.87	31.81	38.56	41.86

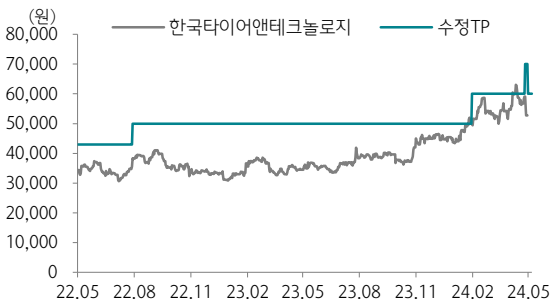
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,436.3	6,768.1	8,101.7	9,172.8	10,133.9
금융자산	2,121.8	2,773.8	3,932.7	4,690.4	5,480.5
현금성자산	1,139.4	2,243.9	3,389.8	4,128.8	4,900.4
매출채권	1,623.3	1,652.7	1,667.3	1,837.3	1,910.8
채고자산	2,449.5	2,022.6	2,294.3	2,417.3	2,495.1
기타유동자산	241.7	319.0	207.4	227.8	247.5
비유동자산	6,145.1	5,995.2	5,394.8	5,402.7	5,642.5
투자자산	1,678.8	1,555.2	444.0	453.6	463.3
금융자산	501.7	438.2	444.0	453.6	463.3
유형자산	3,687.5	3,714.3	4,223.2	4,219.8	4,448.7
무형자산	254.5	251.5	253.4	255.0	256.3
기타비유동자산	524.3	474.2	474.2	474.3	474.2
자산총계	12,581.4	12,763.3	13,496.5	14,575.5	15,776.4
유동부채	2,887.1	2,284.4	1,988.7	2,027.7	2,178.4
금융부채	1,352.9	558.7	362.2	350.6	434.7
매입채무	503.1	508.9	501.7	525.5	550.8
기타유동부채	1,031.1	1,216.8	1,124.8	1,151.6	1,192.9
비유동부채	818.6	849.4	855.1	865.2	832.3
금융부채	587.8	614.4	614.4	614.4	571.5
기타비유동부채	230.8	235.0	240.7	250.8	260.8
부채총계	3,705.7	3,133.8	2,843.8	2,892.9	3,010.7
지배주주지분	8,807.1	9,552.6	10,562.5	11,578.8	12,647.7
자본금	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9
자본잉여금	3,007.0	3,007.0	3,007.0	3,007.0	3,007.0
자본조정	(44.8)	(44.8)	(44.8)	(44.8)	(44.8)
기타포괄이익누계액	(61.8)	91.1	91.1	91.1	91.1
이익잉여금	5,844.8	6,437.3	7,447.2	8,463.6	9,532.4
비지배주주지분	68.6	77.0	90.2	103.8	118.0
자본총계	8,875.7	9,629.6	10,652.7	11,682.6	12,765.7
순금융부채	(181.1)	(1,600.7)	(2,956.0)	(3,725.4)	(4,474.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	504.6	1,973.2	1,518.4	1,617.6	1,794.0
당기순이익	705.8	728.8	1,182.4	1,213.6	1,266.8
조정	591.1	745.6	523.5	510.5	573.2
감가상각비	535.9	507.4	509.2	521.8	589.8
외환거래손익	28.3	41.7	50.0	40.0	40.0
지분법손익	11.6	35.0	(42.5)	(56.2)	(62.4)
기타	15.3	161.5	6.8	4.9	5.8
영업활동 자산부채 변동	(792.3)	498.8	(187.5)	(106.5)	(46.0)
투자활동 현금흐름	(332.0)	96.9	66.3	(535.3)	(829.6)
투자자산감소(증가)	(65.8)	201.3	1,153.0	45.8	52.1
자본증가(감소)	(249.3)	(420.1)	(1,000.0)	(500.0)	(800.0)
기타	(16.9)	315.7	(86.7)	(81.1)	(81.7)
재무활동 현금흐름	(90.3)	(865.2)	(355.1)	(194.5)	(141.9)
금융부채증가(감소)	95.6	(767.6)	(196.5)	(11.5)	41.1
자본증가(감소)	34.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(134.7)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(85.4)	(97.6)	(158.6)	(183.0)	(183.0)
현금의 증감	82.2	1,204.9	1,043.0	739.1	771.6
Unlevered CFO	1,414.0	1,875.9	2,014.2	2,011.6	2,129.4
Free Cash Flow	209.8	1,553.0	518.4	1,117.6	994.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국타이어앤테크놀로지



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.6	Neutral	60,000		
24.5.1	BUY	70,000	-23.29%	-21.86%
24.2.5	BUY	60,000	-8.01%	5.17%
23.8.3	1년 경과		-	-
22.8.3	BUY	50,000	-29.18%	-16.20%
22.2.7	BUY	43,000	-20.24%	-13.02%

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 5월 6일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.64%	4.91%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 03일