



2018년 12월 4일 | Equity Research



자동차/부품 Overweight

이런 부품업체들은 투자할 만하다

전방 수요에 대한 우려감으로 우량 부품업체들의 주가가 최근 1년간 40% 하락했다. 하지만, ① 재무구조가 우량하여 충분히 견딜 수 있고(평균 부채비율 87%), ② 극도로 낮은 Valuation까지 하락하여 주가의 안전마진을 확보하고 있으며(P/B 0.26배~0.56배), ③ 신규 고객과 신규 아이템으로 확대하면서 새로운 성장동력을 만들 수 있는 업체는 투자 유망하다. 에스엘, S&T모티브, 한라홀딩스, 평화정공, 디티알오토모티브, 새론오토모티브, 상신브레이크, 두울, 한조코퍼레이션, 우리산업을 제시한다.

Industry In-depth

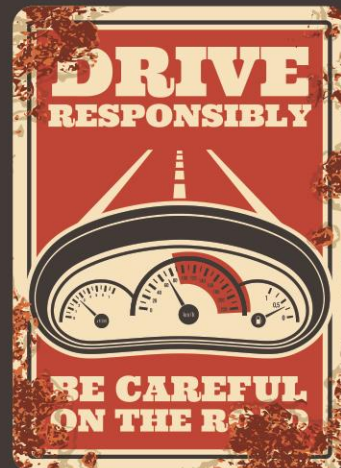
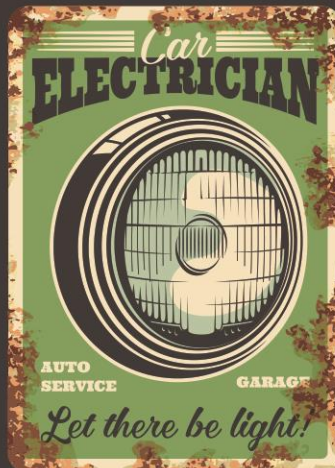
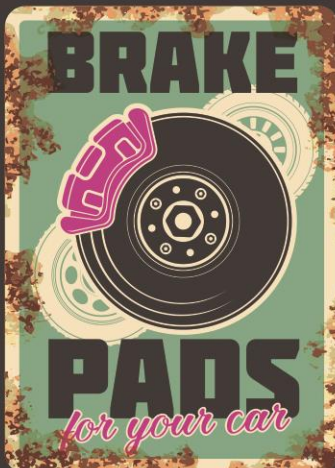
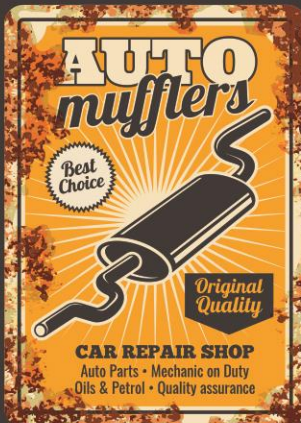
관심종목

에스엘(005850) | BUY | TP 20,000원 | CP(12월3일) 16,300원
 S&T모티브(064960) | BUY | TP 37,000원 | CP(12월3일) 27,850원
 한라홀딩스(060980) | BUY | TP 63,000원 | CP(12월3일) 44,450원
 평화정공(043370) | BUY | TP 10,000원 | CP(12월3일) 6,700원
 새론오토모티브(075180) | BUY | TP 7,000원 | CP(12월3일) 4,790원



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

RA 구성중
 02-3771-7219
 sungoong.gu@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 글로벌 자동차 수요는 저성장 지속	5
2. 현대/기아의 판매/출하도 시장 수준에서 등락할 전망	7
3. 부품업체들은 보릿고개로 진입	9
4. 그래도, “이건 너무하네~” 싶은 주식들도 있다	10
5. 성장동력을 찾아가고 있는 부품 업체들은 유망	14
관심종목	19
에스엘 (005850)	20
S&T모티브 (064960)	26
한라홀딩스 (060980)	31
평화정공 (043370)	36
새론오토모티브 (075180)	42
디티알오토모티브 (007340)	47
상신브레이크 (041650)	51
두울 (016740)	55
핸즈코퍼레이션 (143210)	59
우리산업 (215360)	63

2018년 12월 4일 | Equity Research

자동차/부품

이런 부품업체들은 투자할 만하다

어려운 전방산업의 여파로 주가가 평균 54% 하락

글로벌 자동차 시장의 성장률은 2018년 1.1%, 2019년 1.1%에 불과할 정도로 저성장이다. 한국 완성차들도 시장부진의 여파로 2018년/2019년 각각 1%/2% 성장할 것이고, 관련하여 후방 부품업체들은 가동률 하락과 가격전가 압력, 그리고 미래 기술개발 부담 등으로 어려움이 크다. 하지만, 자동차 산업에 대한 우려감이 주가에 광범위하게 반영되면서 일부 우량한 업체들의 주가도 과도하게 하락한 영역까지 진입했다. 하나금융투자에서 제시하는 우량 자동차 부품업체들의 주가는 사상 최고가 대비 평균 54% 하락했고, 최근 1년간 하락폭이 가속화되면서 52주 최고가 대비로는 평균 40% 하락했다.

공포가 무차별적으로 반영되면서 우량 업체들의 Valuation도 크게 하락

이렇게 도매급으로 하락했던 우량 부품업체들은 재무구조가 건실하고, Valuation이 과도하게 평가받고 있어 현 시점에서 투자를 고려할 만하다. 10개 우량 부품업체들의 평균 부채비율은 87%이고, 10개 업체들 중 6개 업체들의 부채비율이 100% 이하이며, 특히, 새론오토모티브/S&T모티브의 부채비율은 23%/41%에 불과할 정도로 낮다. Valuation도 크게 하락했다. 10개 부품업체들의 평균 P/B는 0.68배인데, 우리산업을 제외한 9개 업체들의 P/B 평균은 0.46배에 불과하다(0.26배~0.56배). 특히, 평화정공의 P/B는 0.26배로 극히 낮다. 단기 이익감소에 따른 자산생산성 둔화를 반영한 것이지만, 시가총액이 순유동자산 가치의 80% 수준이거나 순현금이 시가총액의 90% 수준에 이르는 등 지나치게 가혹한 수준이다. 고객 다변화와 M&A 등을 통해 상대적으로 안정적인 이익을 지속하는 업체들의 주가도 동반 하락하면서 공포가 무차별적으로 반영되고 있는 것이다. 배당수익률 관점에서도 매력적인 업체들이 등장하고 있다. 기대 배당수익률이 1.6%~4.5%의 범위이고, 평균 2.7%이다.

현 시점에서 투자를 고려할 만한 10개 부품업체들

어려운 시장환경 속에서도 하나금융투자는 이러한 자동차 부품업체들은 투자할 만하다고 판단한다. 이러한 업체들은, ① 전방 고객사의 부진으로 영업실적이 악화되었지만, 재무구조가 우량하여 충분히 견딜 수 있고, ② 극도로 낮은 Valuation까지 하락하여 주가의 안전마진을 확보하고 있으며, ③ 기존 매출원 이외에 신규 고객 및 신규 아이টে으로 확대하면서 새로운 성장을 만들 수 있기 때문이다. 관련 투자할 만한 부품업체들로 에스엘, S&T모티브, 한라홀딩스, 평화정공, 새론오토모티브, 디티알오토모티브, 상신브레이크, 두울, 핸즈코퍼레이션, 우리산업을 제시한다.

Industry In-depth

Overweight

관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(12월3일)
에스엘(005850)	BUY	20,000원	16,300원
S&T모티브(064960)	BUY	37,000원	27,850원
한라홀딩스(060980)	BUY	63,000원	44,450원
평화정공(043370)	BUY	10,000원	6,700원
새론오토모티브(075180)	BUY	7,000원	4,790원
디티알오토모티브(007340)	Not Rated	Not Rated	31,400원
상신브레이크(041650)	Not Rated	Not Rated	3,880원
두울(016740)	Not Rated	Not Rated	2,870원
핸즈코퍼레이션(143210)	Not Rated	Not Rated	6,650원
우리산업(215360)	Not Rated	Not Rated	32,600원



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

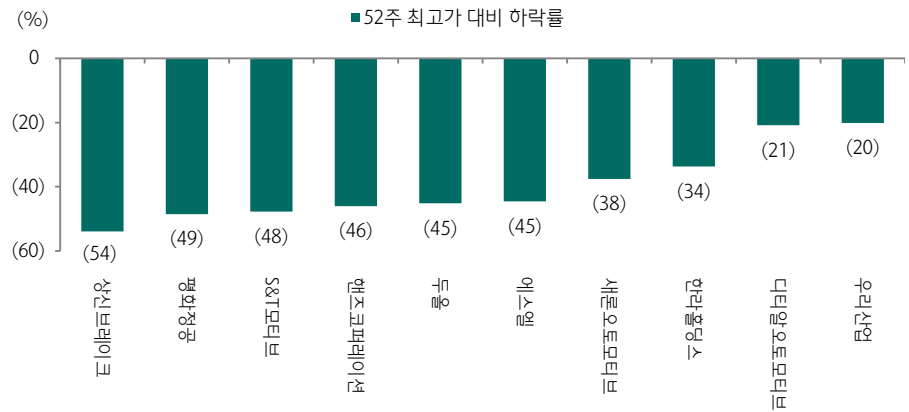
RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

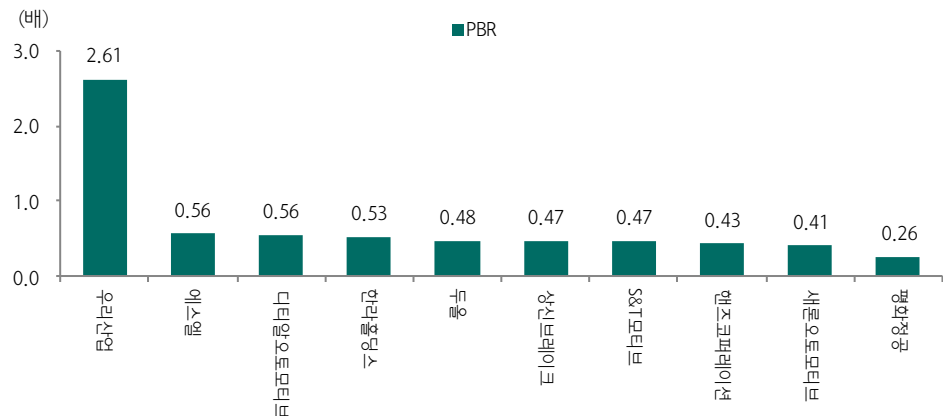
Summary

주요 부품업체 10개사의 52주 최고가 대비 주가 하락률



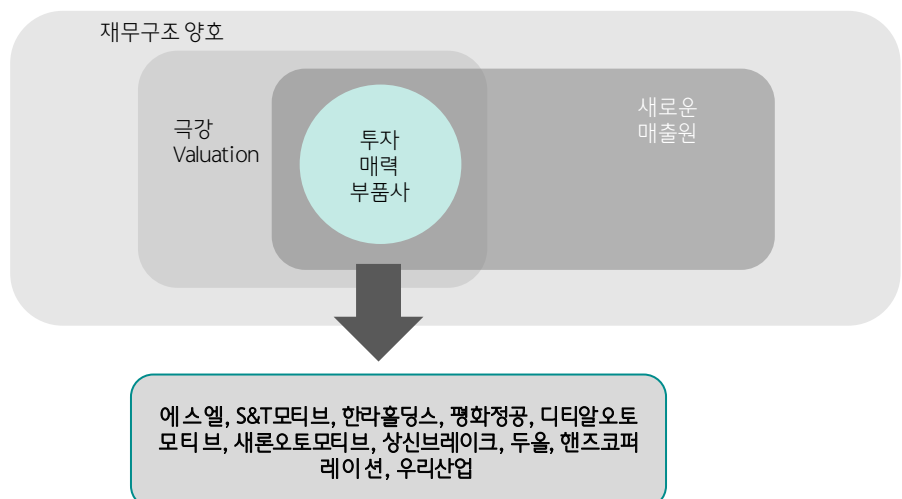
자료: 하나금융투자

주요 부품업체 10개사의 P/B 배수



자료: 각 사, 하나금융투자

투자할 만한 자동차 부품업체 도출



자료: 하나금융투자

투자할 만한 부품업체들의 Valuation Table

(단위: 원)

구분		커버리지										비커버리지									
종목명		에스엘		S&T모티브		한라홀딩스		평화정공		새론 오토모티브		디티알 오토모티브		상신 브레이크		두울		핸즈 코퍼레이션		우리산업	
투자이견		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		N/R		N/R		N/R		N/R		N/R	
목표가		20,000		37,000		63,000		10,000		7,000		N/R		N/R		N/R		N/R		N/R	
현재가		16,300		27,850		44,450		6,700		4,790		31,400		3,880		2,870		6,650		32,600	
투자지표	단위	17	18F	17	18F	17	18F	17	18F	17	18F	17	3Q18 누적	17	3Q18 누적	17	3Q18 누적	17	3Q18 누적	17	3Q18 누적
매출액	십억원	1,485.5	1,560.8	1,137.5	1,039.4	922.2	961.5	1,053.8	1,046.9	183.5	170.9	877.9	692.6	384.5	286.0	345.0	352.2	613.1	445.1	279.4	245.3
영업이익	십억원	54.8	38.3	96.7	60.7	62.7	86.1	25.2	23.6	16.7	11.4	59.5	58.2	35.9	15.5	22.0	23.7	31.9	8.1	17.1	13.8
세전이익	십억원	109.4	77.4	72.0	82.9	68.5	64.8	100.0	26.2	19.1	14.9	51.0	66.5	31.2	10.8	25.8	20.5	31.2	2.0	14.3	13.7
순이익	십억원	95.1	54.3	56.9	60.5	43.0	51.2	74.5	19.2	13.3	10.1	49.4	46.1	23.0	5.5	13.4	11.5	23.4	1.5	11.8	10.3
EPS	원	2,810	1,605	3,888	4,141	3,982	4,740	3,549	912	691	528	2,199	n/a	1,073	n/a	457	n/a	1,069	n/a	1,289	n/a
증감률	%	(12.7)	(42.9)	69.4	6.5	(42.9)	19.0	39.8	(74.3)	(41.2)	(23.6)	(34.8)	n/a	18.4	n/a	(8.6)	n/a	(49.2)	n/a	(10.5)	n/a
PER	배	8.72	10.16	12.05	6.73	15.75	9.38	2.96	7.34	10.85	9.06	14.53	n/a	7.08	n/a	8.91	n/a	8.46	n/a	27.23	n/a
PBR	배	0.86	0.55	0.95	0.53	0.72	0.49	0.44	0.27	0.66	0.41	0.64	n/a	0.93	n/a	0.89	n/a	0.61	n/a	3.25	n/a
EV/EBITDA	배	6.17	4.39	4.48	2.62	15.68	10.17	2.96	1.29	2.04	0.04	3.60	n/a	5.28	n/a	4.64	n/a	5.11	n/a	13.77	n/a
ROE	%	10.23	5.53	8.12	8.14	4.64	5.38	15.06	3.72	6.12	4.54	7.77	n/a	14.50	n/a	9.89	n/a	7.45	n/a	14.25	n/a
BPS	원	28,436	29,641	49,272	52,412	87,126	90,533	24,122	24,874	11,439	11,817	49,828	n/a	8,209	n/a	4,590	n/a	14,783	n/a	10,805	n/a
DPS	원	400	400	1,000	1,000	1,350	2,000	160	160	150	150	700	n/a	170	n/a	100	n/a	100	n/a	100	n/a

자료: 각 사, 하나금융투자

투자할 만한 자동차 부품업체들

(단위: %, 배)

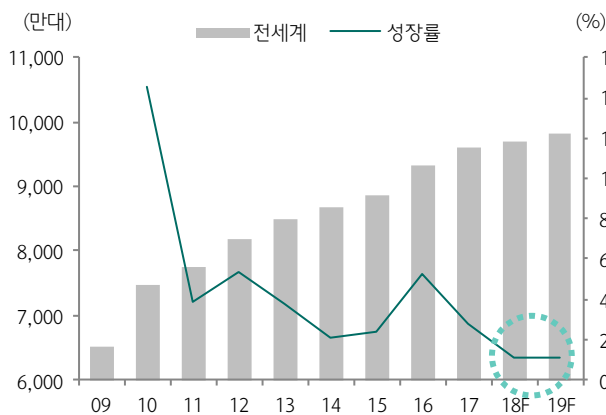
종목명	부채비율	P/B	성장동력
에스엘	68	0.56	2019년 4개의 신공장 완공 - GM/중국OE 등으로 고객 다변화 진행 - 램프와 Shifter에서 사양 상향화
S&T모티브	41	0.47	- 친환경 모터 부문의 고성장 - 글로벌GM향 오일펌프 공급 추가
한라홀딩스	95	0.53	자회사들의 ADAS 부문의 고성장 공유
평화정공	82	0.26	전장 부품의 중국OE 매출 시작
새론오토모티브	23	0.41	2019년 중국 연태법인의 매출기여 시작
디티알오토모티브	55	0.56	- 방진부품의 북미 매출액 고성장 - 축전지 부문의 수익성 개선
상신브레이크	141	0.47	2019년 멕시코 공장의 양산 시작 - 중국OE향 매출액 증가
두울	117	0.48	- 보그스테나 인수를 통한 외형 성장 - 중국 내 로컬 및 글로벌OE 수주 증가
핸즈코퍼레이션	116	0.43	2019년 모로코 공장의 완공 - 인도 기술수출과 로열티 수입 발생
우리산업	128	2.61	- PTC 히터 제품의 수주 큰 폭 증가 - 자회사 인수를 통한 ADAS 부문 강화

자료: 각 사, 하나금융투자

1. 글로벌 자동차 수요는 저성장 지속

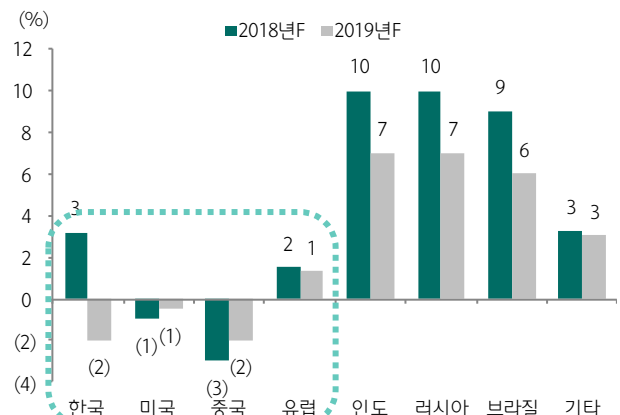
당분간 글로벌 자동차 수요의 저성장 기조는 유지될 것으로 보인다. 글로벌 자동차 시장의 성장률은 2018년 1.1%로 마칠 것이고, 2019년에도 1.1%에 불과할 전망이다. 인도/러시아/브라질 등 신흥국은 해당국의 경기 회복과 낮은 기저에 기반하여 한 자릿수 중반의 성장을 기록하지만, 전세계 자동차 수요의 60%를 차지하고 있는 미국/중국/유럽의 성장률이 -2%~1%로 둔화되기 때문이다.

그림 1. 글로벌 자동차 판매대수와 성장률 추이



자료: 각국 자동차협회, 하나금융투자

그림 2. 2018년/2019년 지역별 자동차 수요 증가율 전망



자료: 각국 자동차협회, 하나금융투자

표 1. 글로벌 자동차 시장 전망

(단위: 만대, %)

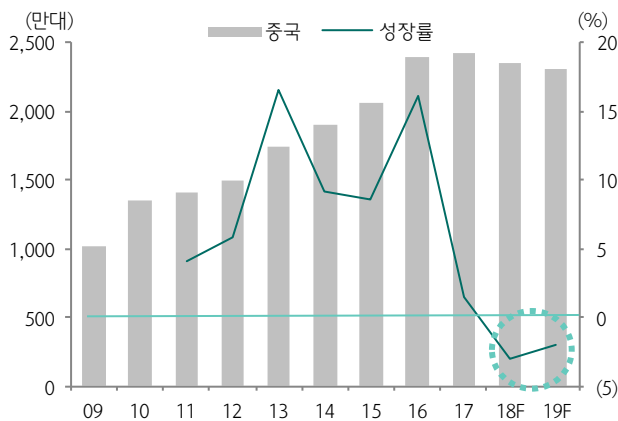
구분	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
전세계	7,765	8,179	8,485	8,665	8,870	9,340	9,601	9,704	9,798	2.8%	1.1%	1.1%
성장률(%)	4	5	4	2	2	5	3	1	1			
한국	163	154	154	166	183	183	179	185	181	-2%	3%	-2%
미국	1,273	1,444	1,553	1,648	1,744	1,754	1,722	1,705	1,697	-2%	-1%	-1%
중국	1,409	1,491	1,737	1,896	2,058	2,389	2,424	2,351	2,304	1%	-3%	-2%
유럽	1,359	1,253	1,233	1,301	1,420	1,513	1,563	1,586	1,607	3%	2%	1%
일본	421	537	538	556	505	497	523	529	534	5%	1%	1%
인도	243	265	246	254	276	296	322	355	380	9%	10%	7%
러시아	265	293	278	249	160	144	160	174	184	11%	9%	6%
브라질	343	363	358	333	248	199	218	239	256	9%	10%	7%
기타	2,289	2,378	2,389	2,261	2,277	2,367	2,490	2,583	2,671	5%	4%	3%

주: 중/대형 상용차 포함, 단, 일본과 중국은 상용차 제외

자료: IHS, 한국자동차산업연구소, 각국의 자동차 협회, 하나금융투자

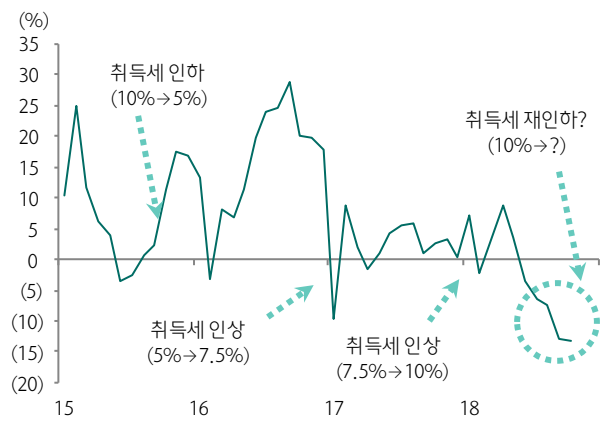
가장 큰 변수는 중국 시장의 성장률이다. 중국은 글로벌 시장의 1/4 비중을 차지하는데, 최근 5년 연평균 10%의 고성장을 기록했고, 2018년 상반기에도 전년 동기대비 3% 성장률을 기록했지만, 최근 5달간 -9%로 크게 부진하다. 경제성장률 둔화와 미중 무역분쟁으로 소비심리 하락하면서 하반기 급감한 것인데, 이를 고려할 때 2018년 연간 수요 증가율이 -3%로 마감될 전망이다. 현 추세 이어진다면 2019년도 역성장 가능성이 높다. 2015년 단행했던 취득세 인하 정책이 시장반등의 변수인데, 시장 관계자들의 요청에도 불구하고 정책당국은 현재 관련 정책을 고려하지 않고 있다고 밝혔다. 하지만, 현재의 시장수요 부진이 내년 상반기까지 이어진다면 부양정책이 발표될 가능성도 배제할 수 없고, 이는 중국/글로벌 수요반등에 영향을 미칠 것이다.

그림 3. 중국 자동차 판매대수와 성장률 추이



자료: CPCA(중국승용차연석회의), 하나금융투자

그림 4. 중국 자동차 수요 월별 증가율



자료: CPCA(중국승용차연석회의), 하나금융투자

2. 현대/기아의 판매/출하도 시장 수준에서 등락할 전망

시장수요가 저성장하는 가운데, 경쟁 심화로 현대/기아의 점유율은 정체되는 수준에 그칠 것으로 보인다. 현대/기아의 글로벌 판매대수는 2018년 1% 증가하고, 2019년에는 낮은 기저로 인해 3% 증가할 것이다. 미국과 중국에서는 신차 효과로 시장 대비 소폭 늘어나는 수준이고, 한국에서는 시장수요 감소의 여파로 판매가 감소할 것이다. 유럽과 기타 시장에서는 시장 수준의 판매증가가 예상된다. 공장 출하대수는 2018년/2019년 각각 1%/2% 증가할 것으로 보인다.

표 2. 현대/기아 글로벌 판매

(단위: 만대)

	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
판매	658	710	737	774	776	793	729	733	755	-8%	1%	3%
(중국 제외)	539	578	579	598	611	614	608	617	633	-1%	1%	3%
한국	117	117	110	115	124	119	121	126	123	1%	4%	-2%
미국	113	126	126	131	139	142	128	128	131	-10%	0%	2%
중국	119	133	157	176	165	178	121	117	122	-32%	-4%	4%
유럽	69	78	74	77	84	93	100	104	105	7%	4%	1%
기타	239	257	270	276	264	260	260	259	264	0%	0%	2%

자료: 현대차, 기아차, 하나금융투자

표 3. 현대차 글로벌 판매

(단위: 만대)

	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
판매	410	439	462	484	484	491	453	451	459	-8%	0%	2%
한국	68	69	64	68	71	66	69	72	70	5%	4%	-2%
미국	65	70	72	73	76	78	69	69	71	-12%	1%	3%
중국	76	85	103	112	104	113	82	77	80	-28%	-6%	4%
유럽	40	44	41	42	46	50	53	55	55	7%	3%	1%
기타	161	171	183	189	187	185	181	179	183	-2%	-1%	2%

자료: 현대차, 하나금융투자

표 4. 기아차 글로벌 판매

(단위: 만대)

	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
판매	248	271	275	291	292	301	276	282	296	-8%	2%	5%
한국	49	48	46	46	53	53	52	54	53	-3%	4%	-2%
미국	49	56	54	58	63	65	59	59	60	-9%	0%	2%
중국	43	48	55	65	62	65	40	40	42	-39%	0%	5%
유럽	29	33	34	35	39	44	47	50	50	8%	5%	1%
기타	78	86	87	86	76	74	78	80	81	5%	2%	2%

자료: 현대차, 하나금융투자

표 5. 현대차/기아차 글로벌 출하

(단위: 만대)

	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
공장 출하	660	713	756	800	801	788	723	729	745	-8%	1%	2%
국내	347	350	342	359	359	322	319	320	322	-1%	0%	1%
내수	117	117	110	115	124	119	121	126	123	1%	4%	-2%
수출	229	233	232	244	235	203	199	195	200	-2%	-2%	3%
해외	313	363	414	442	442	466	404	409	423	-13%	1%	3%
미국	61	72	77	76	75	76	62	56	58	-18%	-10%	5%
중국	117	134	158	177	168	179	115	119	122	-36%	4%	3%
인도	62	64	63	61	64	66	68	70	72	2%	3%	3%
체코	25	30	30	31	34	36	36	34	35	-1%	-6%	3%
터키	9	9	10	20	23	23	23	21	22	-1%	-7%	5%
러시아	14	23	23	24	23	21	23	24	24	13%	3%	0%
브라질	0	3	17	18	17	16	18	19	19	12%	5%	0%
슬로바키아	25	29	31	32	34	34	34	33	33	-1%	-3%	0%
멕시코	0	0	0	0	0	11	22	28	29	108%	26%	4%
기타	0	0	5	3	4	4	4	7	10	-1%	69%	42%

자료: 현대차, 기아차, 하나금융투자

표 6. 현대차 글로벌 출하

(단위: 만대)

	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
공장 출하	406	441	473	496	496	486	452	458	466	-7%	1%	2%
국내	189	191	182	188	187	167	169	173	173	1%	2%	0%
내수	68	69	64	68	71	66	69	72	70	5%	4%	-3%
수출	120	122	118	120	115	101	100	101	103	-1%	1%	2%
해외	217	250	291	308	310	319	283	286	294	-11%	1%	3%
미국	34	36	40	40	38	39	33	31	33	-15%	-5%	6%
중국	74	86	103	112	106	114	79	80	83	-31%	2%	4%
인도	62	64	63	61	64	66	68	70	70	2%	3%	0%
체코	25	30	30	31	34	36	36	34	35	-1%	-6%	3%
터키	9	9	10	20	23	23	23	21	22	-1%	-7%	5%
러시아	14	23	23	24	23	21	23	24	24	13%	3%	0%
브라질	0	3	17	18	17	16	18	19	19	12%	5%	0%
기타	0	0	5	3	4	4	4	7	8	0%	67%	14%

자료: 현대차, 하나금융투자

표 7. 기아차 글로벌 출하

(단위: 만대)

	11	12	13	14	15	16	17	18F	19F	17/16	18F/17	19F/18F
공장 출하	254	272	283	304	305	302	271	271	279	-10%	0%	3%
국내	158	159	160	171	172	155	150	148	150	-3%	-2%	1%
내수	49	48	46	46	53	53	52	54	53	-3%	4%	-2%
수출	109	111	114	124	120	102	98	94	97	-3%	-5%	3%
해외	96	113	123	133	133	147	121	124	129	-18%	2%	4%
중국	43	48	55	65	62	65	36	39	39	-45%	8%	0%
슬로바키아	25	29	31	32	34	34	34	33	33	-1%	-3%	0%
미국	27	36	37	37	37	37	29	25	25	-22%	-16%	2%
멕시코	0	0	0	0	0	11	22	28	29	108%	26%	4%
인도	0	0	0	0	0	0	0	0	2	na	na	na

자료: 기아차, 하나금융투자

3. 부품업체들은 보릿고개로 진입

완성차의 물량 저성장은 후방 부품업체들에게 부정적일 수 밖에 없다. 전방 수요의 둔화는 자동차 부품업체들에게는 가동률 하락과 가격전가 압력으로 작용하기 때문이다. 2016년부터 발생한 수익성 하락이 2017년~2018년 크게 심화되었고, 특히 중국 수익성 하락이 글로벌까지 확대되는 모습을 보이고 있다. 여타 지역의 상황도 그리 좋지는 않기 때문이다. 한국 공장들은 경직된 고용구조와 최저임금 상향 등으로 인건비 증가가 부담이고, 미국 공장들은 수요 감소와 고 인건비 구조가 지속적인 부담이다.

부품업체들의 수익성 하락과는 별도로 미래차 기술에 대한 부담은 지속된다. 완성차들과 더불어 친환경차/자율주행차/공유경제 등과 관련된 투자를 늘려야 하는데, 이익 감소는 미래 R&D/Capex 투자를 추가적으로 위축시키고 있다. 투자 여력의 축소는 미래 기술에 대한 대응력 상실로 이어지고 이는 중장기 경쟁력 약화로 귀결될 수 있다. 비용 경쟁력을 내세운 중국 부품업체들의 추격이 거센 상황에서 리스크가 확대되는 것이다.

밸류체인 전체의 이익에 중장기 압박이 되고 있는 상황이고, 특히 자동차 부품업체들의 이익 수준은 한 단계 하락했다. 당장 2차~3차 납품업체까지 내려가면서 기술적 노하우가 적은 단순 하청업체들 중에서 한계 기업이 발생할 것이다. 최근 2차/3차 부품업체들이 수익성 급락으로 1차 업체들에게 사업을 양도하는 사례가 발생하고 있다.

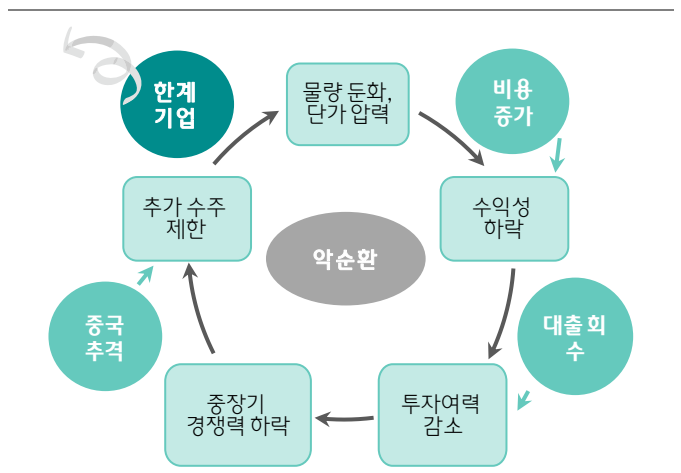
관련해서 부품업체들의 재무구조가 급격히 악화되고 있고, 중소형 부품업체들 중에는 운영자금, 시설투자자금 등의 목적으로 선제적인 증자(유상증자, CB, BW 등)를 단행하는 사례도 많아지고 있다. 현재 구도가 이어지면서 추가적인 사례가 나올 것으로 보이는 바, 관련하여 중국 비중이 높고, 부채비율이 높은 회사들은 주의깊게 관찰해야 한다.

표 8. 자동차 부품업체의 '물량+단가' 시뮬레이션 분석

구분	(단위)	전	후	변화율
수량	개	100	90	-10%
단가	만원	100	95	-5%
매출액	만원	10,000	8,550	-15%
영업비용	만원	9,500	8,850	-7%
고정비	만원	3,000	3,000	0%
변동비	만원	6,500	5,850	-10%
영업이익	만원	500	-300	적자
마진	%	5.0%	-3.5%	-8.5%p

자료: 하나금융투자

그림 5. 자동차 부품업체들의 잠재적 악순환 고리

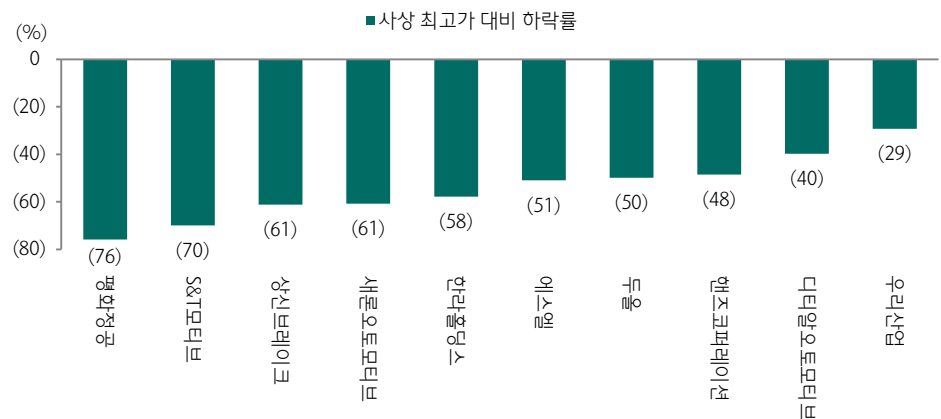


자료: 하나금융투자

4. 그래도, “이건 너무하네~” 싶은 주식들도 있다

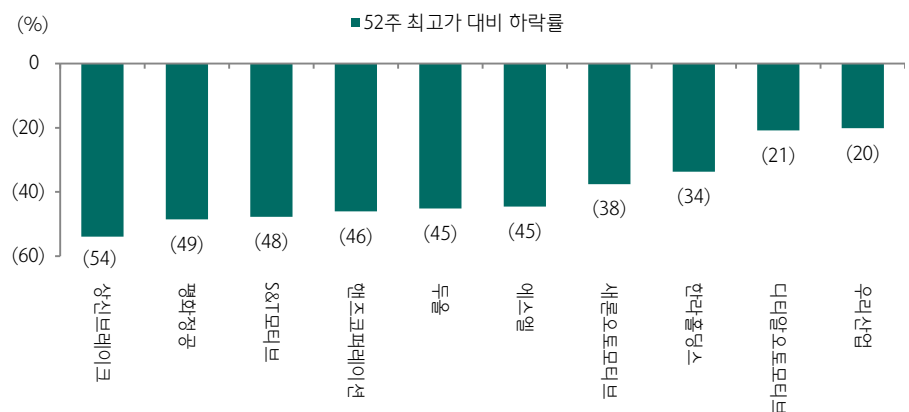
자동차 부품업종의 부진에 대한 우려감이 주가에 광범위하게 반영되면서 일부 우량한 업체들의 주가도 과도하게 하락한 영역까지 진입했다. 하나금융투자에서 제시하는 우량 자동차 부품업체들의 주가도 사상 최고가 대비 평균 54% 하락했고, 평화정공/S&T모티브는 76%/70% 하락했다. 상신브레이크/새론오토모티브도 61%/61% 하락했다. 최근 1년간은 그 하락폭이 가속화되었는데, 52주 최고가 대비 하락률은 평균 40%이고, 10개 업체들 중 6개 업체의 주가 하락폭이 40% 이상을 기록했다. 특히, 하락폭이 컸던 상신브레이크/평화정공/S&T모티브의 주가 하락은 각각 54%/49%/48%를 기록했다. 가장 하락폭이 적었던 업체들이 우리산업/디티알오토모티브로 각각 20%/21% 하락했을 뿐이다.

그림 6. 주요 부품업체 10개사의 사상 최고가 대비 주가 하락률



자료: 하나금융투자

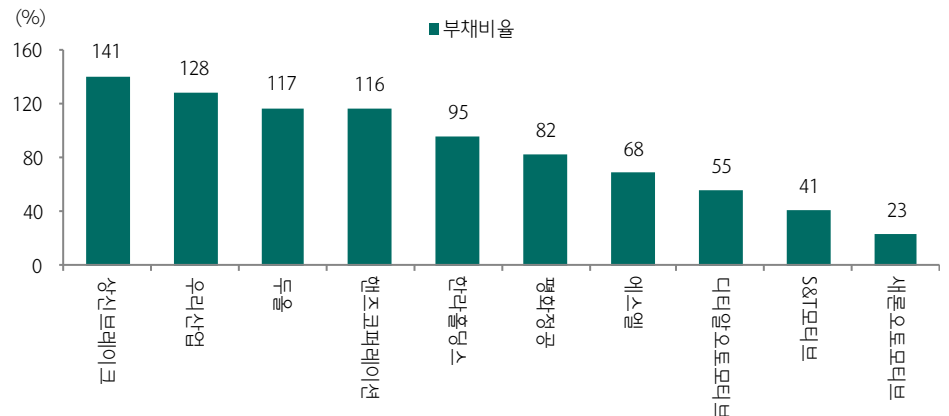
그림 7. 주요 부품업체 10개사의 52주 최고가 대비 주가 하락률



자료: 하나금융투자

이렇게 도매급으로 하락했던 우량 부품업체들은 재무구조가 견실하고, Valuation이 과도하게 평가받고 있어 현 시점에서 투자를 고려할 만하다. 10개 부품업체들의 평균 부채비율은 87%이고, 가장 높은 업체들이 상신브레이크/우리산업으로 141%/128%이다. 10개 업체들 중 6개 업체들의 부채비율이 100% 이하이고, 특히, 새론오토모티브/S&T모티브의 부채비율은 23%/41%에 불과할 정도로 우량하다.

그림 8. 주요 부품업체 10개사의 부채비율 (3분기말 기준)



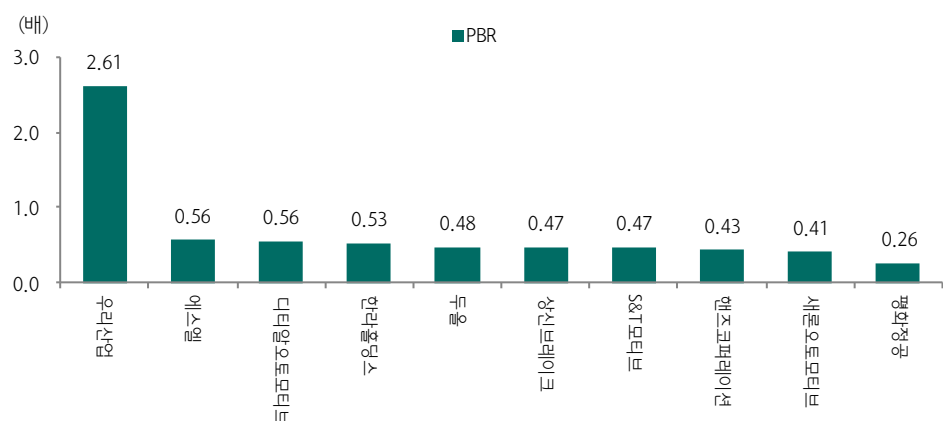
자료: 각 사, 하나금융투자

Valuation도 크게 낮은 수준이다. 2018년 전방 고객사의 출하부진의 여파로 이익이 감소하면서 P/E 배수는 높은 편이지만, P/B 기준으로는 극히 낮다. 10개 우량 부품업체들의 평균 P/B는 0.68배인데, 이 중 미래 성장 기대감이 크게 반영된 우리산업의 P/B 2.61배를 제외한 9개 업체들의 P/B 평균은 0.46배에 불과하다. 특히, 평화정공은 P/B는 0.26배로 극히 낮다. 다음으로 새론오토모티브/한스코퍼레이션의 P/B가 각각 0.41배/0.43배로 이르는 등 6개 업체들의 P/B가 0.4배대이다. 우리산업을 제외하고 가장 높은 P/B를 기록하고 있는 에스엘의 P/B가 0.56배일 정도이다.

물론, 단기 이익감소에 따른 자산생산성 둔화를 반영한 것이지만, 우량 업체들에게는 지나치게 가혹한 수준이다. ① 평화정공의 순유동자산가치(NCAV)는 3분기말 기준으로 927억원이고, 연말 기준으로는 1,700억원 인데, 현재 시가총액은 순유동자산가치의 80% 수준에 불과하다. 매각할 수 있는 부동산도 1,000억원이 넘는다. ② 새론오토모티브는 3분기 말 기준으로 순현금이 약 820억원인데, 이는 현재 시가총액의 90% 수준이다. 2018년 말 기준으로 EV/EBITDA가 겨우 0.1배에 불과하고, 추가적인 현금 축적으로 2019년 기준 EV/EBITDA는 음(-)의 영역으로 들어간다. ③ 한라홀딩스는 자체 영업가치 1,200억원과 만도 등 주요 자회사에 대한 지분가치(총 10,210억원을 40% 할인하여 6,130억원 반영), 그리고 골프장과 로열티 가치는 3,300억원 등을 합산하여 보수적으로 산정한 NAV 대비 할인폭이 40%를 상회하고 있다.

상대적으로 안정적인 이익을 지속하는 업체들도 동반 주가가 하락했다. ① 디티알오토모티브는 3분기 누적 매출액/영업이익은 6%/25% (YoY) 증가한 6,926억원/582억원(영업이익률 8.4%, +1.3%p (YoY))을 기록했다. 주요 고객사향 물량 증가, 환율 상승, 축전지 부문의 마진상승, 그리고 비용절감 등이 실적 개선의 원인이다. 2018년 연간 매출액/영업이익은 6%/26% 증가한 9,330억원/750억원(영업이익률 8.0%)으로 예상된다. 예상 실적을 기준으로 현재 주가는 P/E 5배 수준에 불과하다. ② 두올의 3분기 누적 매출액/영업이익은 54%/78% (YoY) 증가한 3,522억원/237억원(영업이익률 6.7%, +0.9%p (YoY))을 기록했다. 한국/중국 매출액이 3%/36% (YoY) 증가한 가운데, 전년 인수한 보그스테나의 실적이 연결로 반영되면서 유럽/남미 매출액은 329%/459% (YoY) 증가했다. 상대적으로 낮은 지배주주 순이익 증가율은 일시적으로 부가세 신고 오류에 따른 잡손실과 해외 배당수익에 대한 과세 등 때문이다. 한국에서 신형 산타페/K3 물량이 증가하고, 보그스테나의 실적이 온기로 반영되면서 2018년 매출액/영업이익은 4,900억원/340억원(6.9%, +0.5%p)로 예상된다. 현재 주가는 상환전환우선주의 희석과 일회성 손실을 제거한 기준으로 현재 P/E는 4배 대이다. ③ 우리산업의 3분기 누적 매출액/영업이익은 전년 동기대비 19%/10% 증가한 2,453억원/138억원(영업이익률 5.6%, -0.5%p (YoY))을 기록했다. PTC 히터 위주로 외형 성장이 있었으나, 감가상각비/수수료 등이 증가하면서 수익성은 하락했다. 연간 매출액/영업이익/순이익은 20%/13% 증가한 3,370억원/193억원(영업이익률 5.7%, -0.4%p)으로 예상된다. 현재 P/E 20배로 단기 Valuation은 높지만, PTC 히터 제품의 수주가 큰 폭 증가하면서 성장 기대감이 반영된 것이다.

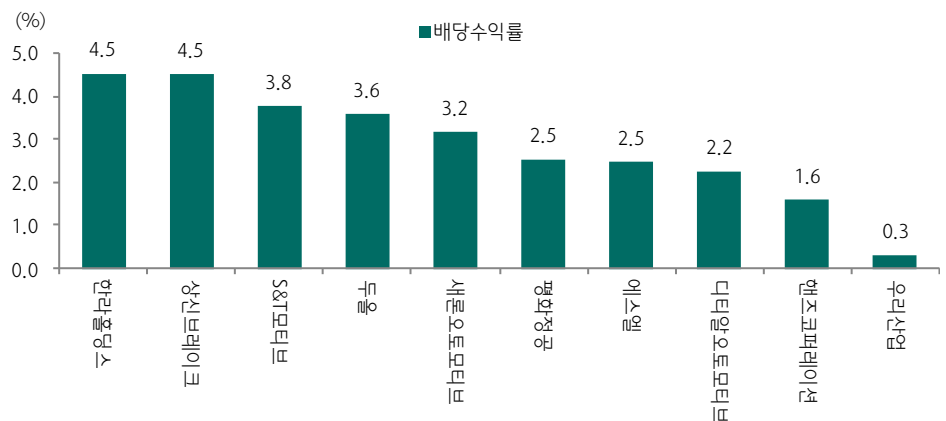
그림 9. 주요 부품업체 10개사의 P/B 배수



자료: 각 사, 하나금융투자

배당수익률 관점에서도 매력적인 업체들이 등장하고 있다. 이익 감소로 주당 배당금이 하락할 업체들도 있겠지만, 한라홀딩스와 같이 연말 배당에 대한 가이드라인을 제시한 업체들은 예상 배당수익률이 4.5%에 이른다. 상신브레이크는 실적하락으로 주당 배당금의 하락을 가정하더라도 기대할 수 있는 배당수익률이 2.6%~4.4%(주당 배당금 100원~170원 가정. 참고로 2017년 주당 배당금은 170원) 수준이다. S&T모티브/두울의 예상 배당수익률도 3.5% 이상으로 높은 편이다.

그림 10. 주요 부품업체 10개사의 배당 수익률

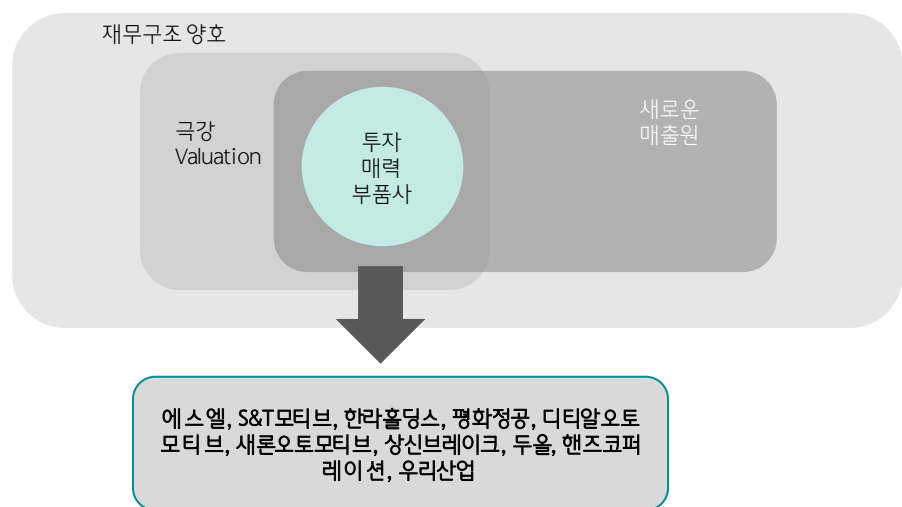


주: 배당 확정된 업체들은 확정된 금액. 나머지는 2017년 주당 배당금 기준인데, 2018년 배당금이 축소될 여지도 있어 확인해야 함
자료: 각 사, 하나금융투자

5. 성장동력을 찾아가고 있는 부품 업체들은 유망

어려운 시장환경 속에서도 하나금융투자는 이러한 자동차 부품업체들은 투자할 만하다고 판단한다. 이러한 업체들은, ① 전방 고객사의 부진으로 영업실적이 악화되었지만, 재무구조가 우량하여 충분히 견딜 수 있고, ② 극도로 낮은 Valuation까지 하락하여 주가의 안전마진을 확보하고 있으며, ③ 기존 매출원 이외에 신규 고객 및 신규 아이템으로 확대하면서 새로운 성장을 만들 수 있기 때문이다.

그림 11. 투자할 만한 자동차 부품업체 도출



자료: 하나금융투자

양호한 재무구조와 낮은 Valuation을 통해 주가의 추가 하락이 제한된 업체들 중에서 현재의 실적부진을 타개하기 위해 성장동력을 만들어가는 업체들은 주목해야 한다. 단기적인 이익감소를 충분히 감내할 수 있고, 현재의 노력들이 미래 실적회복으로 이어질 가능성이 크기 때문이다. 하나금융투자가 제시하는 투자할 만한 자동차 부품업체들의 구체적인 투자 포인트들은 다음과 같다.

표 9. 투자할만한 자동차 부품업체들

(단위: %, 배)

종목명	부채비율	P/B	성장동력
에스엘	68	0.56	• 2019년 4개의 신공장 완공 • GM/중국OE 등으로 고객 다변화 진행 • 램프와 Shifter에서 사양 상향화
S&T모티브	41	0.47	• 친환경 모터 부문의 고성장 • 글로벌GM향 오일펌프 공급 추가
한라홀딩스	95	0.53	• 자회사들의 ADAS 부문의 고성장 공유
평화정공	82	0.26	• 전장 부품의 중국OE 매출 시작
새론오토모티브	23	0.41	• 2019년 중국 연태법인의 매출기여 시작
디티알오토모티브	55	0.56	• 방진부품의 북미 매출액 고성장 • 축전지 부문의 수익성 개선
상신브레이크	141	0.47	• 2019년 멕시코 공장의 양산 시작 • 중국OE향 매출액 증가
두울	117	0.48	• 보그스테나 인수를 통한 외형 성장 • 중국 내 로컬 및 글로벌OE 수주 증가
한즈코퍼레이션	116	0.43	• 2019년 모로코 공장의 완공 • 인도 기술수출과 로열티 수입 발생
우리산업	128	2.61	• PTC 히터 제품의 수주 큰 폭 증가 • 자회사 인수를 통한 ADAS 부문 강화

자료: 각 사, 하나금융투자

- ① **에스엘**: 주 고객은 현대기아(55%)/GM(19%)/중국(6%)/기타(20%) 등 글로벌/중국 OE 향으로 다변화가 되어 있어 동종업체들 대비 상대적으로 견조한 외형 성장을 기록할 수 있다. 2019년에는 지리기차/동풍기차/GM 등의 고객을 대상으로 신공장 4개가 완공되면서 고객 다변화와 외형 성장이 가속화될 전망이다. 주력인 램프와 Shifter 부문에서 아이템 상향도 진행되고 있다. 2019년 예상 실적을 기준으로 P/E 6배 대, P/B 0.5배 대로 Valuation 부담이 낮고, 약 2.5%의 배당수익률도 기대할 수 있다.
- ② **S&T모티브**: 3분기 친환경 모터 매출액이 65% (YoY) 증가하고, 비중도 11%까지 상승하는 등 고성장을 이어가고 있다. 주 고객사인 현대/기아가 친환경 전용 모델을 강화하고 있어 S&T모티브의 수혜는 이어질 것이다. 또한, 한국GM의 생산축소에 대한 우려감이 상존하고 있지만, 글로벌 GM향 변속기 및 엔진 오일펌프의 공급이 추가되면서 관련 부진을 상쇄할 것으로 예상된다. 2019년 추정 실적으로 기준으로 P/E 7배 전후로 Valuation이 하락했고, 예상 배당수익률도 3% 후반으로 높다.
- ③ **한라홀딩스**: 자회사 만도(지분 30.25%)와 만도헬라(지분 50%)를 통해 ADAS 부문의 고성장을 공유한다. 만도의 ADAS 매출액은 3분기 44% (YoY) 증가했고, 매출비중이 9% 중반까지 상승했으며, 2019년에도 현대/기아에서 출시되는 신차들이 LKAS와 SCC 등 ADAS 채택을 늘리고 있어 관련 제품 경쟁력이 높은 만도가 수혜를 받을 것이다. 만도헬라는 ADAS 제품용 센서/ECU 등 부품을 생산하는데, 3분기 관련 매출액이 72% (YoY) 증가했고, 매출비중은 27%까지 상승했다. 한국/중국에서 카메라 라인 투자를 동시에 진행하고 있어 각각 2019년 2분기/3분기 양산을 시작하면 추가적인 매출 기여가 발생할 것이다. 한라홀딩스의 현재 주가는 보수적으로 산정한 NAV 대비 할인폭이 40%를 상회하고 있다. NAV 대비 저평가되어 있음을 인지한 한라홀딩스는 주주친화정책으로 약 4.5%의 배당수익률과 3.0%~3.2%의 주식소각을 실행할 예정이다.

- ④ **평화정공**: 전년의 낮은 기저와 함께 고객사의 신차 효과, 그리고 평화정공 자체의 비용 절감 노력이 가세하면서 2019년 실적이 개선될 것이다. 전장부품의 중국 OE향 매출도 시작되는데, Power Trunk 제품 위주로 중국 로컬OE들로부터 수주가 증가 중이다. 관련하여 Power Trunk용 Actuator를 생산하는 PHA Edscha(지분 50%)도 중국에 현지법인을 설립하여 대응한다. 현재 주가는 12MF 기준 P/B 0.2배 초중반으로 극도로 낮은 상태인데, 매도가능금융자산을 매도하여 현금유입된다는 것을 감안하면, 실질 P/B는 0.2배 초반으로 낮다. 연간 200억원~400억원의 영업이익과 700~900억원의 EBITDA를 창출한다는 점에서 현재 주가는 극도로 저평가된 상태이다. 기대 배당수익률도 약 2.5%로 양호하다.
- ⑤ **새론오토모티브**: 2018년 중국 법인들의 수익성 하락은 주 고객사인 현대/기아/VW/GM 등이 시장수요 부진과 점유율 하락의 여파로 출하가 감소한 영향도 있지만, 현재 건설 중인 연태 공장에서 초기 비용만 반영된 영향도 크다. 공장이 완공되는 2019년 상반기까지 관련 비용 부담이 있겠지만, 하반기부터 GM과 중국 로컬OE들 위주로 매출이 발생하면 해소되기 시작할 것이다. 고객 다변화에도 기여한다. 또한, 완성차 생산에 연동되는 OE 매출액 말고도 교체 수요인 RE 매출액이 꾸준하다는 점에서 연간 100억원 이상의 영업이익과 200억원 이상의 EBITDA 창출이 가능하다. 반면, 순현금이 시가총액의 90%에 육박하고, 2018년 예상 실적을 기준으로 EV/EBITDA가 0.1배를 기록하고 있을 정도로 주가는 억눌려 있다.
- ⑥ **디티알오토모티브**: 진동/소음 등을 감소시켜주는 자동차용 고무부품으로 엔진 마운트와 서스펜션 등에 사용되는 방진부품을 생산한다. 주요 고객이 FCA(40% 비중)/GM(30%)/포드/BMW 등 해외 완성차들로 다변화되어 있다. 미국/멕시코 등 북미에서 GM 물량을 수주하면서 성장 중인데, 3분기 누적으로 북미 매출액은 34% (YoY) 증가했다. 차량 시동용으로 사용되는 축전지 부문은 일부 제품의 단가 인상과 환율 상승으로 수익성은 개선 중이다. 2018년 연간 매출액/영업이익은 6%/26% 증가한 9,330억원/750억원(영업이익률 8.0%)으로 예상된다. 예상 실적을 기준으로 현재 주가는 P/E 5배, P/B 0.5배 수준에 불과하다. 부채비율이 55%에 불과하여 재무구조도 우량하다. 전년 수준의 배당(주당 700원)을 가정하면, 2.3%의 배당수익률을 기대할 수 있다.
- ⑦ **상신브레이크**: 2019년에는 2018년의 낮은 기저와, 외형 확대, 그리고 가동률 상승에 힘입어 실적이 개선될 것이다. 중국에서는 지리기차/창안기차/체리기차/동풍기차 등 로컬 OE들로 고객 다변화가 잘되어 있다(중국OE 비중 60%). 단기적으로는 시장수요 감소로 어려운 시기를 보내고 있지만, 자동차 보급률이 15%에 불과한 중국 시장에서 다수의 고객 확보는 시장 회복기에 빛을 발할 것이다. 멕시코 공장은 2018년 가동을 시작했는데, 2019년 매출이 본격화되면서 공헌이익이 늘어나고, 연결 실적개선에 기여할 것이다. 2018년 이익 감소로 단기 P/E는 10배 이상으로 높지만, 2016년~2017년 평균 순이익 대비로는 4배 수준이다. P/B는 0.47배이고, 기대할 수 있는 배당수익률은 2.6%~4.4%(주당 배당금 100원~170원 가정. 참고로 2017년 주당 배당금은 170원) 수준이다.

- ⑧ **두울:** 한국에서 신형 산타페/K3 물량이 증가하고, 전년 인수한 보그스테나의 실적이 온기로 반영되면서 2018년 매출액/영업이익이 4,900억원/340억원(6.9%, +0.5%p)으로 증가하는 등 양호한 실적을 기록 중이다. 고객 다변화를 위해 로컬 및 글로벌OE형 영업을 강화하고 있다. 2018년 볼보/지리/Link&Co 등 지리차 그룹과 폭스바겐으로부터 차량시트용 원단 제품에 대한 수주를 했는데, 2019년 납품이 본격화되면서 기존 중국 매출액 대비 약 20% 수준의 비중을 차지할 것으로 예상된다. 현재 주가는 상환전환우선주의 희석과 일회성 손실을 제거한 기준으로 P/E 4배 대이다.
- ⑨ **헨스코퍼레이션:** 헨스코퍼레이션은 현재 글로벌 1,350만개의 생산능력을 보유하고 있고, 주요 고객별 비중은 현대기아(50%)/GM(21%)/르노닛산(18%)/VW(4%)/기타(7%) 등이다. 신규 모로코 공장은 2019년 초부터 시험생산을 시작해서 2019년 7월 즈음 양산을 시작할 예정이다. 생산능력은 2019년에 400만개가 추가되는데, 이는 현재 생산능력 대비 30%가 늘어나는 것이다. 모로코 공장의 고객은 PSA/르노/폭스바겐/닛산/스코다/아우디 등으로 확정/목표 중이고, 이를 통해 현대기아에 대한 의존도를 40%로 낮출 계획이다. 모로코 공장은 2022년 200만개, 2024년 200만개를 추가하고, 유럽 및 북미로 고객군을 확대할 예정이다. 인도 락만인더스트리로의 설비공급과 기술수출도 진행 중에 있는데, 계약금의 분할 수취뿐 만 아니라 향후 추가적인 설비 공급과 로열티 매출이 기대된다. 2018년 실적이 부진하여 단기 P/E Valuation은 높지만, P/B는 0.4배 초반이다.
- ⑩ **우리산업:** 2018년 PTC 히터의 매출액은 27% 증가한 600억원으로 예상된다(매출비중 22%). 최근에는 덴소로부터 저전압 PTC 히터를 수주했고, 추가 협상 중이다. 디젤용 저전압 PTC 히터는 기존 납품처에서 전환된 물량이라 추가 수주가 확정될 경우 규모가 클 수 있다. 저전압 이외로 중국 상해기차와 신생 전기차 업체들(바이튼/리비안 등)로부터 PTC 히터/쿨러 히터/3Way Valve 등도 수주했다. 관련 수주분은 2019년 하반기부터 점진적으로 매출화가 진행될 것이다. ADAS 사업도 강화되고 있는데, 2017년 인수한 우리엠오토모티브(지분 71%)를 통해서이다. 2018년/2019년 연간 매출액은 240억원 수준에서 정체될 것으로 보이나, 우리산업의 양산/고객확보 능력이 보태지면서 2020년 이후 성장률이 높아질 수 있다. 현재 주가를 기준 P/E 20배로 단기 Valuation은 높은데, 주가는 추가 대규모 수주와 기 수주분의 실제 매출화 가능성 등에 연동될 것이다.

표 10. 투자할 만한 부품업체들의 Valuation Table

(단위: 원)

구분		커버리지						비커버리지					
종목명		에스엘	S&T모티브	한라홀딩스	평화정공	새론 오토모티브	디티알 오토모티브	상신 브레이크	두울	핸즈 코퍼레이션	우리산업		
투자이견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R		
목표가		20,000	37,000	63,000	10,000	7,000	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R		
현재가		16,300	27,850	44,450	6,700	4,790	31,400	3,880	2,870	6,650	32,600		
투자지표	단위	17	18F	17	18F	17	18F	17	18F	17	18F	17	18F
매출액	십억원	1,485.5	1,560.8	1,137.5	1,039.4	922.2	961.5	1,053.8	1,046.9	183.5	170.9	877.9	692.6
영업이익	십억원	54.8	38.3	96.7	60.7	62.7	86.1	25.2	23.6	16.7	11.4	59.5	58.2
세전이익	십억원	109.4	77.4	72.0	82.9	68.5	64.8	100.0	26.2	19.1	14.9	51.0	66.5
순이익	십억원	95.1	54.3	56.9	60.5	43.0	51.2	74.5	19.2	13.3	10.1	49.4	46.1
EPS	원	2,810	1,605	3,888	4,141	3,982	4,740	3,549	912	691	528	2,199	n/a
증감률	%	(12.7)	(42.9)	69.4	6.5	(42.9)	19.0	39.8	(74.3)	(41.2)	(23.6)	(34.8)	n/a
PER	배	8.72	13.12	12.05	7.28	15.75	8.55	2.96	8.30	10.85	10.03	14.53	n/a
PBR	배	0.86	0.71	0.95	0.58	0.72	0.45	0.44	0.30	0.66	0.45	0.64	n/a
EV/EBITDA	배	6.17	5.90	4.48	3.17	15.68	9.77	2.96	1.64	2.04	0.47	3.60	n/a
ROE	%	10.23	5.53	8.12	8.14	4.64	5.38	15.06	3.72	6.12	4.54	7.77	n/a
BPS	원	28,436	29,641	49,272	52,412	87,126	90,533	24,122	24,874	11,439	11,817	49,828	n/a
DPS	원	400	400	1,000	1,000	1,350	2,000	160	160	150	150	700	n/a

자료: 각 사, 하나금융투자

관심종목

에스엘 (005850)	20
S&T모티브 (064960)	26
한라홀딩스 (060980)	31
평화정공 (043370)	36
새론오토모티브 (075180)	42
디티알오토모티브 (007340)	47
상신브레이크 (041650)	51
두울 (016740)	55
핸즈코퍼레이션 (143210)	59
우리산업 (215360)	63

2018년 12월 4일

에스엘(005850)

고객 다변화와 아이템 상향화 진행

P/E 6배 대. 배당수익률 2.5% 예상

에스엘에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 2.0만원을 유지한다. 고객사의 신차 투입과 기저 효과에 기반하여 4분기 이후 실적이 개선될 것이고, 특히, 2019년에는 지리기차/동풍기차/GM 등의 고객을 대상으로 신공장 4개가 완공되면서 고객 다변화와 외형 성장이 가속화될 전망이다. 2019년 예상 실적을 기준으로 P/E 6배 대, P/B 0.5배 대로 Valuation 부담이 낮고, 약 2.5%의 배당수익률도 기대할 수 있다.

2019년 신공장 4개 완공으로 고객 다변화와 외형 성장 가속

에스엘의 주 고객은 현대기아(55%)/GM(19%)/중국(6%)/기타(20%) 등 글로벌/중국 OE향으로 다변화가 되어 있어 동종업체 대비 상대적으로 견조한 외형 성장을 기록할 수 있다. 2019년에는 4개의 공장을 신규로 가동하면서 고객다변화가 가속화된다. 우선, 인도에서는 기아차 대응으로 램프 공장이 완공되고, 브라질에서는 GM 브라질을 고객으로 하는 램프 공장이 가동을 시작한다. 중국에서는 우한에 램프 및 샤시 공장이 각각 가동되는데, 주요 고객은 지리기차/동풍기차/GM 등이다. 대부분 하반기부터 매출이 발생할 예정이다. 에스엘은 현재 글로벌 자동차용 램프 시장에서 물량 기준으로 점유율 8.1%를 기록하면서 5위인데, 예정대로 신공장이 가동되면 4위(현재 4위는 8.3%)로 도약할 수 있을 것이다.

주력 제품군들의 사양 상향화 진행 중

에스엘은 현재 램프(54%)/샤시(15%)/기타(31%) 제품을 생산 중에 있는데, 주력인 램프와 Shifter 부문에서 아이템 상향이 진행되고 있다. 우선 램프 쪽에서는 광원이 기존 할로겐/HID 위주에서 저전력/디자인 자유도에서 강점을 가진 LED가 확대되고 있다. 상대적으로 높았던 생산비용이 기술의 발전으로 하락하고 있어 글로벌 시장 내 LED 비중은 현재 20% 수준이 2023년에는 40%까지 상승할 것으로 예상된다. 에스엘 램프 매출액 중 LED 비중은 5% 이하로 시장 대비 상대적으로 낮은 편이지만, 시장 변화에 맞춰 LED 비중이 상승할 것으로 보인다. 램프와 관련된 ADAS(Advanced Driving Assistant System) 개발도 활발하다. 에스엘은 신제품으로 ADB(Adaptive Driving Beam) 시스템이 탑재된 지능형 헤드램프를 상용화할 예정인데, 이 제품은 상향등 조절을 통해 운전자의 시야를 확대시키는 한편, 마주 오는 차량의 눈부심을 방지해 주기 때문에 최근 고급차 위주로 채택률이 높아지고 있다. 변속기를 조절하는 Shifter는 기존 기계적 제품인 Auto Shifter에서 전자적 성질이 큰 e-Shifter로 변화 중인데, 글로벌 A/T Shifter 시장 내 e-Shifter 비중은 현재 20% 수준에서 2020년에는 28%까지 높아질 것으로 예상되고 있다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(12월3일): 16,300원

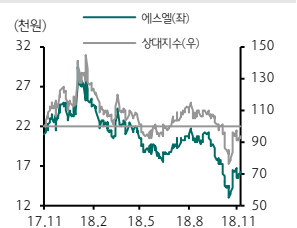
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	29,300/13,050
시가총액(십억원)	552.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	33,865.1
60일 평균 거래량(천주)	87.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
18년 배당금(예상, 원)	400
18년 배당수익률(예상, %)	2.45
외국인지분율(%)	21.86
주요주주 지분율(%)	
이중국 외 5인	57.02
국민연금	9.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.0 (13.5) (27.1)
상대	10.1 (1.1) (15.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,556.0	1,674.2
영업이익(십억원)	39.1	65.6
순이익(십억원)	58.8	88.0
EPS(원)	1,720	2,570
BPS(원)	29,809	32,006

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,619.2	1,485.5	1,560.8	1,638.8	1,720.7
영업이익	십억원	99.3	54.8	38.3	59.7	66.1
세전이익	십억원	153.8	109.4	77.4	101.2	110.6
순이익	십억원	108.9	95.1	54.3	74.1	80.9
EPS	원	3,217	2,810	1,605	2,187	2,389
증감률	%	63.5	(12.7)	(42.9)	36.3	9.2
PER	배	6.70	8.72	10.16	7.45	6.82
PBR	배	0.81	0.86	0.55	0.52	0.49
EV/EBITDA	배	4.46	6.17	4.39	3.39	2.94
ROE	%	12.83	10.23	5.53	7.16	7.37
BPS	원	26,519	28,436	29,641	31,428	33,417
DPS	원	260	400	400	400	400



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	15년	16년	17년
분기 연결 실적										
매출액	381.4	372.1	373.6	358.4	351.7	398.8	398.6	1,395.1	1,619.2	1,485.5
한국	174.2	183.1	191.4	172.1	157.6	174.2	170.8	593.6	638.8	720.9
북미	145.6	126.7	112.6	118.4	117.3	125.4	141.0	487.6	725.8	503.3
인도	38.3	44.1	51.5	40.8	45.2	48.8	58.9	152.3	168.0	174.7
중국	31.8	23.5	29.7	42.3	38.2	58.9	44.1	178.2	151.7	127.2
유럽	9.5	10.7	10.4	12.3	13.6	13.4	11.5	45.4	24.4	43.0
연결조정	(18.1)	(16.0)	(21.9)	(27.5)	(20.2)	(21.8)	(27.7)	(61.9)	(89.5)	(83.5)
영업이익	21.9	16.4	10.4	6.0	(1.5)	12.0	12.3	53.9	99.3	54.8
OPM	0.1	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
지분법이익	14.8	4.6	8.0	3.9	8.0	12.2	8.8	39.7	50.3	31.2
지배주주순이익	29.6	33.5	19.9	9.9	9.2	15.9	11.1	89.8	108.9	93.0
지분법 관련회사										
매출액										
(주)에스엘라이팅	87.5	109.3	269.9	282.2	257.2	259.9	235.2	336.1	345.6	748.9
(주)에스엘서봉	107.6							277.8	325.8	107.6
(주)에스엘라이텍	87.2							310.9	322.7	87.2
(주)에스에이치비	141.6	151.0	140.5	141.6	129.0	145.5	134.3	536.9	536.9	574.6
(주)HSLE	46.3	44.7	42.9	46.3	40.7	39.8	35.3	183.0	181.5	180.3
(주)케이디에스	24.0	24.4	23.5	24.0	20.8	20.8	19.3	93.8	103.0	96.0
북경삼립차등(유)	63.6	33.2	31.2	63.6	43.8	47.5	44.5	353.1	297.9	191.6
상해회중삼립기차(유)	35.2	26.4	35.3	35.2	30.1	38.2	31.9	164.1	179.4	132.0
십언동풍삼립차등(유)	14.2	11.7	10.2	14.2	15.5	13.4	10.0	49.7	56.2	50.4
SL SLOVAKIA S.R.O	0.0	0.0	0.0	1.0				59.8	1.1	1.0
중경진천삼립차등(유)					4.1	6.3	4.9			
순이익										
(주)에스엘라이팅	5.8	(20.3)	18.5	26.6	12.6	21.8	15.7	(10.5)	(0.8)	30.5
(주)에스엘서봉	14.4							(0.4)	28.6	14.4
(주)에스엘라이텍	6.4							10.1	14.9	6.4
(주)에스에이치비	1.5	1.7	1.2	1.5	1.2	2.0	1.7	4.7	5.1	5.9
(주)HSLE	4.7	3.3	3.9	4.7	3.8	3.4	2.9	12.3	13.6	16.6
(주)케이디에스	0.3	1.1	0.7	0.3	0.4	0.6	(0.3)	4.6	3.3	2.4
북경삼립차등(유)	1.0	(1.4)	(4.4)	1.0	(0.8)	(0.1)	0.3	22.4	14.0	(3.7)
상해회중삼립기차(유)	4.0	2.5	3.2	4.0	3.1	4.2	2.6	26.3	27.4	13.9
십언동풍삼립차등(유)	1.0	0.7	(1.0)	1.0	0.6	1.1	0.4	1.8	4.2	1.7
SL SLOVAKIA S.R.O	0.0	0.0	0.0	1.0				(0.2)	(0.6)	1.0
중경진천삼립차등(유)					(1.5)	(1.9)	(1.6)			
순이익률										
(주)에스엘라이팅	6.6%	-18.6%	6.8%	9.4%	4.9%	8.4%	6.7%	-3.1%	-0.2%	4.1%
(주)에스엘서봉	13.4%							-0.1%	8.8%	13.4%
(주)에스엘라이텍	7.3%							3.2%	4.6%	7.3%
(주)에스에이치비	1.1%	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%	1.4%	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%
(주)HSLE	10.2%	7.5%	9.1%	10.2%	9.3%	8.6%	8.3%	6.7%	7.5%	9.2%
(주)케이디에스	1.2%	4.7%	3.0%	1.2%	1.9%	2.7%	-1.5%	4.9%	3.2%	2.5%
북경삼립차등(유)	1.6%	-4.3%	-14.0%	1.6%	-1.8%	-0.3%	0.7%	6.3%	4.7%	-1.9%
상해회중삼립기차(유)	11.5%	9.6%	9.2%	11.5%	10.3%	11.0%	8.2%	16.0%	15.3%	10.5%
십언동풍삼립차등(유)	7.3%	5.7%	-9.9%	7.3%	4.1%	7.8%	4.2%	3.6%	7.5%	3.5%
SL SLOVAKIA S.R.O								-0.4%	-58.1%	100.0%
중경진천삼립차등(유)					-37.1%	-30.3%	-31.7%			

자료: 에스엘, 하나금융투자

표 2. 에스엘 미국 법인의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	15년	16년	17년
매출액	145.6	126.7	112.6	118.4	117.3	125.4	141.0	487.6	725.8	503.3
순이익	4.5	1.7	0.1	6.3	(2.6)	(1.2)	0.4	5.0	35.9	12.6
NIM	3.1%	1.4%	0.0%	5.3%	-2.2%	-1.0%	0.3%	1.0%	4.9%	2.5%

자료: 에스엘, 하나금융투자

표 3. 에스엘 중국 지분법 자회사 합산 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	15년	16년	17년
매출액	113.0	71.3	76.6	113.0	93.6	105.4	91.4	566.9	533.5	374.0
순이익	6.1	1.8	(2.1)	6.1	1.4	3.2	1.8	50.5	45.7	11.9
NIM	5.4%	2.5%	-2.8%	5.4%	1.5%	3.1%	2.0%	8.9%	8.6%	3.2%

자료: 에스엘, 하나금융투자

표 4. 에스엘 중국 연결 회사 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	15년	16년	17년
매출액	31.3	23.2	29.5	39.7	37.5	57.9	42.5	171.9	147.4	123.6
순이익	1.4	0.0	2.2	(7.3)	4.0	2.4	0.1	6.4	2.7	(3.7)
NIM	4.5%	-0.1%	7.4%	-18.4%	10.5%	4.1%	0.2%	3.7%	1.9%	-3.0%

자료: 에스엘, 하나금융투자

표 5. 에스엘 중국 자회사들(연결+지분법) 합산 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	15년	16년	17년
매출액	144.3	94.5	106.1	152.7	131.1	163.3	133.9	738.8	680.9	497.6
순이익	7.6	1.8	0.0	(1.2)	5.4	5.6	1.9	56.9	48.4	8.2
NIM	5.2%	1.9%	0.0%	-0.8%	4.1%	3.4%	1.4%	7.7%	7.1%	1.6%

자료: 에스엘, 하나금융투자

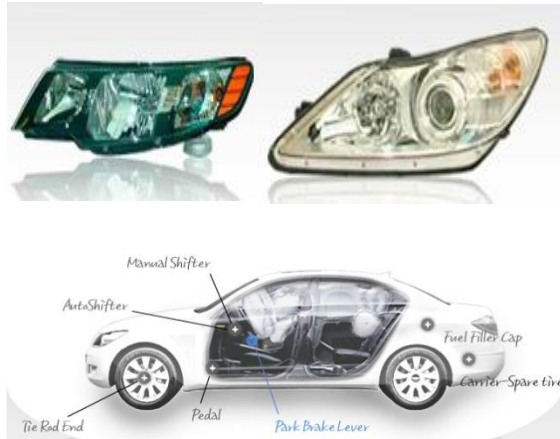
표 6. 에스엘의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	16	17	18F
매출액	381	372	374	358	352	399	399	412	1,619	1,485	1,561
영업이익	22	16	10	6	(2)	12	12	16	99	55	38
세전이익	37	41	22	7	10	24	21	23	154	109	77
순이익	30	34	20	10	9	17	12	17	110	96	55
지배주주순이익	30	34	20	10	9	16	11	18	109	95	54
(YoY)											
매출액	5	(6)	(10)	(20)	(8)	7	7	15	16	(8)	5
영업이익	23	(24)	(73)	(72)	적전	(27)	18	158	57	(45)	(30)
세전이익	26	15	(56)	(82)	(73)	(41)	(5)	220	40	(29)	(29)
순이익	40	35	(35)	(69)	(68)	(51)	(41)	64	60	(13)	(43)
지배주주순이익	45	38	(34)	(71)	(69)	(52)	(44)	83	64	(13)	(43)
이익률											
영업이익률	5.8	4.4	2.8	1.7	-0.4	3.0	3.1	3.8	6.1	3.7	2.5
세전이익률	9.8	11.0	5.8	2.0	2.9	6.0	5.2	5.5	9.5	7.4	5.0
순이익률	7.8	9.1	5.4	2.9	2.7	4.2	3.0	4.1	6.8	6.5	3.5

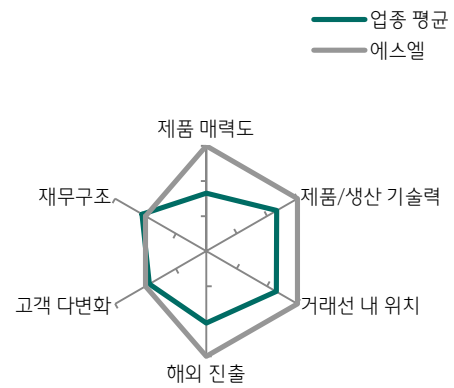
자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 1. 주요 제품



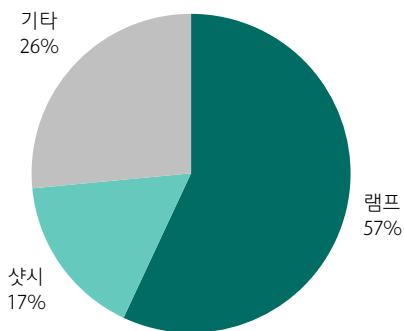
자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



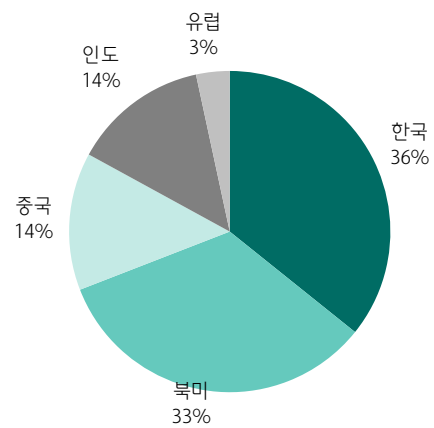
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



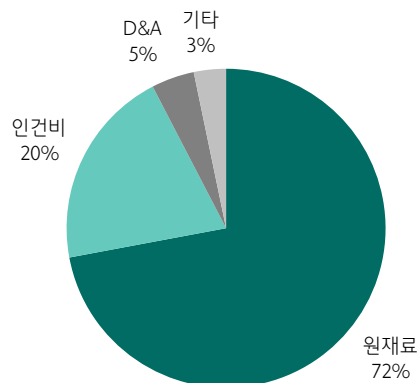
자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



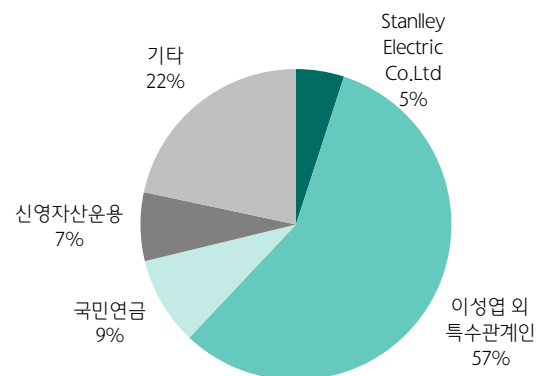
자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 에스엘, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 에스엘, 하나금융투자

표 7. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	381.4	372.1	373.6	358.4	351.7	398.8	398.6
영업이익	21.9	16.4	10.4	6.0	(1.5)	12.0	12.3
영업이익률	5.8%	4.4%	2.8%	1.7%	-0.4%	3.0%	3.1%
지배주주 순이익	29.6	33.5	19.9	9.9	9.2	15.9	11.1

자료: 에스엘, 하나금융투자

표 8. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

회 사 명	지분율	총자산	총부채	매출액	당기순이익
SL AMERICA Inc.	100%	327.0	246.6	383.7	(3.3)
SL LUMAX LTD	79%	92.0	39.8	152.9	9.0
에스엘아시아태평양(지)	100%	166.9	101.0	138.0	6.4
상해관리유한공사	100%	8.8	2.0	3.1	(2.6)
SL POLAND Sp.zo.o	100%	34.9	30.5	38.5	1.0
SL CORPORATION ASSESSORIA EMPRESARI	100%	0.6	-	-	-
SL DO BRAZIL COMERCIO DE PECAS LTDA PECAS LTDA	100%	27.9	20.6	0.0	(1.8)
SL AP PRIVATE LIMITED	100%	10.9	0.1	0.0	(0.0)
호북삼립차등(유)	50%	4.9	-	-	-

주: 3분기 누적 기준

자료: 에스엘, 하나금융투자

표 9. 주요 지분법 자회사 현황

(단위: 십억원)

회 사 명	지분율	총자산	총부채	매출액	당기순이익
(주)에스엘라이팅(주)	22%	646.0	191.7	752.3	50.2
(주)에스에이치비	50%	142.6	105.0	408.8	4.9
(주)에이치에스엘 일렉트로닉스	50%	93.7	28.5	115.8	10.1
(주)케이디에스	47%	49.8	17.2	60.8	0.7
북경삼립차등(유)	51%	175.2	65.3	135.8	(0.6)
상해외중삼립기차(유)	60%	110.0	38.9	100.3	9.9
십언동풍삼립차등(유)	50%	33.2	12.7	39.0	2.1
중경진천삼립차등(유)	50%	24.3	17.6	15.3	(5.0)

주: 3분기 누적 기준

자료: 에스엘, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,619.2	1,485.5	1,560.8	1,638.8	1,720.7
매출원가	1,413.6	1,323.4	1,399.2	1,450.9	1,521.9
매출총이익	205.6	162.1	161.6	187.9	198.8
판매비	106.3	107.3	123.3	128.2	132.7
영업이익	99.3	54.8	38.3	59.7	66.1
금융손익	(1.5)	(0.6)	0.2	1.0	1.6
종속/관계기업손익	50.3	31.2	35.1	36.0	37.1
기타영업외손익	5.7	24.0	3.8	4.5	5.9
세전이익	153.8	109.4	77.4	101.2	110.6
법인세	43.8	13.1	22.4	26.3	28.8
계속사업이익	110.0	96.2	55.0	74.9	81.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	110.0	96.2	55.0	74.9	81.8
비지배주주지분 손익	1.1	1.1	0.6	0.8	0.9
지배주주순이익	108.9	95.1	54.3	74.1	80.9
지배주주지분포괄이익	106.5	73.8	54.7	74.6	81.5
NOPAT	71.0	48.2	27.2	44.1	48.9
EBITDA	165.2	122.2	106.3	128.2	135.1
성장성(%)					
매출액증가율	16.1	(8.3)	5.1	5.0	5.0
NOPAT증가율	79.7	(32.1)	(43.6)	62.1	10.9
EBITDA증가율	36.2	(26.0)	(13.0)	20.6	5.4
영업이익증가율	56.9	(44.8)	(30.1)	55.9	10.7
(지배주주)순이익증가율	63.5	(12.7)	(42.9)	36.5	9.2
EPS증가율	63.5	(12.7)	(42.9)	36.3	9.2
수익성(%)					
매출총이익률	12.7	10.9	10.4	11.5	11.6
EBITDA이익률	10.2	8.2	6.8	7.8	7.9
영업이익률	6.1	3.7	2.5	3.6	3.8
계속사업이익률	6.8	6.5	3.5	4.6	4.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	805.9	786.2	831.0	889.3	955.1
금융자산	277.0	308.4	305.1	337.2	375.6
현금성자산	120.4	108.9	95.5	117.1	144.4
매출채권 등	309.2	245.6	291.5	306.0	321.3
재고자산	142.9	141.3	149.3	156.8	164.6
기타유동자산	76.8	90.9	85.1	89.3	93.6
비유동자산	826.5	803.2	827.0	850.9	875.2
투자자산	354.3	369.9	388.6	408.0	428.4
금융자산	30.4	31.1	32.7	34.3	36.0
유형자산	418.1	373.0	380.3	386.4	391.6
무형자산	29.9	28.9	26.6	24.9	23.7
기타비유동자산	24.2	31.4	31.5	31.6	31.5
자산총계	1,632.3	1,589.5	1,658.0	1,740.1	1,830.3
유동부채	518.6	439.6	460.3	474.3	489.1
금융부채	222.2	186.4	173.9	173.9	173.9
매입채무 등	249.3	203.3	237.8	249.7	262.2
기타유동부채	47.1	49.9	48.6	50.7	53.0
비유동부채	203.3	174.7	181.9	189.2	197.0
금융부채	50.2	34.0	34.0	34.0	34.0
기타비유동부채	153.1	140.7	147.9	155.2	163.0
부채총계	721.8	614.4	642.1	663.6	686.1
지배주주지분	898.0	963.0	1,003.8	1,064.3	1,131.7
자본금	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	2.6	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
이익잉여금	734.6	820.0	860.8	921.3	988.7
비지배주주지분	12.5	12.1	12.1	12.2	12.5
자본총계	910.5	975.1	1,015.9	1,076.5	1,144.2
순금융부채	(4.5)	(88.0)	(97.2)	(129.3)	(167.6)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,217	2,810	1,605	2,187	2,389
BPS	26,519	28,436	29,641	31,428	33,417
CFPS	5,590	4,129	2,952	3,647	3,856
EBITDAPS	4,879	3,609	3,140	3,785	3,990
SPS	47,813	43,864	46,090	48,392	50,811
DPS	260	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	6.7	8.7	10.2	7.5	6.8
PBR	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
PCFR	3.9	5.9	5.5	4.5	4.2
EV/EBITDA	4.5	6.2	4.4	3.4	2.9
PSR	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	12.8	10.2	5.5	7.2	7.4
ROA	6.9	5.9	3.3	4.4	4.5
ROIC	11.0	7.3	4.2	6.7	7.2
부채비율	79.3	63.0	63.2	61.6	60.0
순부채비율	(0.5)	(9.0)	(9.6)	(12.0)	(14.7)
이자보상배율(배)	12.6	7.5	6.1	9.7	10.8

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	97.2	146.9	80.1	103.3	108.3
당기순이익	110.0	96.2	55.0	74.9	81.8
조정	69.6	52.2	32.9	33.1	31.4
감가상각비	65.9	67.5	68.0	68.5	69.0
외환거래손익	3.5	(2.7)	1.6	2.0	0.8
지분법손익	(50.3)	(49.3)	(35.1)	(36.0)	(37.1)
기타	50.5	36.7	(1.6)	(1.4)	(1.3)
영업활동자산부채변동	(82.4)	(1.5)	(7.8)	(4.7)	(4.9)
투자활동 현금흐름	(89.4)	(119.4)	(68.4)	(68.9)	(68.3)
투자자산감소(증가)	33.2	21.4	15.7	15.9	16.0
유형자산감소(증가)	(67.9)	(55.6)	(70.0)	(70.0)	(70.0)
기타	(54.7)	(85.2)	(14.1)	(14.8)	(14.3)
재무활동 현금흐름	(20.6)	(35.3)	(26.1)	(13.5)	(13.5)
금융부채증가(감소)	(2.1)	(52.0)	(12.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.6)	26.2	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(8.9)	(9.5)	(13.5)	(13.5)	(13.5)
현금의 증감	(12.9)	(11.5)	(13.4)	21.6	27.2
Unlevered CFO	189.3	139.8	100.0	123.5	130.6
Free Cash Flow	25.6	87.2	10.1	33.3	38.3

2018년 12월 4일

S&T모티브(064960)

친환경 모터는 성장한다

친환경 모터와 오일펌프가 성장 동력

S&T모티브에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 3.7만원을 유지한다. 3분기 친환경 모터 매출액이 65% (YoY) 증가하고, 비중도 11%까지 상승하는 등 고성장을 이어가고 있다. 주 고객사인 현대/기아가 친환경 전용 모델을 강화하고 있어 S&T모티브의 수혜는 이어질 것이다. 또한, 한국GM의 생산축소에 대한 우려감이 상존하고 있지만, 글로벌 GM향 변속기 및 엔진 오일펌프의 공급이 추가되면서 관련 부진을 상쇄할 것으로 예상된다. 2019년 추정 실적 기준으로 P/E 7배 전후로 Valuation이 하락했고, 예상 배당수익률도 3% 후반으로 높다는 점에서 현재 주가는 저평가된 상태라는 판단이다.

친환경 모터 부문의 고성장은 지속될 것

S&T모티브는 하이브리드 전기차(HEV)용 HSG 모터와 순수 전기차(EV)용 구동 모터를 생산 중인데, 주요 고객사인 현대/기아가 기존 내연기관 자동차의 HEV/PHEV 파생모델뿐만 아니라 전용 모델인 아이오닉/니로 HEV를 출시하고, 아이오닉 EV/코나EV/니로EV 등 EV를 출시하면서 고성장이 지속되고 있다. 2015년 1분기 매출액이 80억원 수준이었으나 2018년 3분기에는 311억원까지 증가했고, 매출 비중도 3%에서 11%까지 상승했다. 친환경차 모터 매출액은 2017년 40% 증가에 이어 2018년에도 43% 증가하며 사상 처음으로 연간 1,000억원을 돌파하고, 2019년에도 고성장이 이어질 것이다. 현대/기아가 매년 1개 이상의 친환경 전용 모델을 출시하고, 2025년까지 총 38개 모델을 출시할 것인바 관련 모터를 납품하고 있는 S&T모티브가 동반 수혜를 받을 것이다.

글로벌GM향 오일펌프 공급이 추가될 예정

한국GM의 파업과 생산축소의 영향으로 현대/전자장치의 매출이 부진한 데 비해, 글로벌GM향 오일펌프 매출은 상대적으로 견조할 것으로 보인다. 현재까지는 6속 변속기용 오일펌프 위주였지만, 하반기부터 미국/중국GM으로 연간 약 400억원/400억원 규모의 차세대 변속기용 오일펌프가 순차적으로 공급되고 있어 관련 매출액이 증가할 것이다. 2019년 하반기에는 미국GM향으로 대형 엔진용 오일펌프(연간 약 400억원)를 납품하고, SUV용 쇼크업저버(Shock Absorber)와 계기판도 추가된다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 37,000원 | CP(12월3일): 27,850원

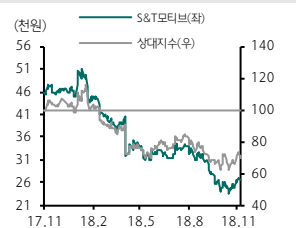
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	50,900/23,450
시가총액(십억원)	407.3
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	14,623.1
60일 평균 거래량(천주)	60.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
18년 배당금(예상, 원)	1,000
18년 배당수익률(예상, %)	3.59
외국인지분율(%)	17.71
주요주주 지분율(%)	
S&T홀딩스 외 1인	37.26
국민연금	12.39
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.7 (9.7) (40.9)
상대	8.9 3.3 (31.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,064.0	1,172.8
영업이익(십억원)	64.2	77.7
순이익(십억원)	62.6	57.5
EPS(원)	4,102	3,824
BPS(원)	57,225	60,125

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,153.8	1,137.5	1,039.4	1,095.0	1,138.8
영업이익	십억원	71.6	96.7	60.7	70.4	73.2
세전이익	십억원	60.3	72.0	82.9	73.8	76.8
순이익	십억원	33.6	56.9	60.5	53.9	56.1
EPS	원	2,295	3,888	4,141	3,685	3,835
증감률	%	(60.8)	69.4	6.5	(11.0)	4.1
PER	배	21.28	12.05	6.73	7.56	7.26
PBR	배	1.05	0.95	0.53	0.51	0.48
EV/EBITDA	배	6.44	4.48	2.62	2.02	1.60
ROE	%	5.01	8.12	8.14	6.85	6.79
BPS	원	46,542	49,272	52,412	55,097	57,932
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



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

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. S&T모티브의 연결 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015년	2016년	2,017	2018F
매출액	289	293	261	295	240	257	257	1,211	1,154	1,138	1,039
차량부품	228	224	221	226	204	212	n/a	847	823	897	852
산업설비	51	56	40	37	35	36	39	260	254	184	147
기타	33	32	18	52	13	22	n/a	198	138	135	98
(연결조정)	(23)	(19)	(18)	(20)	(12)	(13)	n/a	(94)	(61)	(79)	(58)
영업이익	28	22	27	21	11	16	15	123	72	97	61
차량부품	17	14	17	12	11	11	n/a	56	49	61	47
산업설비	5	5	8	1	1	1	1	34	1	19	4
기타	6	3	1	5	(2)	4	n/a	32	20	14	7
(연결조정)	0	0	1	3	1	0	14	1	2	3	3
세전이익	3	41	31	(3)	11	38	13	133	60	72	83
순이익	2	33	25	(2)	9	30	10	97	34	59	63
지배주주순이익	4	30	22	1	9	28	10	86	34	57	61
전년 동기대비											
매출액	1	6	(6)	(7)	(17)	(12)	(1)	10	(5)	(1)	(9)
영업이익	4	13	8	2,002	(61)	(26)	(45)	78	(42)	34	37
세전이익	(88)	89	366	(147)	251	(7)	(57)	62	(55)	19	15
순이익	(88)	123	371	(68)	280	(9)	(59)	53	(65)	72	7
지배주주순이익	(77)	131	243	(129)	116	(7)	(54)	39	(61)	69	6
Margin											
영업이익률	9.5	7.6	10.2	7.0	4.5	6.4	5.7	10.2	6.2	8.5	5.8
차량부품	7.3	6.3	7.9	5.5	5.3	5.1	n/a	6.7	6.0	6.8	5.5
산업설비	9.7	9.1	19.6	3.4	2.8	3.4	2.6	13.0	0.5	10.4	3.0
기타	17.9	8.2	3.4	8.8	(12.4)	20.0	n/a	16.4	14.8	10.1	7.0
세전이익률	1.1	13.9	11.8	(0.9)	4.7	14.7	5.1	11.0	5.2	6.3	8.0
순이익률	0.8	11.3	9.7	(0.7)	3.7	11.8	4.0	8.0	3.0	5.1	6.1

자료: S&T모티브, 하나금융투자

표 2. S&T모티브의 부문별 매출액 추이

(단위: 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015년	2016년	2017년
자품	Chassis(S/A)	33	32	27	25	25	23	20	219	141	118
	Airbag	21	21	16	14	16	16	14	91	78	73
	PowerTrain(O/P)	67	74	73	82	62	67	66	117	186	297
	Others	3	4	2	2	1	1	1	30	19	11
	합계	125	131	118	124	105	107	101	457	424	498
모터	EPS	14	14	15	15	13	14	13	71	63	58
	Power Train(DCT,ESM)	30	24	29	28	26	28	28	94	122	110
	HEV/EV	14	18	19	20	17	21	31	43	51	71
	Others(Sunroof)	18	13	15	14	16	14	14	80	57	60
	합계	76	69	77	77	73	76	87	287	294	299
전자	Electronics	4	3	4	3	3	3	4	15	17	14
	Cluster	12	12	14	12	13	15	14	60	49	51
	Infortainment	9	8	8	10	10	11	9	42	42	34
	합계	26	23	26	25	27	29	28	116	109	100
특수	Defense(D)	17	21	7	42	4	1	12	83	84	88
	Defense(E)	4	2	1	1	0	13	0	80	22	7
	SCMC	11	10	10	9	9	8	6	21	28	40
	합계	32	32	18	52	13	22	17	184	134	135
S&TC	산업설비	51	56	40	37	35	36	39	260	254	184
총매출		309	312	280	315	253	270	272	1,305	1,215	1,216
연결제거		21	19	19	20	13	13	15	94	61	79
순매출액		289	293	261	295	240	257	257	1,211	1,154	1,137

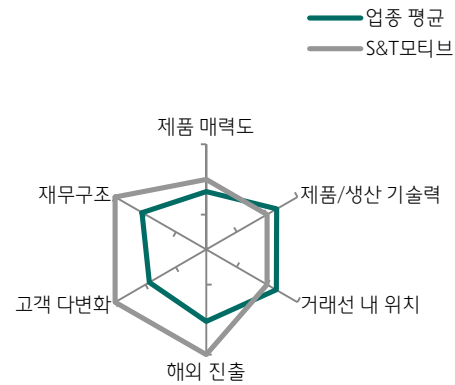
자료: S&T모티브, 하나금융투자

그림 1. 주요 제품



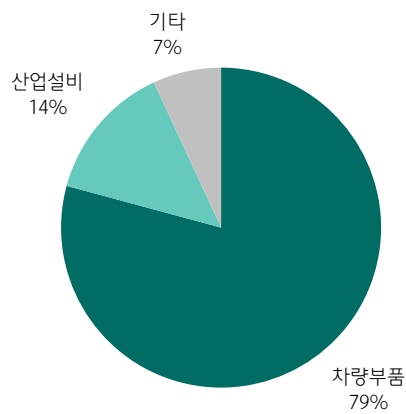
자료: S&T모티브, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



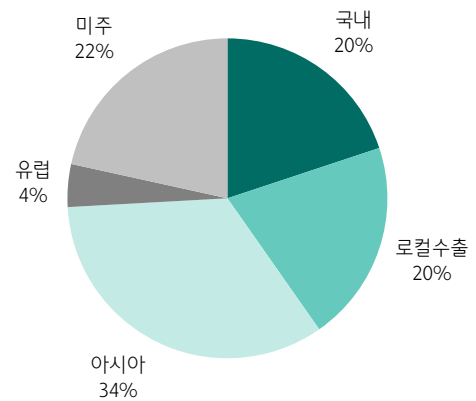
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



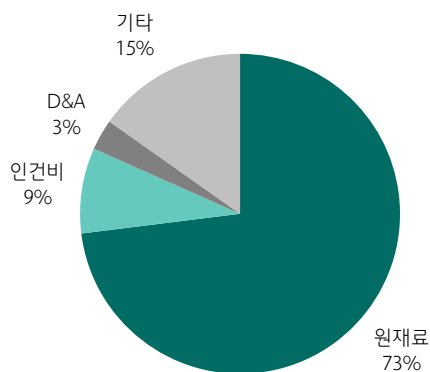
자료: S&T모티브, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



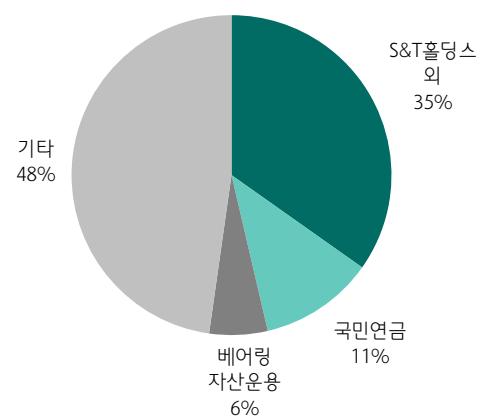
자료: S&T모티브, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: S&T모티브, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: S&T모티브, 하나금융투자

표 3. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	288.7	292.7	261.0	295.0	240.0	257.0	257.0
영업이익	27.6	22.1	26.5	21.0	11.0	16.0	15.0
영업이익률	9.5%	7.6%	10.2%	7.1%	4.6%	6.2%	5.8%
지배주주 순이익	4.0	29.8	22.3	0.8	8.6	27.7	10.2

자료: S&T모티브, 하나금융투자

표 4. 주요 연결 자회사 현황

회사명	지분율	자산	부채	매출액	당기순손익
S&T Polska Sp. z o.o.	100%	0.9	0.3	0.1	(0.8)
S&T Daewoo India Private Ltd.	100%	5.6	5.2	8.2	(0.2)
S&T America Ltd.	100%	0.7	0.0	0.6	0.0
광주S&T중공유한공사	100%	15.6	2.7	9.8	0.3
S&T대우기차부건(곤산)유한공사	100%	77.4	46.4	93.3	2.8
S&T Motiv America Co	100%	3.3	-	-	-
S&T Automotive America, LLC	100%	0.7	1.7	0.6	(1.6)
(주)S&TC	54%	293.4	57.4	110.8	6.7

주: 3분기 누적 기준

자료: S&T모티브, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,153.8	1,137.5	1,039.4	1,095.0	1,138.8
매출원가	978.4	962.2	900.0	941.7	979.3
매출총이익	175.4	175.3	139.4	153.3	159.5
판매비	103.8	78.5	78.7	82.9	86.2
영업이익	71.6	96.7	60.7	70.4	73.2
금융손익	11.5	(31.3)	5.2	5.4	5.5
종속/관계기업손익	(0.3)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(22.6)	6.5	17.0	(2.0)	(2.0)
세전이익	60.3	72.0	82.9	73.8	76.8
법인세	26.0	13.0	19.9	17.7	18.4
계속사업이익	34.3	59.1	63.0	56.1	58.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	59.1	63.0	56.1	58.3
비지배주주지분 손익	0.8	2.2	2.4	2.2	2.3
지배주주순이익	33.6	56.9	60.5	53.9	56.1
지배주주지분포괄이익	36.0	53.4	60.5	53.9	56.1
NOPAT	40.8	79.3	46.1	53.5	55.6
EBITDA	97.3	126.1	89.0	98.7	101.5
성장성(%)					
매출액증가율	(4.7)	(1.4)	(8.6)	5.3	4.0
NOPAT증가율	(54.9)	94.4	(41.9)	16.1	3.9
EBITDA증가율	(34.7)	29.6	(29.4)	10.9	2.8
영업이익증가율	(41.8)	35.1	(37.2)	16.0	4.0
(지배주주)순이익증가율	(60.7)	69.3	6.3	(10.9)	4.1
EPS증가율	(60.8)	69.4	6.5	(11.0)	4.1
수익성(%)					
매출총이익률	15.2	15.4	13.4	14.0	14.0
EBITDA이익률	8.4	11.1	8.6	9.0	8.9
영업이익률	6.2	8.5	5.8	6.4	6.4
계속사업이익률	3.0	5.2	6.1	5.1	5.1

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,295	3,888	4,141	3,685	3,835
BPS	46,542	49,272	52,412	55,097	57,932
CFPS	7,045	8,177	7,257	6,616	6,806
EBITDAPS	6,655	8,622	6,089	6,750	6,939
DPS	78,903	77,786	71,080	74,879	77,875
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주기지표(배)					
PER	21.3	12.1	6.7	7.6	7.3
PBR	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5
PCFR	6.9	5.7	3.8	4.2	4.1
EV/EBITDA	6.4	4.5	2.8	2.2	1.7
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	5.0	8.1	8.1	6.9	6.8
ROA	2.8	4.6	4.9	4.2	4.2
ROIC	5.5	11.1	6.7	7.7	7.9
부채비율	58.2	48.0	41.9	42.1	41.7
순부채비율	(24.8)	(27.5)	(30.7)	(33.2)	(35.8)
이자보상배율(배)	6,567.2	776.2	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	716.3	707.8	726.9	787.5	846.4
금융자산	195.9	227.9	269.1	305.4	345.0
현금성자산	195.6	226.4	267.8	303.9	343.5
매출채권 등	347.7	319.3	304.8	321.1	333.9
재고자산	142.1	131.1	124.9	131.5	136.8
기타유동자산	30.6	29.5	28.1	29.5	30.7
비유동자산	531.8	518.6	517.5	517.6	517.6
투자자산	9.5	7.9	7.2	7.6	7.9
금융자산	5.1	3.9	3.5	3.7	3.9
유형자산	495.4	485.6	484.9	484.2	483.7
무형자산	16.1	20.0	20.4	20.8	21.0
기타비유동자산	10.8	5.1	5.0	5.0	5.0
자산총계	1,248.2	1,226.3	1,244.4	1,305.1	1,364.0
유동부채	368.6	304.8	282.6	297.3	309.0
금융부채	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	257.3	263.9	238.1	250.9	260.9
기타유동부채	111.0	40.9	44.5	46.4	48.1
비유동부채	90.8	92.8	84.7	89.2	92.8
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	90.8	92.8	84.7	89.2	92.8
부채총계	459.4	397.5	367.3	386.5	401.7
지배주주지분	680.6	720.5	766.4	805.7	847.2
자본금	73.1	73.1	73.1	73.1	73.1
자본잉여금	53.5	54.6	54.6	54.6	54.6
자본조정	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5
기타포괄이익누계액	0.1	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
이익잉여금	531.3	572.1	618.1	657.3	698.8
비지배주주지분	108.2	108.3	110.7	112.9	115.1
자본총계	788.8	828.8	877.1	918.6	962.3
순금융부채	(195.6)	(227.9)	(269.1)	(305.4)	(345.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	106.1	70.3	79.2	75.2	78.5
당기순이익	34.3	59.1	63.0	56.1	58.3
조정	28.5	14.6	24.4	24.2	24.3
감가상각비	25.7	29.3	28.4	28.3	28.3
외환거래손익	(8.7)	10.9	(4.0)	(4.0)	(4.0)
지분법손익	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	11.2	(25.5)	0.0	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	43.3	(3.4)	(8.2)	(5.1)	(4.1)
투자활동 현금흐름	(35.4)	(20.6)	(23.2)	(24.5)	(24.4)
투자자산감소(증가)	(1.1)	1.7	0.7	(0.4)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(27.5)	(18.5)	(25.0)	(25.0)	(25.0)
기타	(6.8)	(3.8)	1.1	0.9	0.9
재무활동 현금흐름	(17.1)	(15.7)	(14.6)	(14.6)	(14.6)
금융부채증가(감소)	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.4	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(16.2)	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)
현금의 증감	54.1	30.8	41.4	36.1	39.6
Unlevered CFO	103.0	119.6	106.1	96.7	99.5
Free Cash Flow	66.6	51.6	54.2	50.2	53.5

2018년 12월 4일

한라홀딩스(060980)

매력적인 배당과 ADAS 고성장을 공유

NAV 대비 큰 폭의 할인 기록 중

한라홀딩스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 6.3만원을 유지한다. 한라홀딩스 자체의 영업가치 1,200억원과 만도 등 주요 자회사에 대한 지분가치(총 10,210억원을 40% 할인하여 6,130억원 반영), 그리고 골프장과 로열티 가치는 3,300억원 등을 합산하여 보수적으로 산정한 NAV 대비 할인폭이 40%를 상회하고 있다. NAV 대비 저평가되어 있음을 인지한 한라홀딩스는 주주 친화정책으로 약 4.5%의 배당수익률과 3.0%~3.2%의 주식소각을 실행할 예정이다.

자회사 만도와 만도헬라는 ADAS 부문의 고성장을 공유

한라홀딩스는 자회사 만도와 만도헬라를 통해 ADAS 부문의 고성장을 공유한다. 만도의 ADAS 매출액은 3분기 44% (YoY) 증가했고, 매출비중이 9% 중반까지 상승했으며, 관련 수익성도 전사 평균 이상으로 높아졌다. 2019년에도 현대/기아에서 출시되는 신차들이 LKAS와 SCC 등 ADAS 채택을 늘리고 있어 관련 제품 경쟁력이 높은 만도가 수혜를 받을 것이다. 만도는 ADAS 매출액이 향후 5년 동안 연평균 21% 증가할 것으로 보고 있는데, 이는 현대/기아향 납품만을 가정한 것이고 타 고객으로 확대되면서 더 높은 성장도 가능하다. 만도헬라는 ADAS 제품용 센서/ECU 등 부품을 생산하는데, 3분기 관련 매출액이 72% (YoY) 증가했고, 매출비중은 27%까지 상승했다. 현재 한국/중국에서 카메라 라인 투자를 동시에 진행하고 있어 각각 2019년 2분기/3분기 양산을 시작하면 추가적인 매출 기여가 발생할 것이다.

높은 배당과 자기주식 소각 등 주주친화정책 실행

한라홀딩스는 기취득 자기주식 13.4만주와 신규 취득할 자기주식(81억원, 약 17만주~18.5만주 예상)를 소각할 예정이다. 소각 예정일은 2019년 1월 7일이고, 이는 현재 주식수의 3.0%~3.2% 수준이다. 또한, 2018년 주당 배당금으로 2,000원을 계획하고 있는데, 현재 주가를 기준으로 약 4.5%의 배당수익률을 기대할 수 있다. 회사 측은 기존에 순이익의 15%~20%를 배당하겠다고 밝혔는데, 2018년 예상 배당액은 이를 크게 상회한 40% 수준이다. 2019년 이후의 배당은 결정되지 않았지만, 회사 측은 주당 배당금을 줄이지는 않을 것이라고 밝혀 2,000원 이상의 배당이 유지되면서 대표적인 고배당 주식으로 자리매김할 수 있다.

관심종목

BUY

TP(12M): 63,000원 | CP(12월3일): 44,450원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	66,700/37,500
시가총액(십억원)	480.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	10,802.7
60일 평균 거래량(천주)	28.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
18년 배당금(예상, 원)	2,000
18년 배당수익률(예상, %)	4.50
외국인지분율(%)	11.23
주요주주 지분율(%)	
정몽원 외 13 인	27.64
국민연금	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.8 (6.6) (33.0)
상대	2.7 8.6 (20.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	990.5	1,030.7
영업이익(십억원)	104.1	111.3
순이익(십억원)	64.6	68.4
EPS(원)	5,950	6,304
BPS(원)	94,082	98,889

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	844.5	922.2	961.5	981.9	1,001.6
영업이익	십억원	93.5	62.7	86.1	89.0	90.8
세전이익	십억원	78.4	68.5	64.8	66.7	66.5
순이익	십억원	75.3	43.0	51.2	52.7	52.6
EPS	원	6,975	3,982	4,740	4,879	4,870
증감률	%	0.2	(42.9)	19.0	2.9	(0.2)
PER	배	8.69	15.75	9.38	9.11	9.13
PBR	배	0.71	0.72	0.49	0.48	0.46
EV/EBITDA	배	11.53	15.68	10.17	9.83	9.61
ROE	%	8.24	4.64	5.38	5.35	5.17
BPS	원	85,822	87,126	90,533	93,412	96,282
DPS	원	1,250	1,350	2,000	2,000	2,000



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

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한라홀딩스 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	228.9	249.5	217.0	226.8	232.7	249.3	244.7	234.8	844.5	922.2	961.5
사업부문	161.3	212.2	213.7	202.1	204.4	222.4	225.3	204.7	708.2	831.2	857.7
한라스택폴	41.9								41.9		
지주(지분법/로열티)	23.4	24.9	(7.0)	18.2	23.3	22.6	17.2	24.1	87.5	59.5	86.3
골프장	2.3	12.5	10.2	6.4	5.0	4.4	2.2	6.0	7.0	31.5	17.6
영업이익	25.0	26.6	(7.8)	17.8	23.7	24.2	17.1	21.0	93.5	62.7	86.1
사업부문+지주	19.8	26.1	(6.8)	17.8	23.8	24.8	20.0	21.0	92.7	63.9	86.7
한라스택폴	5.9								5.9		
골프장	(0.6)	0.4	(1.0)	0.0	0.0	(0.6)	(2.9)	0.0	(5.1)	(1.2)	(0.6)
세전이익	17.5	70.1	(20.4)	5.0	14.2	26.3	13.0	11.2	100.2	72.1	64.8
지배주주순이익	13.7	43.4	(16.8)	2.8	10.3	22.3	9.7	8.8	75.3	43.0	51.2
마진											
영업이익률	10.9	10.6	(3.6)	7.9	10.2	9.7	7.0	8.9	11.1	6.8	9.0
사업부문+지주	10.7	11.0	(3.3)	8.1	10.4	10.1	8.3	9.2	11.7	7.2	9.2
한라스택폴	3.6										
골프장	(26.6)	3.4	(9.9)	0.5	(0.8)	(12.7)	(134.1)	0.0	(5.8)	(2.0)	(0.7)
세전이익률	7.6	28.1	(9.4)	2.2	6.1	10.6	5.3	4.8	11.9	7.8	6.7
순이익률	6.0	17.4	(7.8)	1.2	4.4	9.0	4.0	3.8	8.9	4.7	5.3

주: 2017년 2분기부터는 한라스택폴의 지분매각으로 연결 제거

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 2. 만도헬라의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	133	128	134	129	131	148	145	148	570	523	572	641
영업이익	15	9	9	9	8	13	10	11	47	41	41	47
순이익	10	6	5	6	6	7	5	7	29	28	26	30
마진												
영업이익률	10.9	7.2	6.6	6.6	6.0	8.6	6.7	7.5	8.2	7.8	7.3	7.4
순이익률	7.8	4.9	3.8	4.5	4.9	4.9	3.6	5.0	5.0	5.3	4.6	4.7

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 3. 한라홀딩스의 목표주가 계산

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
영업 가치			120	12MF 예상 이익 * P/E 7배
지분 가치	만도	30%	608	만도 시가총액 2.0조원 기준
	한라스택폴	20%	35	12MF 예상 이익 * P/E 10배
	만도헬라	50%	175	12MF 예상 이익 * P/E 12배
	(주)한라	17%	186	우선주 가치 포함
	자사주/투자부동산		17	현재 가치 기준
	합산		1,021	
	할인율		40%	
	할인 후 지분가치		613	
골프장 가치			89	현금흐름할인(Discount Rate = 10%)
로열티 가치			242	현금흐름할인(TGR=3%, Discount Rate = 10%)
차입금			(383)	한라홀딩스 개별 기준
적정 시가총액			681	
주식수 (천주)			10,803	
적정 주가 (원)			63,003	
현재 주가 (원)			44,450	
상승 여력			42%	

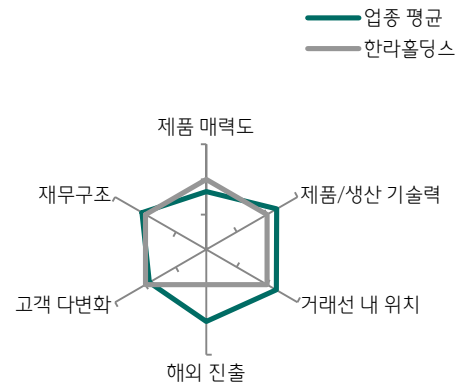
자료: 하나금융투자

그림 1. 주요 제품



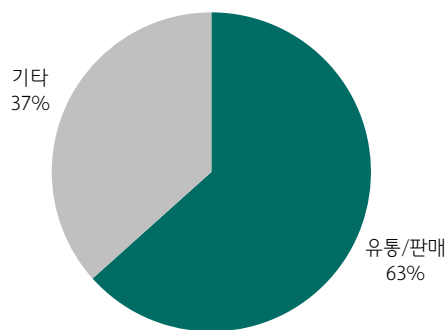
자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



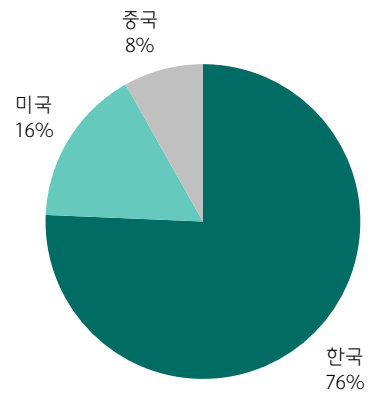
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



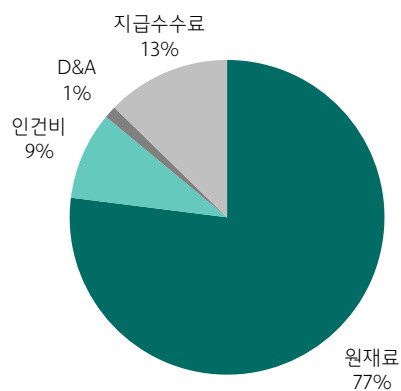
자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



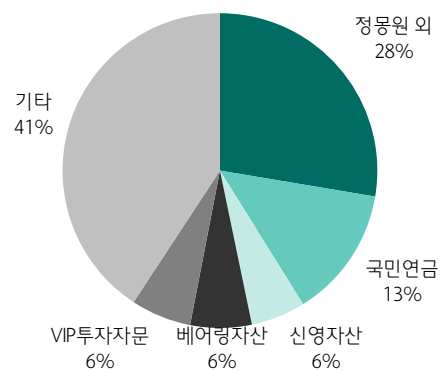
자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 4. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	228.9	249.5	217.0	226.8	232.7	249.3	244.7
영업이익	25.0	26.6	(7.8)	17.8	23.7	24.2	17.1
영업이익률	10.9%	10.6%	-3.6%	7.9%	10.2%	9.7%	7.0%
지배주주 순이익	13.7	43.4	(16.8)	2.8	10.3	22.3	9.7

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 5. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

기업	지분율	자산	부채	매출	당기순손익
URIMAN과 그 종속기업	100%	63.9	42.5	60.3	(1.4)
MLCA와 그 종속기업	100%	19.7	15.0	57.1	0.4
HMTC	100%	5.1	4.5	17.9	(0.4)
HMLC	100%	18.5	13.3	41.5	0.9
WECO	100%	12.2	6.8	20.1	0.2
JJH	100%	332.5	315.6	12.8	(10.5)
HMTIS	100%	1.0	1.2	0.1	(1.7)

주: 3분기 누적 기준

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 6. 주요 지분법 자회사 현황

(단위: 십억원)

구분	지분율	자산	부채	매출액	분기순이익
MANDO	30%	4,455.0	2,992.8	4,178.6	90.8
MHE	50%	429.3	284.8	424.0	18.8
HL	16%	2,322.6	2,008.2	951.7	28.1
HSC	20%	189.8	47.6	135.8	12.0

주: 3분기 누적 기준

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	844.5	922.2	961.5	981.9	1,001.6
매출원가	667.0	767.7	786.3	802.0	818.1
매출총이익	177.5	154.5	175.2	179.9	183.5
판매비	84.0	91.8	89.1	90.9	92.7
영업이익	93.5	62.7	86.1	89.0	90.8
금융손익	(24.1)	(27.6)	(25.8)	(26.8)	(27.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.0	33.4	4.5	4.4	2.7
세전이익	78.4	68.5	64.8	66.7	66.5
법인세	14.0	27.9	13.0	13.3	13.3
계속사업이익	64.4	40.6	51.8	53.3	53.2
중단사업이익	16.0	2.9	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.4	43.5	51.8	53.3	53.2
비지배주주지분 손이익	5.1	0.5	0.6	0.6	0.6
지배주주순이익	75.3	43.0	51.2	52.7	52.6
지배주주지분포괄이익	133.4	27.8	50.9	52.4	52.3
NOPAT	76.8	37.1	68.9	71.2	72.7
EBITDA	109.2	74.0	98.1	101.6	103.9
성장성(%)					
매출액증가율	(5.3)	9.2	4.3	2.1	2.0
NOPAT증가율	(7.1)	(51.7)	85.7	3.3	2.1
EBITDA증가율	0.2	(32.2)	32.6	3.6	2.3
영업이익증가율	(2.6)	(32.9)	37.3	3.4	2.0
(지배주주)순이익증가율	0.1	(42.9)	19.1	2.9	(0.2)
EPS증가율	0.2	(42.9)	19.0	2.9	(0.2)
수익성(%)					
매출총이익률	21.0	16.8	18.2	18.3	18.3
EBITDA이익률	12.9	8.0	10.2	10.3	10.4
영업이익률	11.1	6.8	9.0	9.1	9.1
계속사업이익률	7.6	4.4	5.4	5.4	5.3

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,975	3,982	4,740	4,879	4,870
BPS	85,822	87,126	90,533	93,412	96,282
CFPS	4,546	1,057	7,137	7,487	7,606
EBITDAPS	10,111	6,853	9,077	9,405	9,621
SPS	78,179	85,367	89,005	90,896	92,714
DPS	1,250	1,350	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	8.7	15.7	9.4	9.1	9.1
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
PCFR	13.3	59.3	6.2	5.9	5.8
EV/EBITDA	11.5	15.7	10.2	9.9	9.6
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	8.2	4.6	5.4	5.3	5.2
ROA	4.3	2.3	2.7	2.7	2.6
ROIC	18.6	8.6	18.2	17.8	17.6
부채비율	100.1	98.4	99.4	96.9	94.6
순부채비율	59.4	51.8	53.7	52.3	50.8
이자보상배율(배)	3.4	2.3	3.2	3.3	3.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	416.1	420.1	449.2	453.1	458.1
금융자산	117.5	165.7	160.8	158.6	157.7
현금성자산	104.3	123.4	116.8	113.6	111.8
매출채권 등	203.7	161.7	190.5	194.6	198.4
재고자산	87.5	87.6	91.3	93.3	95.1
기타유동자산	7.4	5.1	6.6	6.6	6.9
비유동자산	1,497.9	1,432.2	1,485.2	1,517.5	1,548.4
투자자산	945.3	985.2	1,027.2	1,049.0	1,070.0
금융자산	19.5	25.5	26.6	27.1	27.7
유형자산	336.8	253.4	264.3	274.7	284.5
무형자산	48.7	33.4	33.5	33.6	33.7
기타비유동자산	167.1	160.2	160.2	160.2	160.2
자산총계	1,914.0	1,852.3	1,934.4	1,970.6	2,006.4
유동부채	371.6	497.7	344.0	348.3	352.4
금융부채	167.3	289.8	122.5	122.5	122.5
매입채무 등	190.4	179.8	193.0	197.1	201.0
기타유동부채	13.9	28.1	28.5	28.7	28.9
비유동부채	585.9	420.8	620.4	621.7	622.9
금융부채	518.2	359.2	559.2	559.2	559.2
기타비유동부채	67.7	61.6	61.2	62.5	63.7
부채총계	957.5	918.6	964.4	970.0	975.3
지배주주지분	919.6	933.7	970.5	1,001.6	1,032.6
자본금	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1
자본잉여금	264.7	264.7	264.7	264.7	264.7
자본조정	(31.2)	(31.6)	(31.6)	(31.6)	(31.6)
기타포괄이익누계액	(27.7)	(47.8)	(47.8)	(47.8)	(47.8)
이익잉여금	658.7	693.3	730.1	761.2	792.2
비지배주주지분	36.9	0.0	(0.5)	(1.0)	(1.5)
자본총계	956.5	933.7	970.0	1,000.6	1,031.1
순금융부채	568.0	483.3	520.9	523.1	524.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.9	52.6	44.3	67.3	68.6
당기순이익	80.4	43.5	51.8	53.3	53.2
조정	(24.6)	(9.5)	13.3	14.5	15.9
감가상각비	15.7	11.3	12.0	12.6	13.1
외환거래손익	0.0	3.6	1.9	2.8	3.6
지분법손익	(62.2)	(89.7)	0.0	0.0	0.0
기타	21.9	65.3	(0.6)	(0.9)	(0.8)
영업활동자산부채변동	30.1	18.6	(20.8)	(0.5)	(0.5)
투자활동 현금흐름	(10.5)	2.0	(69.8)	(49.7)	(49.6)
투자자산감소(증가)	(12.0)	(39.9)	(43.1)	(23.0)	(22.1)
유형자산감소(증가)	(12.9)	(27.4)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	14.4	69.3	(6.7)	(6.7)	(7.5)
재무활동 현금흐름	(121.4)	(29.7)	18.3	(21.6)	(21.6)
금융부채증가(감소)	197.0	(36.5)	32.7	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(304.7)	20.1	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(13.7)	(13.3)	(14.4)	(21.6)	(21.6)
현금의 증감	(45.3)	19.1	(6.6)	(3.2)	(1.8)
Unlevered CFO	49.1	11.4	77.1	80.9	82.2
Free Cash Flow	72.8	25.0	24.3	47.3	48.6

2018년 12월 4일

평화정공(043370)

P/B 0.2배 대의 저평가. 중국 OE항 전장부품 매출 시작

Valuation이 극도로 저평가된 상태

평화정공에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 10,000원을 유지한다. 현재 Valuation은 12MF 기준 P/B 0.2배 초중반으로 극도로 낮은 상태인데, 매도가능금융자산으로 보유 중인 PHC 지분을 12월 말까지 매도하면서 약 800억원의 현금 유입되는 것을 감안하면, 실질 P/B는 0.2배 초반으로 낮다. 연간 200억원~400억원의 영업이익과 700~900억원의 EBITDA를 창출한다는 점에서 현재 주가는 극도로 저평가된 상태라는 판단이다. 기대 배당수익률은 약 2.5%로 양호하다.

순유동자산과 부동산만으로도 현 시가총액 대비 2배

평화정공은 전방 고객의 부진에 따른 최근 2년 간의 실적하락을 감안하더라도 보유 자산의 청산가치 대비 지나치게 낮은 주가를 보이고 있다. 3분기말 기준으로 유동자산 5,072억원에서 총부채 4,145억원을 뺀 순유동자산가치(NCAV)는 927억원이다. 하지만, 12월 매도가능금융자산을 매각하고 유입되는 현금이 800억원 있다는 것을 추가해야 한다. 평화정공은 그룹 지주회사인 PHC의 지분 7.85%를 보유하고 있는데, PHC가 2017년 1월 1일부로 공정거래법상 지주회사로 전환하면서 이 지분을 2년 내, 즉 금년 12월 말까지 매도해야 한다. 평화정공이 기보유 주식의 절반을 2017년 3월 주당 75만원에 매각했다는 점과 2017년 말 기준으로 PHC의 주당순자산이 약 97만원이었다는 점 등을 감안할 때, 연말 평화정공의 PHC 지분매각은 주당 약 95만원, 유입되는 현금은 약 800억원일 것이다. 이로써 연말 순유동자산가치는 1,700억원이 되고, 현재 시가총액은 순유동자산가치의 80% 수준이다. 또한, 비유동자산 중 투자 부동산의 공정가치만 267억원이고, 유형자산 3,017억원 중 토지 가치만으로도 706억원이다. 즉, 매각할 수 있는 부동산도 1,000억원이 넘는다.

2019년 전장 부품의 중국 OE 매출 시작

미국/중국 등의 시장수요 부진과 주 고객사의 출하감소의 여파로 최근 2년 계속 실적이 하락했다. 2018년 매출액/영업이익은 1%/6% 감소한 1,053억/236억원(영업이익률 2.3%, -0.1%p(YoY))으로 전망한다. 이익 비중이 큰 한국/중국 법인에서 가동률 하락과 함께 일부 제품의 가격하락이 있었다. 일부 매출 및 비용 인식의 시점 차이도 부정적이었는데, 이는 4분기에 반대로 수익성을 상승시키는 요인이 될 것이다. 2019년 실적은 개선될 수 있는데, 전년의 낮은 기저와 함께 고객사의 신차 효과, 그리고 평화정공 자체의 비용절감 노력이 가세하기 때문이다. 전장부품의 중국 OE항 매출도 시작될 것이다. 평화정공은 현재 수출용 SUV 위주로 장착되는 Active Hood와 현대/기아/쌍용/GM 등으로 공급 중인 Power Trunk를 생산 중인데, Power Trunk 제품은 신규로 중국 로컬OE들로부터 수주가 증가 중이다. 관련하여 Power Trunk용 Actuator를 생산하는 PHA Edscha(지분 50%)도 중국에 현지법인을 설립하여 대응한다.

관심종목

BUY

TP(12M): 10,000원 | CP(12월3일): 6,700원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	709.46
52주 최고/최저(원)	12,300/5,850
시가총액(십억원)	140.7
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	21,000.0
60일 평균 거래량(천주)	56.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
18년 배당금(예상, 원)	160
18년 배당수익률(예상, %)	2.39
외국인지분율(%)	5.40
주요주주 지분율(%)	
김상태 외 1인	54.63
신영자산운용	11.79
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.0) (36.9) (43.7)
상대	(13.1) (21.1) (36.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,046.9	1,093.1
영업이익(십억원)	23.6	33.0
순이익(십억원)	19.2	26.6
EPS(원)	914	1,267
BPS(원)	24,873	25,982

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,222.5	1,053.8	1,046.9	1,093.1	1,125.9
영업이익	십억원	69.7	25.2	23.6	33.0	35.0
세전이익	십억원	72.1	100.0	26.2	36.5	38.8
순이익	십억원	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
EPS	원	2,538	3,549	912	1,267	1,349
증감률	%	623.1	39.8	(74.3)	38.9	6.5
PER	배	4.71	2.96	7.34	5.29	4.97
PBR	배	0.52	0.44	0.27	0.26	0.25
EV/EBITDA	배	2.43	2.96	1.29	0.98	0.74
ROE	%	11.78	15.06	3.72	4.98	5.08
BPS	원	23,017	24,122	24,874	25,981	27,171
DPS	원	150	160	160	160	160



Analyst 송선재

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

RA 구성중

02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 분기별 실적추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2015	2016	2017	2018F
매출액	283	248	258	265	253	258	258	278	1,149	1,222	1,054	1,047
영업이익	6	(1)	4	15	6	2	1	14	5	70	25	24
세전이익	85	(2)	6	11	7	8	2	10	9	72	100	26
순이익	62	(1)	5	9	4	7	(3)	8	7	53	75	16
Margin												
영업이익률	2.2	(0.3)	1.7	5.8	2.3	0.9	0.3	5.2	0.4	5.7	2.4	2.3
세전이익률	30.0	(0.9)	2.2	4.3	2.6	3.2	0.6	3.5	0.8	5.9	9.5	2.5
순이익률	21.9	(0.3)	1.9	3.3	1.5	2.5	(1.0)	2.8	0.6	4.4	7.1	1.5
YoY												
매출액	(3)	(21)	(6)	(23)	(11)	4	0	5	9	6	(14)	(1)
영업이익	(53)	적전	(50)	(51)	(5)	흑전	(75)	(6)	(90)	1,320	(64)	(4)
세전이익	538	적전	116	(71)	(92)	흑전	(67)	(15)	(82)	685	39	(74)
순이익	606	적전	152	(73)	(94)	흑전	적전	(9)	(81)	624	40	(79)

자료: 평화정공, 하나금융투자

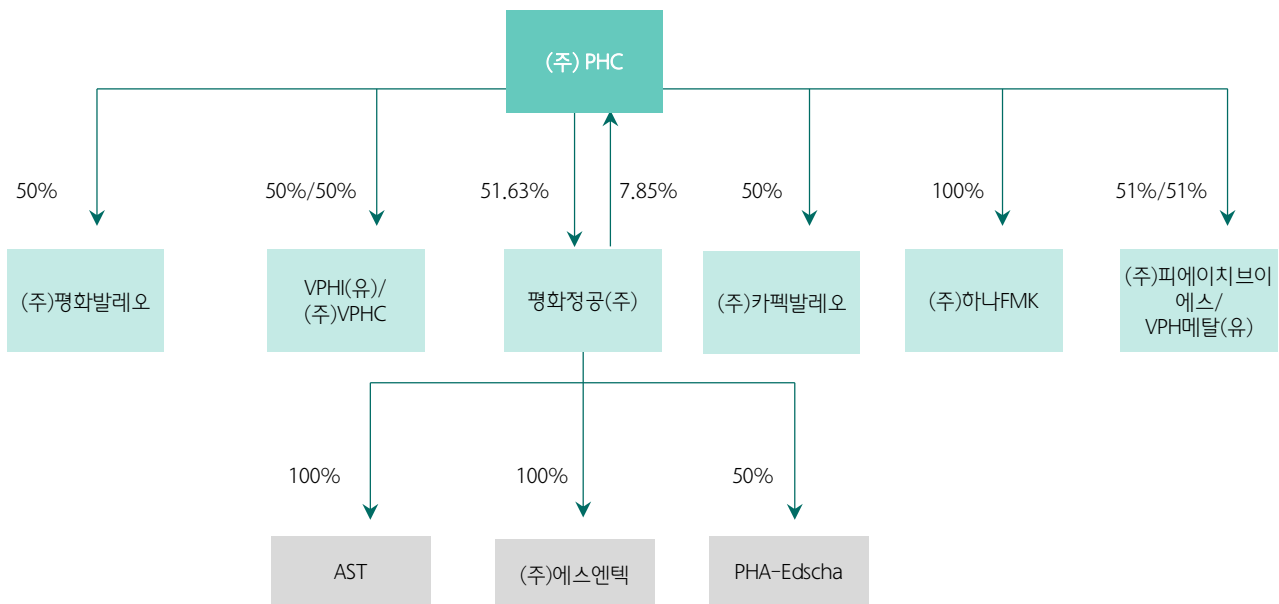
표 2. 주요 연결 자회사 분기별 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액											
평화정공(주)	169.2	166.9	152.4	178.5	160.6	155.6	152.4	148.5	146.2	161.1	139.6
(주)에이에스티	17.2	17.3	15.8	17.4	15.2	15.2	15.1	12.9	13.3	13.9	13.2
PHA India PVT Ltd	21.9	20.4	22.7	24.0	23.3	25.3	28.0	17.7	23.9	18.3	21.9
태창평화정공기차배건(유)	22.8	22.7	20.5	37.0	27.6	9.0	21.2	30.9	20.0	17.0	25.8
북경평화정공기차부건(유)	41.4	57.8	45.6	70.5	38.2	21.0	25.4	53.6	31.1	29.9	33.6
염성평화정공기차배건(유)	16.0	16.1	12.7	22.3	14.7	6.5	6.0	15.3	10.3	9.5	6.1
PHA Czech s. r. o	26.7	27.4	22.2	24.7	27.8	26.5	24.5	27.6	26.7	28.4	25.0
PHA America INC	27.5	28.6	27.0	24.4	26.3	24.2	21.3	16.1	14.8	15.7	25.7
PHA Slovakia s.r.o	24.0	22.6	20.0	21.6	23.2	22.1	20.8	20.8	23.0	22.6	21.4
(주)PHA E&E, 에스엔텍	12.4	13.1	12.5	4.6	10.6	9.0	10.1	21.4	2.1	2.4	2.5
단순합계	379.0	392.7	351.4	424.9	367.5	314.5	324.8	364.9	311.4	318.7	314.7
내부거래제거	(87.6)	(79.8)	(77.2)	(81.1)	(84.6)	(66.1)	(67.0)	(100.2)	(58.9)	(61.1)	(56.3)
연결실적	291.4	313.0	274.3	343.8	282.8	248.4	257.9	264.8	252.6	257.6	258.4
순이익											
평화정공(주)	8.3	5.2	(1.4)	17.2	64.6	(3.1)	3.5	(6.0)	0.4	7.4	(2.1)
(주)에이에스티	0.4	0.4	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.2)	0.1	(0.7)	1.0	0.5	(0.1)
PHA India PVT Ltd	(0.2)	0.6	1.3	(2.2)	0.7	2.1	0.2	(0.5)	2.6	1.5	(2.2)
태창평화정공기차배건(유)	3.7	3.0	1.6	0.0	0.9	(3.4)	0.2	4.4	1.0	(0.7)	0.1
북경평화정공기차부건(유)	(1.6)	(1.1)	(2.5)	4.9	(1.9)	2.0	1.8	(8.9)	1.0	(4.1)	(0.4)
염성평화정공기차배건(유)	(0.4)	0.4	(0.6)	1.7	(0.4)	0.6	(0.2)	(1.5)	(0.9)	(0.2)	(0.3)
PHA Czech s. r. o	(0.1)	0.6	0.6	(0.3)	1.0	1.2	(0.4)	1.0	0.9	0.8	0.5
PHA America INC	0.0	0.7	0.4	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	0.9	(0.9)	0.5	0.5
PHA Slovakia s.r.o	0.2	(1.0)	1.1	0.5	0.0	0.6	0.4	1.1	0.1	0.7	0.3
(주)PHA E&E, 에스엔텍	0.0	(0.2)	(0.5)	0.8	(0.1)	(0.6)	(0.4)	0.3	0.0	(0.4)	0.4
단순합계	10.3	8.6	0.0	22.0	64.5	(1.4)	4.6	(10.0)	(0.5)	6.0	1.0
내부거래제거	(1.6)	2.2	1.9	9.8	(2.7)	0.5	0.3	18.6	(0.7)	0.5	1.5
연결실적	8.8	10.8	1.9	31.8	61.8	(0.8)	4.8	8.7	3.9	6.5	(2.6)
순이익률											
평화정공(주)	4.9%	3.1%	-0.9%	9.6%	40.2%	-2.0%	2.3%	-4.1%	0.3%	4.6%	-1.5%
(주)에이에스티	2.3%	2.3%	-0.7%	-0.5%	0.1%	-1.5%	0.6%	-5.7%	7.4%	3.6%	-0.8%
PHA India PVT Ltd	-1.0%	2.9%	5.8%	-9.3%	2.9%	8.3%	0.9%	-2.8%	10.8%	8.0%	-9.9%
태창평화정공기차배건(유)	16.4%	13.4%	7.9%	0.0%	3.3%	-38.0%	1.1%	14.1%	4.8%	-4.2%	0.6%
북경평화정공기차부건(유)	-4.0%	-2.0%	-5.5%	6.9%	-5.0%	9.5%	7.2%	-16.5%	3.2%	-13.7%	-1.2%
염성평화정공기차배건(유)	-2.5%	2.6%	-4.7%	7.8%	-2.7%	8.5%	-3.4%	-10.0%	-8.5%	-1.8%	-5.6%
PHA Czech s. r. o	-0.2%	2.3%	2.5%	-1.0%	3.4%	4.5%	-1.5%	3.8%	3.5%	2.9%	1.9%
PHA America INC	-0.1%	2.3%	1.5%	-2.1%	-1.0%	-2.1%	-2.1%	5.9%	-6.0%	3.2%	2.1%
PHA Slovakia s.r.o	0.8%	-4.4%	5.6%	2.3%	0.1%	2.6%	2.0%	5.2%	0.2%	2.9%	1.3%
(주)PHA E&E	0.1%	-1.5%	-3.7%	17.8%	-0.8%	-6.2%	-4.1%	1.2%	0.0%	-15.9%	15.2%
단순합계	2.7%	2.2%	0.0%	5.2%	17.6%	-0.4%	1.4%	-2.7%	-0.2%	1.9%	0.3%
내부거래제거	1.8%	-2.8%	-2.5%	-12.1%	3.2%	-0.8%	-0.4%	-18.6%	1.3%	-0.9%	-2.7%
연결실적	3.0%	3.4%	0.7%	9.3%	21.9%	-0.3%	1.9%	3.3%	1.5%	2.5%	-1.0%

자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 1. PHC 그룹의 지분구조



자료: 평화정공, 하나금융투자

표 3. PHC의 재무제표

(단위: 십억원)

	2016년	2017년
자산	1,573	1,793
부채	669	482
자본	904	1,311
매출액	1,253	1,085
영업이익	69	29
(영업이익률)	5.5	2.6
세전이익	117	47
지배순이익	120	422
주식수	1,352,087	1,352,087
EPS	88,900	312,282
BPS	668,617	969,398

자료: PHC, 하나금융투자

표 4. 평화정공의 PHC 보유지분 가치

주식수	106,199	주
장부가	415,833	원
장부금액	44.2	십억원
예상매각가	950,000	원
매각예상금액	100.9	십억원

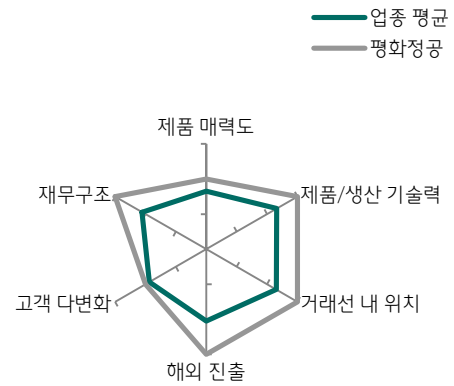
자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 2. 주요 제품



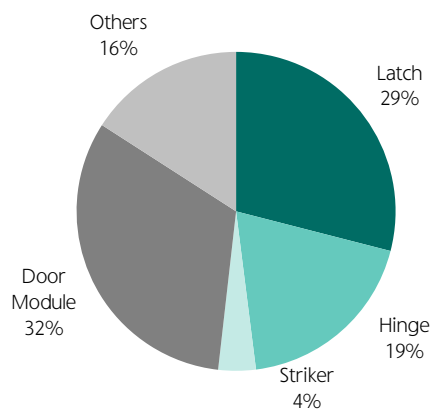
자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 3. 6개 기준에 대한 정성평가



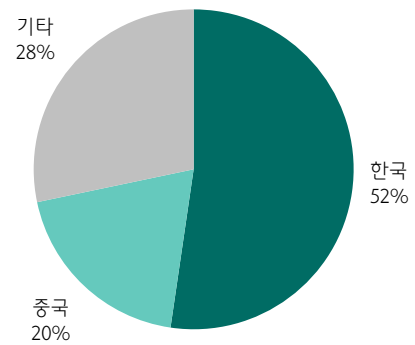
자료: 하나금융투자

그림 4. 제품별 매출비중



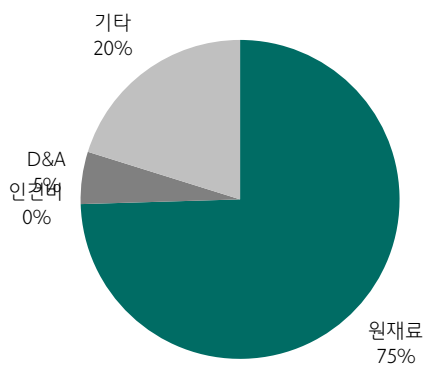
자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 5. 지역별 매출비중



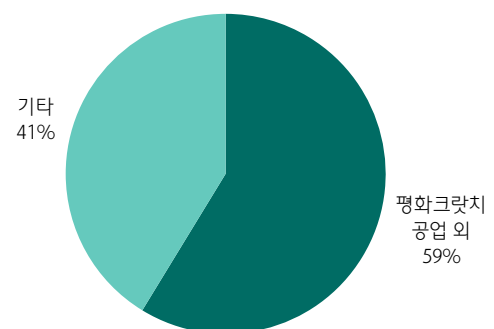
자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 6. 비용의 성격별 분류



자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 7. 주주 현황



자료: 평화정공, 하나금융투자

표 5. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	282.8	248.4	257.9	264.7	252.6	257.6	258.4
영업이익	6.2	(0.7)	4.3	15.4	5.9	2.4	0.8
영업이익률	2.2%	-0.3%	1.7%	5.8%	2.3%	0.9%	0.3%
지배주주 순이익	61.8	(0.8)	4.8	8.7	3.9	6.5	(2.6)

자료: 평화정공, 하나금융투자

표 6. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

사업본부	지분율	자산	부채	매출액	순이익
(주)에이에스티	100%	40.9	26.3	13.2	(0.1)
북경평화정공기차부건(유)	100%	130.5	92.5	33.6	(0.4)
태창평화정공기차배건(유)	100%	90.2	39.6	25.8	0.1
염성평화정공기차배건(유)	100%	23.8	19.6	6.1	(0.3)
PHA India PVT Ltd	100%	71.3	44.2	21.9	(2.2)
PHA America INC	100%	29.1	23.4	25.7	0.5
PHA Czech s. r. o	100%	32.2	18.5	25.0	0.5
PHA Slovakia s.r.o	100%	31.2	20.3	21.4	0.3
(주)피에이치에이이엔이	100%	-	-	-	-
(주)에스엔텍	100%	10.5	13.9	2.5	(0.5)

주: 3분기 누적 기준

자료: 평화정공, 하나금융투자

표 7. 주요 지분법 자회사 현황

(단위: 십억원)

사업본부	지분율	자산	부채	매출액	순이익
아이탑스오토모티브(주)	21%	25.9	19.0	16.9	0.5
PHA Edscha	50%	34.8	20.0	32.1	2.5
북경평화부오기차부건(유)	55%	1.4	1.2	-	(0.2)

주: 3분기 누적 기준

자료: 평화정공, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,222.5	1,053.8	1,046.9	1,093.1	1,125.9
매출원가	1,052.8	932.5	933.2	967.2	995.3
매출총이익	169.7	121.3	113.7	125.9	130.6
판매비	100.1	96.1	90.2	92.9	95.7
영업이익	69.7	25.2	23.6	33.0	35.0
금융손익	(2.5)	80.8	(1.3)	(0.7)	(0.4)
종속/관계기업손익	3.4	1.7	3.0	3.2	3.2
기타영업외손익	1.5	(7.7)	1.0	1.0	1.0
세전이익	72.1	100.0	26.2	36.5	38.8
법인세	18.8	25.5	7.1	9.8	10.5
계속사업이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
지배주주지분포괄이익	64.2	26.3	19.2	26.6	28.3
NOPAT	51.5	18.8	17.2	24.1	25.5
EBITDA	126.8	82.1	77.9	87.7	89.9
성장성(%)					
매출액증가율	6.4	(13.8)	(0.7)	4.4	3.0
NOPAT증가율	1,220.5	(63.5)	(8.5)	40.1	5.8
EBITDA증가율	113.8	(35.3)	(5.1)	12.6	2.5
영업이익증가율	1,322.4	(63.8)	(6.3)	39.8	6.1
(지배주주)순이익증가율	620.3	39.8	(74.2)	38.5	6.4
EPS증가율	623.1	39.8	(74.3)	38.9	6.5
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	11.5	10.9	11.5	11.6
EBITDA이익률	10.4	7.8	7.4	8.0	8.0
영업이익률	5.7	2.4	2.3	3.0	3.1
계속사업이익률	4.4	7.1	1.8	2.4	2.5

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,538	3,549	912	1,267	1,349
BPS	23,017	24,122	24,874	25,981	27,171
CFPS	6,802	4,755	3,654	4,122	4,228
EBITDAPS	6,037	3,907	3,708	4,175	4,281
DPS	58,214	50,183	49,854	52,054	53,616
주가지표(배)					
PER	4.7	3.0	7.3	5.3	5.0
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
PCFR	1.8	2.2	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA	2.4	3.0	1.4	1.1	0.8
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	11.8	15.1	3.7	5.0	5.1
ROA	5.9	8.2	2.1	2.9	3.0
ROIC	10.3	3.8	3.3	4.6	4.8
부채비율	89.2	77.0	71.8	68.5	66.5
순부채비율	11.8	4.5	(6.0)	(8.5)	(11.4)
이자보상배율(배)	18.1	8.9	9.7	15.1	17.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	486.2	488.2	529.1	548.8	577.8
금융자산	102.3	110.3	150.7	153.8	170.9
현금성자산	100.0	107.8	148.2	151.1	168.1
매출채권 등	240.5	224.1	230.8	241.0	248.2
재고자산	131.1	128.8	129.1	134.8	138.9
기타유동자산	12.3	25.0	18.5	19.2	19.8
비유동자산	428.1	408.2	368.3	370.4	372.1
투자자산	105.6	60.4	13.9	14.5	15.2
금융자산	97.7	51.2	4.2	4.4	4.5
유형자산	277.0	301.1	307.9	309.4	310.5
무형자산	13.8	15.6	15.5	15.4	15.4
기타비유동자산	31.7	31.1	31.0	31.1	31.0
자산총계	914.3	896.3	897.4	919.2	949.9
유동부채	392.0	366.6	352.1	349.6	354.6
금융부채	157.2	132.3	118.7	106.9	105.2
매입채무 등	199.8	185.9	184.7	192.8	198.6
기타유동부채	35.0	48.4	48.7	49.9	50.8
비유동부채	39.0	23.2	23.0	24.0	24.7
금융부채	2.2	0.6	0.6	0.6	0.6
기타비유동부채	36.8	22.6	22.4	23.4	24.1
부채총계	430.9	389.8	375.0	373.6	379.3
지배주주지분	483.4	506.5	522.3	545.6	570.6
자본금	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	41.5	41.5	41.5	41.5	41.5
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	60.1	14.6	14.6	14.6	14.6
이익잉여금	371.3	439.9	455.7	479.0	503.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	483.4	506.5	522.3	545.6	570.6
순금융부채	57.1	22.6	(31.4)	(46.3)	(65.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	81.1	41.2	67.5	70.5	74.2
당기순이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
조정	69.9	18.6	50.0	50.2	50.4
감가상각비	57.1	56.8	54.3	54.6	54.9
외환거래손익	(1.3)	0.7	1.0	1.0	1.0
지분법손익	(11.3)	(1.7)	(3.0)	(3.2)	(3.2)
기타	25.4	(37.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)
영업활동자산부채변동	(42.1)	(51.9)	(1.7)	(6.3)	(4.5)
투자활동 현금흐름	(18.7)	9.1	(10.2)	(52.4)	(52.2)
투자자산감소(증가)	(21.0)	46.9	49.6	2.5	2.6
유형자산감소(증가)	(29.7)	(68.5)	(60.0)	(55.0)	(55.0)
기타	32.0	30.7	0.2	0.1	0.2
재무활동 현금흐름	(25.2)	(37.2)	(16.9)	(15.2)	(5.0)
금융부채증가(감소)	(22.2)	(26.5)	(13.6)	(11.8)	(1.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.0)	(7.6)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(2.0)	(3.1)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
현금의 증감	36.5	7.8	40.3	2.9	17.0
Unlevered CFO	142.8	99.9	76.7	86.6	88.8
Free Cash Flow	48.8	(28.1)	7.5	10.5	14.2

2018년 12월 4일

새론오토모티브(075180)

주가 변곡점이 다가오는 중

주가의 안전마진은 충분. 주가 변곡점까지 기다릴 여유

새론오토모티브에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 7,000원을 유지한다. 중국 시장수요가 부진한 여파로 단기 실적 모멘텀은 적겠지만, 완성차 생산에 연동되는 OE 매출액 말고도 교체 수요인 RE 매출액이 꾸준하다는 점에서 연간 100억원 이상의 영업이익과 200억원 이상의 EBITDA 창출이 가능하다. 반면, 2018년 예상 실적을 기준으로 EV/EBITDA가 0.1배를 기록하고 있을 정도로 주가는 억눌려 있다. 2019년 중국 연태 공장이 완공된 후 GM과 중국 로컬OE들로 고객 다변화와 외형 성장이 예상된다는 점에서 주가 반등의 기회는 곧 다가올 것이다.

연태 법인이 2019년 하반기부터 외형 성장에 기여

2018년 중국 법인들의 수익성 하락은 주 고객사인 현대/기아/VW/GM 등이 시장수요 부진과 점유율 하락의 여파로 출하가 감소한 영향도 있지만, 현재 건설 중인 연태 공장에서 초기 비용만 반영된 영향도 크다. 연태 공장은 총 투자금 270억원으로 2019년 2분기에 완공될 예정인데, 2018년 3분기 누적으로는 매출액은 전무하고, 인건비 등 관련 비용으로만 21억원이 반영되고 있다. 중국 지역의 영업이익률을 3.9%p 떨어뜨리고, 연결 영업이익률에는 -1.7%p만큼의 부정적 효과가 있었다. 공장이 완공되는 내년 상반기까지 관련 비용 부담이 있겠지만, 하반기부터 GM과 중국 로컬OE들 위주로 매출이 발생하면 해소되기 시작할 것이다. 고객 다변화에도 기여한다.

순현금이 시가총액의 90%에 육박

3분기 말 기준으로 순현금이 약 820억원인데, 이는 현재 시가총액의 90% 수준이다. 향후 3년 평균 EBITDA 규모가 240억원 수준이고, 이를 감안하면 2018년 말 기준으로 EV/EBITDA가 겨우 0.1배에 불과하다. Capex 규모는 2018년 200억원 수준에서 연태 공장이 완공되는 2019년 이후로 각각 150억원/80억원 수준으로 감소할 것인 바 추가적인 현금 축적으로 2019년 기준 EV/EBITDA는 음(-)의 영역으로 들어간다. 즉, EV/EBITDA만 보더라도 현재 주가는 안전마진이 충분한 상태라서 추가 하락이 제한적인 반면, 꾸준한 현금창출의 RE 사업과 중국 신공장을 통한 성장 잠재력이 상존하고 있어 신규 매수 진입에 좋은 시점이라는 판단이다.

관심종목

BUY

TP(12M): 7,000원 | CP(12월3일): 4,790원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	7,610/4,270
시가총액(십억원)	92.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	19,200.0
60일 평균 거래량(천주)	27.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1
18년 배당금(예상, 원)	150
18년 배당수익률(예상, %)	3.13
외국인지분율(%)	68.70
주요주주 지분율(%)	
Nishinbo Industries INC 외 1인	65.01
김형인 외 1인	7.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.2) (23.8) (36.9)
상대	(2.9) (12.9) (26.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	170.9	176.8
영업이익(십억원)	11.4	12.7
순이익(십억원)	10.1	11.3
EPS(원)	526	589
BPS(원)	11,818	12,260

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	197.5	183.5	170.9	176.8	187.4
영업이익	십억원	28.0	16.7	11.4	12.7	14.5
세전이익	십억원	31.4	19.1	14.9	16.2	18.0
순이익	십억원	22.6	13.3	10.1	11.3	12.6
EPS	원	1,175	691	528	591	658
증감률	%	(9.0)	(41.2)	(23.6)	11.9	11.3
PER	배	7.08	10.85	9.06	8.10	7.28
PBR	배	0.75	0.66	0.41	0.39	0.38
EV/EBITDA	배	1.69	2.04	0.04	N/A	N/A
ROE	%	10.95	6.12	4.54	4.91	5.26
BPS	원	11,153	11,439	11,817	12,258	12,766
DPS	원	190	150	150	150	150



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

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	16A	17A	18F
매출액	49.1	49.4	45.5	53.6	45.9	44.0	45.9	47.6	40.8	44.0	41.1	197.5	183.5	170.9
한국	36.0	34.6	32.0	36.7	33.0	33.0	29.7	29.2	27.8	29.5	29.6	139.3	125.0	117.5
중국	23.3	21.4	21.5	27.2	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3	93.4	88.2	81.2
연결조정	(10.2)	(6.7)	(8.1)	(10.2)	(9.3)	(8.3)	(5.4)	(6.8)	(5.2)	(4.8)	(4.9)	(35.2)	(29.7)	(27.7)
영업이익	7.4	7.3	5.8	7.6	3.9	4.2	2.9	5.7	2.4	2.9	2.6	28.0	16.7	11.4
OPM	15.1%	14.7%	12.7%	14.1%	8.6%	9.5%	6.3%	12.0%	5.9%	6.5%	6.5%	14.2%	9.1%	6.6%
세전이익	8.1	7.9	5.5	9.9	4.0	5.8	4.1	5.1	3.3	4.8	3.4	31.4	19.1	14.9
순이익	5.9	5.8	4.1	6.8	2.8	4.3	2.4	3.8	1.9	3.3	2.2	22.6	13.3	10.1

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 2. 법인별 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
한국법인	총매출액	36.0	34.6	32.0	36.7	33.0	33.0	29.7	29.2	27.8	29.5	29.6
	내부거래제거	(9.0)	(5.6)	(6.7)	(8.7)	(5.6)	(9.0)	(4.3)	(6.4)	(5.1)	(4.7)	(4.8)
	외부고객매출액	27.0	29.0	25.3	28.0	27.4	24.0	25.4	22.8	22.6	24.8	24.8
	OP	5.0	4.2	2.5	4.2	2.3	2.1	0.6	2.2	1.2	1.7	2.2
	OPM	18.5%	14.3%	10.1%	15.0%	8.2%	8.7%	2.3%	9.6%	5.5%	7.0%	8.8%
북경법인	총매출액	23.3	21.4	21.5	27.2	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3
	내부거래제거	(1.2)	(1.0)	(1.3)	(1.5)	(1.4)	(1.5)	(1.0)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
	외부고객매출액	22.1	20.4	20.2	25.6	20.8	17.7	20.5	24.8	18.2	19.3	16.2
	OP	3.1	2.2	2.8	3.3	1.6	2.3	3.1	2.9	1.3	0.7	0.6
	OPM	13.8%	11.0%	14.0%	12.8%	7.6%	13.0%	14.9%	11.6%	7.2%	3.7%	4.0%
	순이익	2.1	1.4	2.2	2.2	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2	1.4	1.2
전체	전체 매출액	49.1	49.4	45.5	53.6	48.2	41.7	45.9	47.7	40.8	44.0	41.1
	중국비중	45.0%	41.3%	44.4%	47.8%	43.2%	42.4%	44.7%	52.1%	44.6%	43.8%	39.5%

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 3. 중국 법인별 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
북경법인	매출액	23.3	21.4	21.5	27.2	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3
	순이익	2.1	1.4	2.2	2.2	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2	1.4	1.2
	NIM	9.2%	6.4%	10.3%	8.1%	5.1%	9.1%	11.2%	9.5%	6.8%	7.1%	7.4%
연태법인	매출액							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	순이익							0.0	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.8)
	NIM											
상속법인	매출액	5.7	4.9	5.2	6.6	6.1	7.0	7.1	7.1	6.9	6.9	7.4
	순이익	1.3	0.3	0.7	1.4	0.9	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
	NIM	22.7%	6.9%	13.2%	21.4%	15.0%	18.9%	16.2%	15.9%	15.3%	13.8%	13.6%

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 4. EV/EBITDA 추이

(단위: 십억원, 배)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
시가총액	108.7	174.3	211.2	163.0	159.7	144.0	92.0	92.0	92.0
현금/투자자산	27.6	45.2	56.8	73.1	94.5	86.9	91.1	92.7	101.2
현금 및 현금성자산	21.5	23.5	18.1	23.7	35.8	47.7	54.6	55.0	61.2
정기예금	6.1	21.7	38.7	49.3	58.7	39.2	36.5	37.8	40.0
EV	81.1	129.1	154.4	89.9	65.3	57.1	0.9	(0.7)	(9.2)
영업이익	18.8	31.2	32.4	29.7	28.0	16.7	11.4	12.7	14.5
감가상각비	9.2	9.9	10.4	10.6	10.7	11.4	11.4	11.4	11.4
EBITDA	28.0	41.1	42.8	40.3	38.8	28.1	22.7	24.0	25.8
EV/EBITDA	2.9	3.1	3.6	2.2	1.7	2.0	0.0	(0.0)	(0.4)

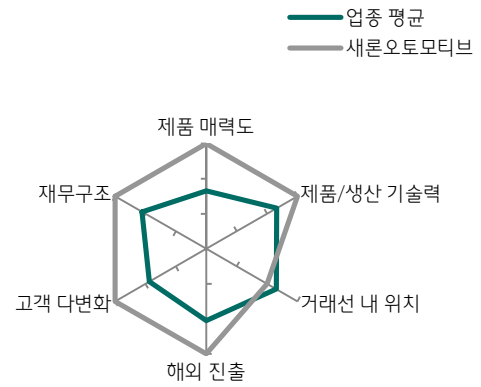
자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

그림 1. 주요 제품



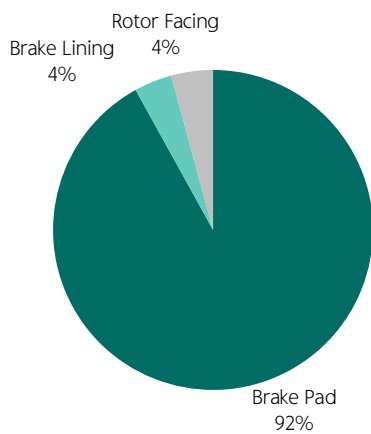
자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



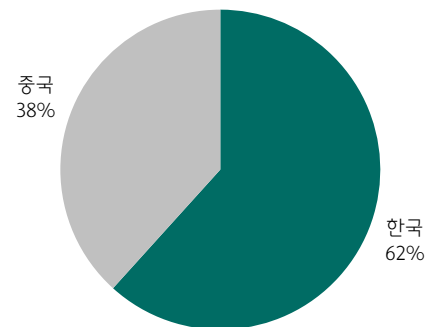
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



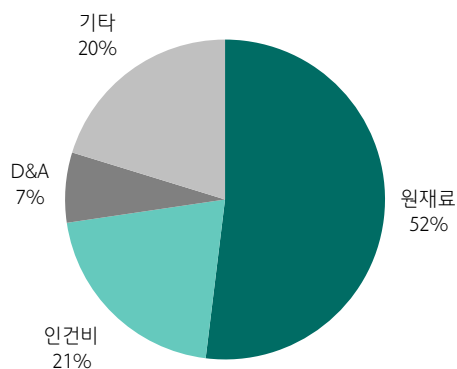
자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



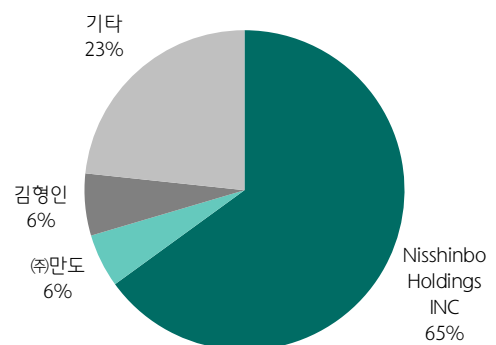
자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 5. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	45.9	44.0	45.9	47.7	40.8	44.0	41.1
영업이익	3.9	4.2	2.9	5.7	2.4	2.9	2.6
영업이익률	8.6%	9.5%	6.2%	12.0%	5.9%	6.5%	6.5%
지배주주 순이익	2.8	4.3	2.4	3.8	1.9	3.3	2.2

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 6. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

회사	지분율	자산총액	부채총액	매출액	당기순손익
새론(북경)기차부건유한공사	100%	99.2	13.5	53.9	3.8
새론(연태)기차부건유한공사	100%	41.0	18.3	-	(2.1)

주: 3분기 누적 기준

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 7. 주요 지분법 자회사 현황

(단위: 십억원)

회사	지분율	자산총액	부채총액	매출액	당기순손익
닛신보새론(상속)기차부건유한공사	50%	44.6	12.5	21.3	3.0

주: 3분기 누적 기준

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	197.5	183.5	170.9	176.8	187.4
매출원가	155.6	152.1	144.8	149.0	157.2
매출총이익	41.9	31.4	26.1	27.8	30.2
판매비	13.9	14.7	14.8	15.1	15.7
영업이익	28.0	16.7	11.4	12.7	14.5
금융손익	1.7	0.8	1.0	1.1	1.1
종속/관계기업손익	1.9	2.3	2.4	2.5	2.6
기타영업외손익	(0.2)	(0.7)	0.1	(0.0)	(0.1)
세전이익	31.4	19.1	14.9	16.2	18.0
법인세	8.9	5.8	4.8	4.9	5.4
계속사업이익	22.6	13.3	10.1	11.3	12.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.6	13.3	10.1	11.3	12.6
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	22.6	13.3	10.1	11.3	12.6
지배주주지분포괄이익	20.2	9.1	10.1	11.3	12.6
NOPAT	20.1	11.6	7.7	8.9	10.1
EBITDA	38.8	28.1	22.7	24.0	25.8
성장성(%)					
매출액증가율	(2.6)	(7.1)	(6.9)	3.5	6.0
NOPAT증가율	(10.3)	(42.3)	(33.6)	15.6	13.5
EBITDA증가율	(3.7)	(27.6)	(19.2)	5.7	7.5
영업이익증가율	(5.7)	(40.4)	(31.7)	11.4	14.2
(지배주주)순이익증가율	(8.9)	(41.2)	(24.1)	11.9	11.5
EPS증가율	(9.0)	(41.2)	(23.6)	11.9	11.3
수익성(%)					
매출총이익률	21.2	17.1	15.3	15.7	16.1
EBITDA이익률	19.6	15.3	13.3	13.6	13.8
영업이익률	14.2	9.1	6.7	7.2	7.7
계속사업이익률	11.4	7.2	5.9	6.4	6.7

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,175	691	528	591	658
BPS	11,153	11,439	11,817	12,258	12,766
CFPS	1,692	1,306	1,316	1,390	1,494
EBITDAPS	2,019	1,463	1,184	1,252	1,346
SPS	10,287	9,555	8,903	9,206	9,758
DPS	190	150	150	150	150
주기지표(배)					
PER	7.1	10.9	9.1	8.1	7.3
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
PCFR	4.9	5.7	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	1.7	2.0	0.0	N/A	N/A
PSR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	11.0	6.1	4.5	4.9	5.3
ROA	8.9	5.0	3.8	4.1	4.4
ROIC	17.0	9.5	5.8	6.4	7.1
부채비율	23.2	21.4	19.3	19.3	19.6
순부채비율	(44.1)	(39.5)	(40.1)	(39.4)	(41.2)
이자보상배율(배)	11,247.9	6,467.9	4,398.5	4,903.1	5,602.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	164.7	169.8	166.2	170.3	183.5
금융자산	94.5	86.9	91.1	92.7	101.2
현금성자산	35.8	47.7	54.6	55.0	61.2
매출채권 등	49.8	53.8	50.1	51.8	54.9
재고자산	17.7	22.3	18.6	19.3	20.4
기타유동자산	2.7	6.8	6.4	6.5	7.0
비유동자산	99.0	96.8	104.6	110.3	109.6
투자자산	25.5	20.1	18.7	19.3	20.5
금융자산	12.4	5.5	5.1	5.3	5.6
유형자산	69.0	69.8	78.8	82.7	79.6
무형자산	2.7	4.7	4.9	6.1	7.3
기타비유동자산	1.8	2.2	2.2	2.2	2.2
자산총계	263.7	266.6	270.8	280.7	293.1
유동부채	33.6	29.8	27.9	28.8	30.4
금융부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매입채무 등	30.7	25.4	23.7	24.5	25.9
기타유동부채	2.8	4.3	4.1	4.2	4.4
비유동부채	16.0	17.2	16.0	16.6	17.6
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	16.0	17.2	16.0	16.6	17.6
부채총계	49.6	47.0	43.9	45.3	48.0
지배주주지분	214.1	219.6	226.9	235.4	245.1
자본금	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
자본잉여금	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.4	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
이익잉여금	194.6	204.4	211.6	220.1	229.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	214.1	219.6	226.9	235.4	245.1
순금융부채	(94.4)	(86.8)	(91.0)	(92.6)	(101.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	38.7	8.7	26.7	22.3	22.9
당기순이익	22.6	13.3	10.1	11.3	12.6
조정	12.3	14.3	11.9	12.1	12.3
감가상각비	10.7	11.4	11.4	11.4	11.4
외환거래손익	(0.5)	0.9	0.5	0.6	0.9
지분법손익	(1.9)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	4.3	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	3.8	(18.9)	4.7	(1.1)	(2.0)
투자활동 현금흐름	(22.3)	8.8	(16.9)	(19.0)	(13.8)
투자자산감소(증가)	(5.5)	5.4	1.4	(0.6)	(1.2)
유형자산감소(증가)	(8.8)	(15.5)	(20.0)	(15.0)	(8.0)
기타	(8.0)	18.9	1.7	(3.4)	(4.6)
재무활동 현금흐름	(3.8)	(3.6)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(3.8)	(3.6)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
현금의 증감	12.0	11.9	6.9	0.4	6.2
Unlevered CFO	32.5	25.1	25.3	26.7	28.7
Free Cash Flow	29.7	(6.8)	6.7	7.3	14.9

2018년 12월 4일

디티알오토모티브(007340)

이 정도 꾸준한 기업, 또 없습니다

지역별 다변화가 잘되어 있는 방진부품 생산업체

디티알오토모티브는 기존 동아타이어공업에서 고무사업부를 인적 분할한 후, 방진부품/축전지 제품을 생산하는 업체이다. 전체 매출액 중 방진제품/축전지/기타 사업이 각각 80%/17%/3%의 비중을 차지한다. 지역별 비중은 한국/중국/미국/유럽/기타가 각각 30%/10%/23%/33%/4% 등으로 다변화가 잘되어 있다.

북미 법인의 높은 성장

방진제품은 진동/소음 등을 감소시켜주는 자동차용 고무부품으로 엔진 마운트와 서스펜션 등에 사용된다. 주요 고객이 FCA(40% 비중)/GM(30%)/포드/BMW 등 해외 완성차들인바 결제는 대부분 달러화와 유로화이다. 원화 비중은 5% 미만이다. 디티알오토모티브는 미국/멕시코 등 북미에서 GM 물량을 수주하면서 성장 중인데, 3분기 누적으로 한국/중국/유럽 매출액이 각각 3%/2%/4% (YoY) 감소한 데 비해 북미/기타 매출액은 34%/101% (YoY) 증가했다. 축전지 부문은 연결 회사인 동아전지의 Dry 전지와 자체 MF 전지로 구분된다. 축전지 매출액은 전년 수준에서 정체되고 있는데, 일부 제품의 단가 인상과 환율 상승으로 수익성은 개선 중이다.

예상 실적으로 기준으로 P/E 5배에 불과

3분기 누적 매출액/영업이익은 6%/25% (YoY) 증가한 6,926억원/582억원(영업이익률 8.4%, +1.3%p (YoY))을 기록했다. 주요 고객사향 물량 증가, 환율 상승, 축전지 부문의 마진상승, 그리고 비용절감 등이 실적 개선의 원인으로 분석된다. 인건비/감가상각비가 전년 동기대비 각각 13%/14% (YoY) 감소하면서 고정비 부담이 완화되었다. 2018년 연간 매출액/영업이익은 6%/26% 증가한 9,330억원/750억원(영업이익률 8.0%)으로 예상된다. 예상 실적을 기준으로 현재 주가는 P/E 5배, P/B 0.5배 수준에 불과하다. 부채비율이 55%에 불과하여 재무구조도 우량하다. 전년 수준의 배당(주당 700원)을 가정하면, 2.3%의 배당수익률을 기대할 수 있다. 양호한 외형 성장과 지역/고객 다변화, 그리고 높은 수준의 수익성 등을 고려할 때, 주가는 저평가된 상태라는 판단이다.

관심종목

Not Rated

CP(12월3일): 31,400원

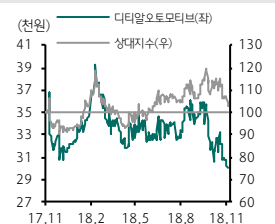
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	39,350/30,000
시가총액(십억원)	313.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	9,994.0
60일 평균 거래량(천주)	4.1
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1
18년 배당금(예상, 원)	700
18년 배당수익률(예상, %)	2.23
외국인지분율(%)	7.12
주요주주 지분율(%)	
김상헌 외 2인	50.27
한국투자밸류자산운용	17.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.8) (7.1) (5.0)
상대	(5.4) 6.3 10.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	666.5	722.0	910.5	795.7	877.9
영업이익	십억원	52.0	45.3	84.9	65.2	59.5
세전이익	십억원	60.4	56.1	93.5	78.5	51.0
순이익	십억원	48.5	45.4	72.7	80.0	49.4
EPS	원	2,046	1,915	3,066	3,372	2,199
증감률	%	(16.4)	(6.4)	60.1	10.0	(34.8)
PER	배	13.36	14.38	11.17	10.62	14.53
PBR	배	1.07	1.00	1.12	1.08	0.64
EV/EBITDA	배	6.38	7.20	5.22	6.06	3.60
ROE	%	8.44	7.34	10.72	10.73	7.77
BPS	원	25,565	27,427	30,527	33,125	49,828
DPS	원	100	150	250	350	700



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

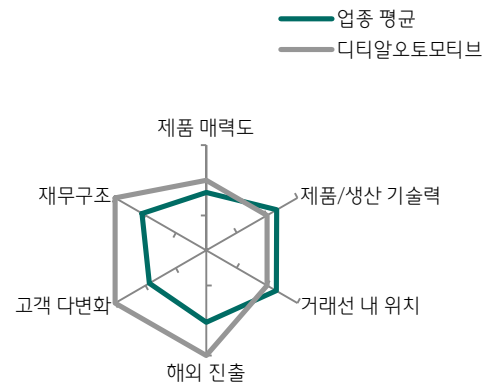
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



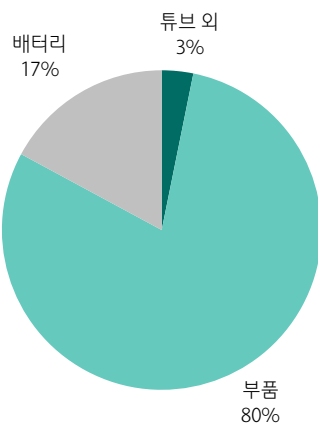
자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



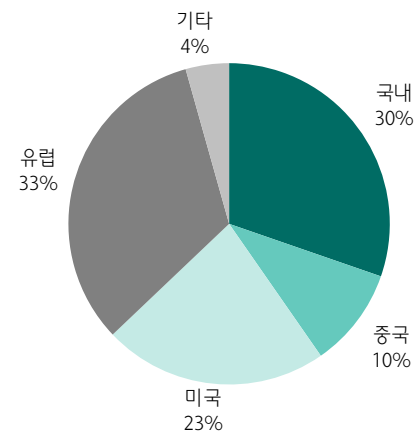
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



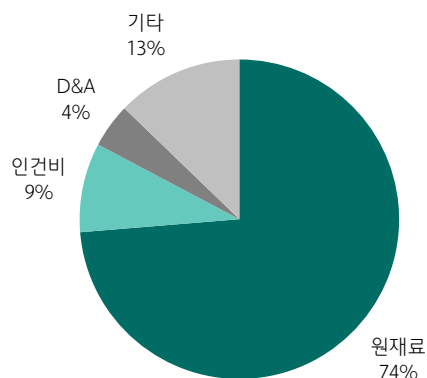
자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



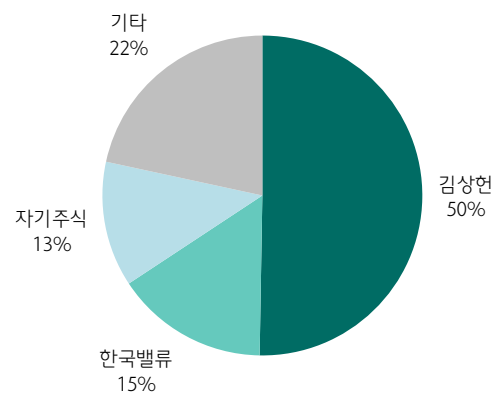
자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	251.8	259.3	222.1	144.7	232.0	240.5	220.9
영업이익	21.6	17.6	15.2	5.0	16.1	24.3	16.8
영업이익률	8.6%	6.8%	6.8%	3.5%	6.9%	10.1%	7.6%
지배주주 순이익	19.4	13.1	14.9	2.0	11.4	14.9	18.1

자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

종속기업명	지분율	총자산	총부채	매출액	순이익
(주)디티알	100%	310.8	123.4	261.5	25.2
동아전지(주)	100%	84.3	4.1	20.6	2.0
동남주택(주)	76%	5.0	0.1	-	0.0
Qingdao Dong Ah Tire Co., Ltd.	100%	40.2	5.9	22.7	1.4
Qingdao DTR Automotive Co., Ltd.	100%	56.5	25.3	53.9	2.9
Dongah America Inc.	100%	101.6	91.4	156.7	1.6
DTR VMS GmbH	100%	7.1	4.6	3.9	0.3
DTR VMS LTD.	100%	49.4	20.3	49.8	6.6
DTR VMS ITALY S.R.L.	60%	128.9	87.2	177.3	7.3
DTR MEXICO SAN LUIS POTOSI, S.A. D E C.V.	100%	31.1	27.9	30.0	0.9
DTR VMS INDIA PRIVATE LIMITED	100%	0.3	0.0	0.2	0.0
이큐포올(주)	80%	0.4	0.5	-	(0.5)

주: 3분기 누적 기준

자료: 디티알오토모티브, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	666.5	722.0	910.5	795.7	877.9
매출원가	563.9	620.9	757.1	665.7	747.0
매출총이익	102.6	101.1	153.4	130.0	130.9
판매비	50.6	55.8	68.4	64.8	71.4
영업이익	52.0	45.3	84.9	65.2	59.5
금융손익	3.2	1.0	1.3	0.8	(0.6)
종속/관계기업손익	3.3	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	10.1	7.2	12.6	(7.9)
세전이익	60.4	56.1	93.5	78.5	51.0
법인세	11.9	11.2	18.8	18.6	16.4
계속사업이익	48.5	44.8	74.7	60.0	34.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	24.0	18.9
당기순이익	48.5	44.8	74.7	84.0	53.5
비배주주지분 손익	0.0	(0.6)	1.9	4.0	4.1
지배주주순이익	48.5	45.4	72.7	80.0	49.4
지배주주지분포괄이익	45.2	45.5	76.7	66.8	43.2
NOPAT	41.8	36.2	67.8	49.8	40.4
EBITDA	73.4	71.8	120.8	102.3	94.9
성장성(%)					
매출액증가율	5.3	8.3	26.1	(12.6)	10.3
NOPAT증가율	26.7	(13.4)	87.3	(26.5)	(18.9)
EBITDA증가율	23.4	(2.2)	68.2	(15.3)	(7.2)
영업이익증가율	25.9	(12.9)	87.4	(23.2)	(8.7)
(지배주주)순이익증가율	(16.5)	(6.4)	60.1	10.0	(38.3)
EPS증가율	(16.4)	(6.4)	60.1	10.0	(34.8)
수익성(%)					
매출총이익률	15.4	14.0	16.8	16.3	14.9
EBITDA이익률	11.0	9.9	13.3	12.9	10.8
영업이익률	7.8	6.3	9.3	8.2	6.8
계속사업이익률	7.3	6.2	8.2	7.5	3.9

투자지표	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	2,046	1,915	3,066	3,372	2,199
BPS	25,565	27,427	30,527	33,125	49,828
CFPS	3,445	3,614	5,799	6,250	5,148
EBITDAPS	3,093	3,025	5,093	4,313	4,229
DPS	28,090	30,429	38,372	33,535	39,107
DPS	100	150	250	350	700
주기지표(배)					
PER	13.4	14.4	11.2	10.6	14.5
PBR	1.1	1.0	1.1	1.1	0.6
PCFR	7.9	7.6	5.9	5.7	6.2
EV/EBITDA	6.4	7.2	5.2	6.1	3.6
PSR	1.0	0.9	0.9	1.1	0.8
재무비율(%)					
ROE	8.4	7.3	10.7	10.7	7.8
ROA	6.3	5.1	7.1	7.3	5.2
ROIC	9.7	6.9	11.6	8.6	7.9
부채비율	33.5	49.4	46.7	41.1	51.8
순부채비율	2.7	8.2	7.7	2.0	0.7
이자보상배율(배)	32.3	13.7	25.2	19.6	24.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	365.2	450.6	465.4	474.6	387.8
금융자산	82.1	111.6	105.6	131.7	88.9
현금성자산	74.5	90.7	77.6	117.5	88.5
매출채권 등	137.0	192.4	204.7	188.6	157.3
재고자산	139.4	131.1	129.2	131.6	119.2
기타유동자산	6.7	15.5	25.9	22.7	22.4
비유동자산	433.1	521.0	599.1	640.9	390.8
투자자산	162.3	147.9	223.2	259.4	86.4
금융자산	159.3	147.9	223.2	259.4	86.4
유형자산	246.1	336.2	341.0	344.3	280.9
무형자산	13.4	26.8	27.2	26.5	23.3
기타비유동자산	11.3	10.1	7.7	10.7	0.2
자산총계	798.3	971.6	1,064.5	1,115.5	778.6
유동부채	174.6	281.1	310.5	303.8	247.3
금융부채	86.2	154.7	154.3	143.8	88.2
매입채무 등	74.3	111.0	130.3	136.8	141.2
기타유동부채	14.1	15.4	25.9	23.2	17.9
비유동부채	25.7	40.2	28.6	21.2	18.5
금융부채	12.2	10.2	7.1	3.6	4.1
기타비유동부채	13.5	30.0	21.5	17.6	14.4
부채총계	200.2	321.3	339.1	325.1	265.8
지배주주지분	597.2	641.5	715.0	776.7	494.1
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	5.0
자본잉여금	35.9	36.6	36.6	36.6	2.9
자본조정	(9.4)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(290.3)
기타포괄이익누계액	0.4	3.4	7.0	(4.7)	(7.7)
이익잉여금	558.5	598.9	668.8	742.1	784.2
비배주주지분	0.9	8.8	10.4	13.8	18.7
자본총계	598.1	650.3	725.4	790.5	512.8
순금융부채	16.3	53.3	55.8	15.7	3.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	49.1	59.5	114.7	136.1	79.8
당기순이익	48.5	44.8	74.7	84.0	53.5
조정	25.1	30.8	53.7	43.1	38.0
감가상각비	21.3	26.5	35.9	37.1	35.5
외환거래손익	4.1	11.4	9.0	16.3	10.1
지분법손익	(3.3)	0.3	0.0	0.0	(0.1)
기타	3.0	(7.4)	8.8	(10.3)	(7.5)
영업활동자산부채변동	(24.5)	(16.1)	(13.7)	9.0	(11.7)
투자활동 현금흐름	(77.7)	(76.8)	(122.7)	(73.9)	(45.1)
투자자산감소(증가)	(6.6)	14.7	(75.3)	(36.1)	172.9
유형자산감소(증가)	(56.2)	(58.0)	(39.3)	(46.5)	(38.8)
기타	(14.9)	(33.5)	(8.1)	8.7	(179.2)
재무활동 현금흐름	27.9	33.9	(5.2)	(23.0)	(50.9)
금융부채증가(감소)	29.4	66.4	(3.5)	(14.0)	(55.1)
자본증가(감소)	0.0	0.8	0.0	0.0	(40.6)
기타재무활동	0.1	(31.2)	1.4	(3.8)	52.1
배당지급	(1.6)	(2.1)	(3.1)	(5.2)	(7.3)
현금의 증감	(1.0)	16.2	(13.1)	39.8	(28.9)
Unlevered CFO	81.7	85.8	137.6	148.3	115.6
Free Cash Flow	(8.3)	(1.1)	72.9	87.5	39.5

2018년 12월 4일

상신브레이크(041650)

어려운 시기이지만, 기초 체력이 튼튼

2018년은 고객사 부진으로 실적 하락

3분기 매출액/영업이익은 8%/64% (YoY) 감소한 901억원/29억원(영업이익률 3.2%, -5.1%p (YoY))로 부진했다. 3분기 누적 매출액/영업이익은 1%/41% (YoY) 감소했다. 한국/중국/인도 매출액이 각각 3%/26%/21% (YoY) 감소했다. 외형 감소에 따른 고정비 부담 상승과 더불어 중국 법인의 적자 확대, 신설 중인 멕시코 법인의 초기 적자, 그리고 감가상각비/경상개발비 등 비용 증가가 부정적이었다. 둔화된 업황의 여파로 2018년 전체 매출액은 기존 예상보다 낮은 3,810억원(-1% (YoY)), 영업이익은 44% (YoY) 감소한 202억원을 기록하고, 영업이익률은 5.3%로 전년 대비 4.0%p 하락할 것이다. 중국 법인의 적자가 확대되고, 멕시코 법인도 내년 본격적인 양산 전까지 비용 부담만 발생하기 때문이다.

2019년은 개선될 전망

2019년에는 실적이 개선된다. 2018년의 낮은 기저와 함께 중국에서 로컬OE 위주로 매출이 늘어나고, 멕시코 법인도 가동이 본격화되면서 비용 부담이 완화되기 때문이다. 중국에서는 우시/쓰촨 법인을 운영 중에 있는데, 현대차/기아차 뿐만 아니라 지리차/창안기차/체리기차/동풍기차 등 로컬OE들로 고객 다변화가 잘되어 있다(중국OE 비중 60%). 단기적으로는 중국 시장 수요 감소로 어려운 시기를 보내고 있지만, 자동차 보급률이 15%에 불과한 중국 시장에서 이러한 다수의 고객확보는 시장 회복기에 빛을 발할 것으로 판단한다. 우시 법인은 2019년 로컬OE 물량이 10% 이상 증가할 것으로 보고 있고, 공장별 물량 조절과 비용 절감을 통해 수익성 회복을 계획 중이다. 멕시코 공장은 2018년 가동을 시작했는데, 기아 멕시코 공장뿐 만 아니라 미국/남미 RE 물량도 지원한다. 기존 생산처였던 한국/인도 공장 대비 생산비/물류비 절감 측면에서 도움이 될 것이다. 멕시코 법인은 2018년에는 재고 확보를 위해 매출은 크지 않고 비용 반영만 컸지만, 2019년 매출이 본격화되면서 공헌이익이 늘어날고, 연결 실적개선에 기여할 것이다.

단기 P/E는 높지만, 예년 대비로는 낮은 편. 신규 진입 시점

2018년 이익 감소로 단기 P/E는 10배 이상으로 높지만, 2016년~2017년 평균 순이익 대비로는 4배 수준이다. P/B는 0.47배이고, 기대할 수 있는 배당수익률은 2.6%~4.4%(주당 배당금 100원~170원 가정. 참고로 2017년 주당 배당금은 170원) 수준이다. 꾸준하게 이익을 창출하는 RE 사업을 보유하고 있고(과거 8년 연평균 매출액 증가율 9%, 평균 영업이익률 8.1%), 중국 회복과 멕시코 공장의 성장 잠재력을 고려할 때, 신규 매수 진입에 좋은 시점이라는 판단이다.

관심종목

Not Rated

CP(12월3일): 3,880원

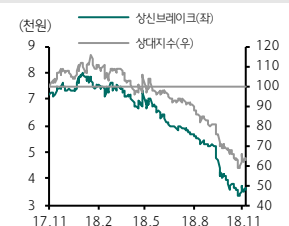
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	8,200/3,545
시가총액(십억원)	83.3
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	21,471.5
60일 평균 거래량(천주)	69.6
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
18년 배당금(예상, 원)	170
18년 배당수익률(예상, %)	4.38
외국인지분율(%)	3.19
주요주주 지분율(%)	
정도철 외 11 인	46.86
신영자산운용	15.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.2) (46.1) (47.6)
상대	(4.9) (38.4) (39.1)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	305.3	336.5	363.0	379.6	384.5
영업이익	십억원	26.1	26.6	36.0	30.9	35.9
세전이익	십억원	22.7	24.4	34.6	28.0	31.2
순이익	십억원	16.9	19.9	26.2	19.5	23.0
EPS	원	789	926	1,220	906	1,073
증감률	%	80.5	17.4	31.7	(25.7)	18.4
PER	배	7.18	6.95	6.04	7.49	7.08
PBR	배	1.15	1.15	1.09	0.90	0.93
EV/EBITDA	배	5.28	6.01	5.20	5.16	5.28
ROE	%	19.13	19.24	21.30	13.57	14.50
BPS	원	4,940	5,618	6,771	7,519	8,209
DPS	원	140	160	170	160	170



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

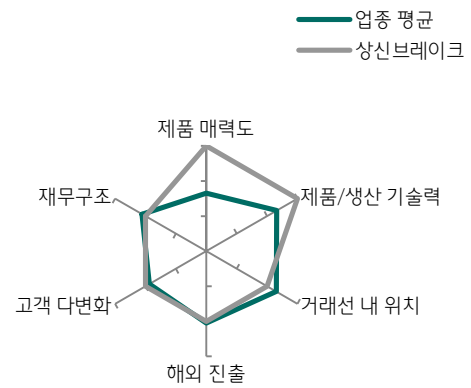
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



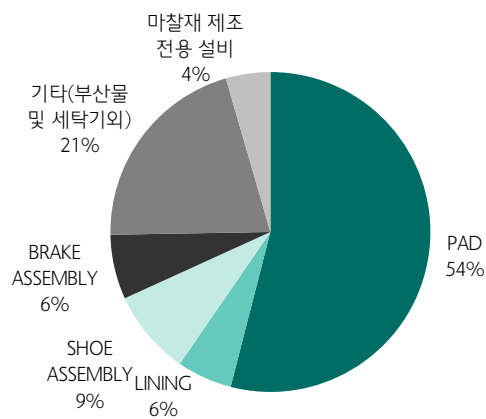
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



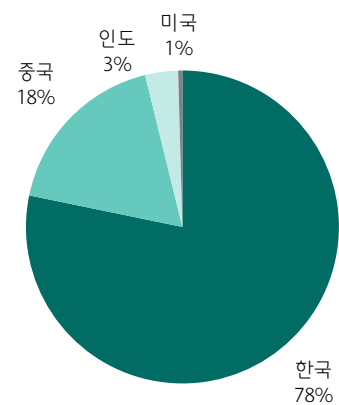
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



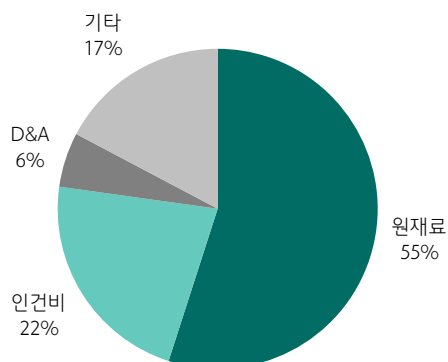
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



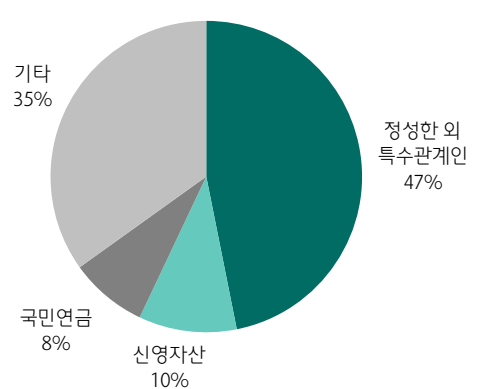
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	94.7	96.0	97.4	96.5	94.4	101.6	90.1
영업이익	9.8	8.2	8.1	9.8	7.0	5.5	2.9
영업이익률	10.4%	8.6%	8.3%	10.2%	7.4%	5.4%	3.2%
지배주주 순이익	4.5	6.9	6.1	5.6	5.3	0.7	(0.4)

자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

구분	지분율	자산	부채	매출액	당기순익
산도테크(주)	78%	12.5	8.4	15.5	0.3
산도브레이크(주)	85%	6.6	3.3	8.8	(0.7)
상신이엔지(주)	70%	31.0	11.3	26.6	5.2
에이비테크(주)	86%	24.5	15.8	22.4	0.2
상신제동계통(무석)(유)	100%	98.0	62.9	57.5	(2.3)
사천상신제동계통(유)	100%	18.6	16.2	5.5	(2.2)
SANGSIN BRAKE INDIA PRIVATE LIMITED	100%	18.3	13.5	12.4	(1.3)
SANGSIN BRAKE AMERICA INC.	100%	2.1	0.1	1.5	(0.3)
SANGSIN BRAKE MEXICO S. DE R.L. DE C.V.	100%	31.7	12.0	-	(1.9)

주: 3분기 누적 기준

자료: 상신브레이크, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	305.3	336.5	363.0	379.6	384.5
매출원가	236.2	262.4	272.6	287.2	286.9
매출총이익	69.1	74.1	90.4	92.4	97.6
판매비	43.0	47.5	54.4	61.5	61.7
영업이익	26.1	26.6	36.0	30.9	35.9
금융손익	(4.5)	(4.3)	(4.2)	(3.7)	(4.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.1	2.0	2.8	0.7	(0.3)
세전이익	22.7	24.4	34.6	28.0	31.2
법인세	5.0	5.5	7.2	7.8	7.1
계속사업이익	17.8	18.9	27.4	20.2	24.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.8	18.9	27.4	20.2	24.1
비지배주주지분 손익	0.8	(1.0)	1.2	0.7	1.1
지배주주순이익	16.9	19.9	26.2	19.5	23.0
지배주주지분포괄이익	17.8	17.3	27.8	19.4	17.9
NOPAT	20.4	20.7	28.5	22.3	27.8
EBITDA	40.6	42.1	53.6	48.8	53.3
성장성(%)					
매출액증가율	6.6	10.2	7.9	4.6	1.3
NOPAT증가율	63.2	1.5	37.7	(21.8)	24.7
EBITDA증가율	27.3	3.7	27.3	(9.0)	9.2
영업이익증가율	38.8	1.9	35.3	(14.2)	16.2
(지배주주)순이익증가율	79.8	17.8	31.7	(25.6)	17.9
EPS증가율	80.5	17.4	31.7	(25.7)	18.4
수익성(%)					
매출총이익률	22.6	22.0	24.9	24.3	25.4
EBITDA이익률	13.3	12.5	14.8	12.9	13.9
영업이익률	8.5	7.9	9.9	8.1	9.3
계속사업이익률	5.8	5.6	7.5	5.3	6.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	142.2	152.0	164.7	183.3	209.0
금융자산	15.1	8.5	11.3	17.0	38.3
현금성자산	12.1	6.2	9.5	13.7	29.1
매출채권 등	64.8	79.7	88.0	100.4	99.9
재고자산	57.2	58.0	59.5	57.1	59.8
기타유동자산	5.1	5.8	5.9	8.8	11.0
비유동자산	125.5	149.3	169.7	169.7	189.0
투자자산	2.5	3.0	3.6	3.1	2.5
금융자산	2.5	3.0	3.6	3.1	2.5
유형자산	118.4	141.0	157.3	157.1	173.2
무형자산	4.4	5.2	6.8	5.8	8.4
기타비유동자산	0.2	0.1	2.0	3.7	4.9
자산총계	267.7	301.3	334.4	353.1	398.0
유동부채	128.0	151.1	154.9	150.8	165.4
금융부채	71.4	94.9	97.5	83.9	101.6
매입채무 등	51.3	50.6	49.0	59.1	59.1
기타유동부채	5.3	5.6	8.4	7.8	4.7
비유동부채	39.6	36.6	40.2	46.4	61.2
금융부채	32.4	25.3	30.4	34.7	50.0
기타비유동부채	7.2	11.3	9.8	11.7	11.2
부채총계	167.6	187.7	195.0	197.3	226.6
지배주주지분	96.1	110.7	135.3	151.4	166.2
자본금	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7
자본잉여금	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
자본조정	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타포괄이익누계액	(3.2)	(2.4)	(1.5)	(2.8)	(7.5)
이익잉여금	87.1	100.8	124.7	142.0	161.5
비지배주주지분	4.0	2.9	4.0	4.4	5.2
자본총계	100.1	113.6	139.3	155.8	171.4
순금융부채	88.7	111.7	116.6	101.6	113.3

투자지표	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	789	926	1,220	906	1,073
BPS	4,940	5,618	6,771	7,519	8,209
CFPS	2,198	2,205	3,034	2,977	2,757
EBITDAPS	1,890	1,961	2,495	2,272	2,483
SPS	14,221	15,672	16,907	17,677	17,908
DPS	140	160	170	160	170
주기지표(배)					
PER	7.2	7.0	6.0	7.5	7.1
PBR	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
PCFR	2.6	2.9	2.4	2.3	2.8
EV/EBITDA	5.3	6.0	5.2	5.2	5.3
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	19.1	19.2	21.3	13.6	14.5
ROA	6.8	7.0	8.2	5.7	6.1
ROIC	10.8	9.6	11.3	8.3	9.9
부채비율	167.5	165.3	140.0	126.6	132.2
순부채비율	88.6	98.4	83.7	65.2	66.1
이자보상배율(배)	6.7	7.3	9.2	8.2	7.8

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	28.7	13.4	38.7	32.4	29.8
당기순이익	17.8	18.9	27.4	20.2	24.1
조정	21.5	20.1	26.9	30.1	20.6
감가상각비	14.5	15.5	17.6	17.9	17.4
외환거래손익	2.9	2.2	4.2	6.4	9.9
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	4.1	2.4	5.1	5.8	(6.7)
영업활동자산부채변동	(10.6)	(25.6)	(15.6)	(17.9)	(14.9)
투자활동 현금흐름	(24.2)	(32.9)	(37.8)	(15.1)	(49.9)
투자자산감소(증가)	0.4	(0.5)	(0.6)	0.5	0.6
유형자산감소(증가)	(26.2)	(33.4)	(35.9)	(14.0)	(40.5)
기타	1.6	1.0	(1.3)	(1.6)	(10.0)
재무활동 현금흐름	0.5	13.8	2.7	(13.1)	37.4
금융부채증가(감소)	2.2	16.4	7.7	(9.3)	33.0
자본증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.4	0.2	(1.8)	(0.1)	7.8
배당지급	(2.9)	(2.8)	(3.2)	(3.7)	(3.4)
현금의 증감	4.4	(5.9)	3.3	4.3	15.3
Unlevered CFO	47.2	47.3	65.1	63.9	59.2
Free Cash Flow	1.9	(21.0)	1.5	17.9	(10.8)

2018년 12월 4일

두올(016740)

양호한 실적. 주가만 하락

상대적으로 양호한 실적흐름 지속

3분기 누적 매출액/영업이익은 54%/78% (YoY) 증가한 3,522억원/237억원(영업이익률 6.7%, +0.9%p (YoY))을 기록했다. 한국/중국 매출액이 3%/36% (YoY) 증가한 가운데, 전년 인수한 보그스테나의 실적이 연결로 반영되면서 유럽/남미 매출액은 329%/459% (YoY) 증가했다. 한국 법인의 이익률이 하락했지만, 연결 이익률이 상승한 것은 상대적으로 수익성이 좋은 보그스테나의 유럽 법인들이 실적에 반영되었기 때문이다. 중국 법인의 적자폭도 축소되었다. 반면, 지배주주 순이익은 6% (YoY) 증가에 그쳤는데, 이는 일시적으로 부가세 신고 오류에 따른 잡손실과 해외 배당수익에 대한 과세 등이 발생했기 때문이다. 한국에서 신형 산타페/K3 물량이 증가하고, 보그스테나의 실적이 온기로 반영되면서 2018년 매출액/영업이익은 4,900억원/340억원(6.9%, +0.5%p)로 예상한다.

중국 내 로컬 및 글로벌OE 수주 증가

3분기 누적으로 중국 법인의 매출액은 36% (YoY) 증가했는데, 전년 동기의 낮은 기저와 함께 신규로 강음 공장의 매출액이 늘어났기 때문이다. 중국 법인은 고객 다변화를 위해 로컬 및 글로벌OE형 영업을 강화하고 있다. 2018년 볼보/지리/Link&Co 등 지리차 그룹과 폭스바겐으로부터 차량시트용 원단 제품에 대한 수주를 했는데, 2019년 납품이 본격화되면서 기존 중국 매출액 대비 약 20% 수준의 비중을 차지할 것으로 예상된다. 납품할 제품의 사양도 양호하고, 기존 공장에서 생산하기 때문에 가동률을 높일 수 있어 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다.

꾸준한 실적에도 불구하고, 주가 하락. 주가 저평가 상태

업종 내 꾸준한 실적이 지속되고 있음에도 불구하고, 자동차 부품업종의 부진에 대한 우려감이 주가에 과도하게 반영되면서 하락했다. 현재 주가는 상환전환우선주의 희석과 일회성 손실을 제거한 기준으로 현재 P/E는 4배 대이다. 양호한 성장과 수익성이 지속되고 있고, 타OE에 대한 수주 확대로 단일 고객에 대한 의존도도 하락한다는 점을 고려할 때 현재 Valuation은 저평가된 상태라는 판단이다.

관심종목

Not Rated

CP(12월3일): 2,870원

Key Data

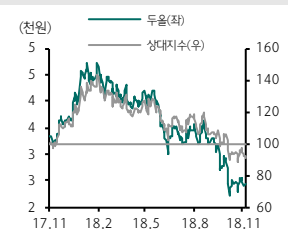
KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	5,116/2,615
시가총액(십억원)	77.7
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	27,066.7
60일 평균 거래량(천주)	318.0
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1
18년 배당금(예상, 원)	100
18년 배당수익률(예상, %)	3.48
외국인지분율(%)	4.44
주요주주 지분율(%)	
IHC 외 5인	49.54

추가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.2)	(35.0)	(21.4)
상대	(2.9)	(25.6)	(8.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	498.0	529.5
영업이익(십억원)	34.0	38.0
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	522	665
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

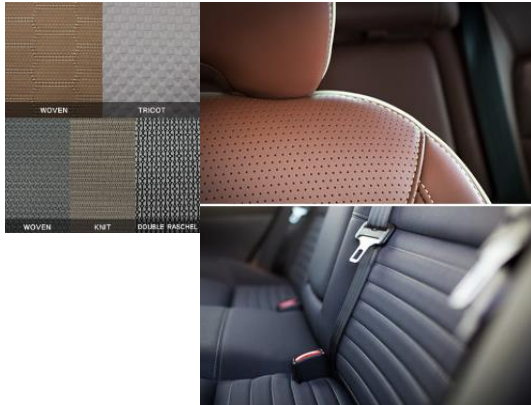
투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	0.0	316.8	366.3	295.9	345.0
영업이익	십억원	0.0	18.4	26.1	18.4	22.0
세전이익	십억원	0.0	12.3	23.4	17.9	25.8
순이익	십억원	0.0	12.4	20.6	12.3	13.4
EPS	원	0	661	904	500	457
증감률	%	N/A	N/A	36.8	(44.7)	(8.6)
PER	배	N/A	N/A	N/A	6.24	8.91
PBR	배	N/A	N/A	N/A	0.69	0.89
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	4.38	4.64
ROE	%	N/A	55.85	31.03	11.77	9.89
BPS	원	0	2,012	3,951	4,535	4,590
DPS	원	0	0	0	115	100



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

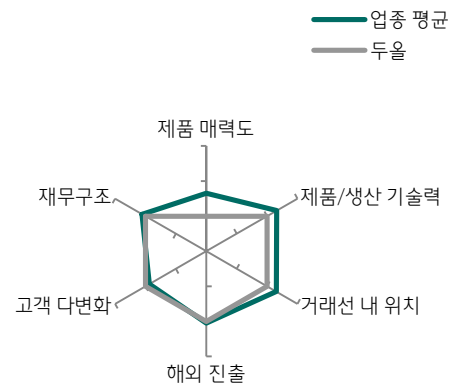
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



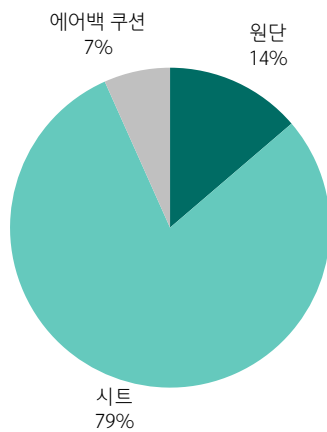
자료: 두올, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



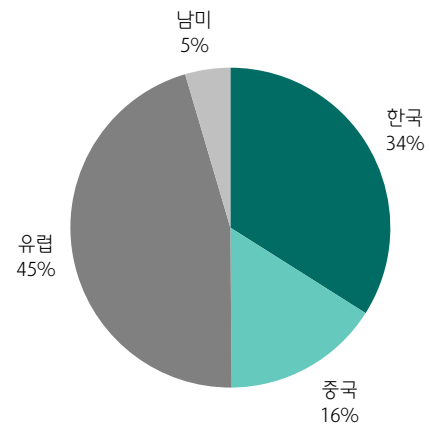
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



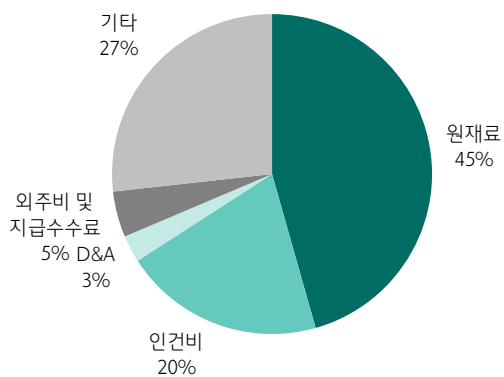
자료: 두올, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



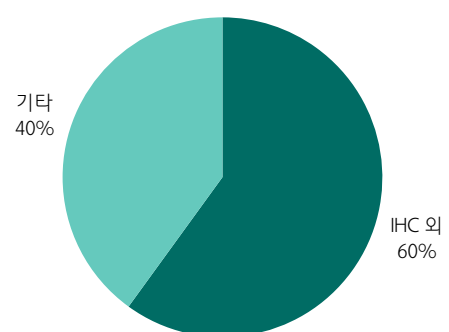
자료: 두올, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 두올, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 두올, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	70.5	72.7	85.9	116.0	115.1	126.7	110.3
영업이익	3.0	4.2	6.1	8.8	6.0	9.9	7.8
영업이익률	4.2%	5.8%	7.1%	7.6%	5.2%	7.8%	7.1%
지배주주 순이익	2.6	4.7	3.5	2.5	3.0	0.6	7.9

자료: 두올, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

회 사 명	지분율	자산	부채	매출액	당기순손익
강음두올과기유한공사	100%	26.1	4.0	15.2	0.6
강음두올방직품유한공사	100%	31.0	20.6	25.7	0.0
북경두올차식유한공사	100%	11.6	5.4	9.7	(1.4)
연태두올차식유한공사	100%	3.4	2.2	5.9	(0.1)
DUAL BORGSTENA OTOMOTIV	100%	11.0	5.8	22.9	6.4
두올보그스티나차식 유한공사(상해)	100%	0.8	3.0	0.9	(0.6)
평라이두올차식유한공사	100%	3.1	2.5	-	(0.2)
충칭두올차식유한공사	100%	12.8	6.9	8.7	(0.4)
창저우두올차식유한공사	100%	6.4	6.2	8.7	(0.4)
DUAL BORGSTENA SA	100%	68.1	14.8	-	7.7
BORGSTENA GROUP SWEDEN	95%	17.1	2.2	2.0	8.2
BORGSTENA GROUP PORTUGAL	95%	2.5	1.0	3.9	0.1
BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL	95%	69.0	33.6	80.1	8.8
BORGSTENA TEXTILE CZECH	95%	3.7	5.7	2.5	0.5
BORGSTENA TEXTILE BRAZIL	95%	3.2	1.6	5.6	(0.8)
BORGSTENA TEXTILE CHINA	95%	0.1	0.1	0.1	(0.1)
TRIMSOL ROMANIA SRL	98%	19.8	5.9	42.8	5.3
TRIMSOL TRIMSOLUTIONS SA	98%	0.3	5.8	0.2	0.1
TRIMSOL CZ s.r.o	98%	10.2	8.6	45.8	0.4
TRIMSOL BRAZIL	98%	12.4	20.1	14.5	(4.5)

주: 3분기 누적 기준

자료: 두올, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	0.0	316.8	366.3	295.9	345.0
매출원가	0.0	273.3	309.9	246.2	283.4
매출총이익	0.0	43.5	56.4	49.7	61.6
판매비	0.0	25.2	30.3	31.3	39.7
영업이익	0.0	18.4	26.1	18.4	22.0
금융손익	0.0	(5.1)	(3.7)	(2.4)	(0.3)
종속/관계기업손익	0.0	1.2	1.8	2.5	2.5
기타영업외손익	0.0	(2.1)	(0.7)	(0.7)	1.6
세전이익	0.0	12.3	23.4	17.9	25.8
법인세	0.0	6.0	2.5	5.1	11.6
계속사업이익	0.0	6.4	20.9	12.7	14.2
중단사업이익	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	12.4	20.9	12.7	14.2
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.3	0.4	0.8
지배주주순이익	0.0	12.4	20.6	12.3	13.4
지배주주지분포괄이익	0.0	12.0	21.1	8.6	7.3
NOPAT	N/A	9.5	23.2	13.1	12.1
EBITDA	0.0	22.7	32.0	24.3	30.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	15.6	(19.2)	16.6
NOPAT증가율	N/A	N/A	144.2	(43.5)	(7.6)
EBITDA증가율	N/A	N/A	41.0	(24.1)	27.2
영업이익증가율	N/A	N/A	41.8	(29.5)	19.6
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	66.1	(40.3)	8.9
EPS증가율	N/A	N/A	36.8	(44.7)	(8.6)
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	13.7	15.4	16.8	17.9
EBITDA이익률	N/A	7.2	8.7	8.2	9.0
영업이익률	N/A	5.8	7.1	6.2	6.4
계속사업이익률	N/A	2.0	5.7	4.3	4.1

투자지표	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	0	661	904	500	457
BPS	0	2,012	3,951	4,535	4,590
CFPS	0	1,818	1,401	932	1,181
EBITDAPS	0	1,212	1,404	983	1,053
SPS	0	16,930	16,067	11,989	11,747
DPS	0	0	0	115	100
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	6.2	8.9
PBR	N/A	N/A	N/A	0.7	0.9
PCFR	N/A	N/A	N/A	3.3	3.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	4.4	4.6
PSR	N/A	N/A	N/A	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	N/A	55.8	31.0	11.8	9.9
ROA	N/A	11.8	9.4	5.5	4.9
ROIC	N/A	15.6	17.6	9.1	6.6
부채비율	N/A	372.7	159.7	81.3	111.5
순부채비율	N/A	159.3	55.6	19.4	18.9
이자보상배율(배)	N/A	4.9	10.1	8.7	10.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	0.0	142.6	147.2	126.4	169.8
금융자산	0.0	17.4	10.7	13.3	28.3
현금성자산	0.0	8.4	8.6	10.3	27.8
매출채권 등	0.0	97.2	104.1	73.5	91.4
재고자산	0.0	26.2	31.1	31.6	48.0
기타유동자산	0.0	1.8	1.3	8.0	2.1
비유동자산	0.0	66.4	83.1	94.2	156.5
투자자산	0.0	3.8	5.6	7.2	0.3
금융자산	0.0	2.1	1.9	1.3	0.3
유형자산	0.0	47.9	55.4	55.9	89.0
무형자산	0.0	10.6	11.0	10.7	51.2
기타비유동자산	0.0	4.1	11.1	20.4	16.0
자산총계	0.0	209.0	230.3	220.6	326.3
유동부채	0.0	120.6	123.2	82.6	104.5
금융부채	0.0	53.6	52.9	31.8	27.3
매입채무 등	0.0	63.3	65.3	47.3	72.1
기타유동부채	0.0	3.7	5.0	3.5	5.1
비유동부채	0.0	44.1	18.5	16.4	67.6
금융부채	0.0	34.2	7.1	5.1	30.2
기타비유동부채	0.0	9.9	11.4	11.3	37.4
부채총계	0.0	164.8	141.6	98.9	172.0
지배주주지분	0.0	44.3	88.6	121.2	150.2
자본금	0.0	27.9	38.3	45.6	55.6
자본잉여금	0.0	4.5	17.2	34.1	44.1
자본조정	0.0	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	0.0	3.3	4.4	1.2	(7.6)
이익잉여금	0.0	10.1	30.1	41.9	59.7
비지배주주지분	0.0	(0.1)	0.1	0.5	4.0
자본총계	0.0	44.2	88.7	121.7	154.2
순금융부채	0.0	70.4	49.3	23.6	29.2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	0.0	14.0	9.1	11.5	61.3
당기순이익	0.0	12.4	20.9	12.7	14.2
조정	0.0	14.0	3.3	3.8	12.5
감가상각비	0.0	4.3	6.0	5.9	8.9
외환거래손익	0.0	2.0	2.2	3.3	4.8
지분법손익	0.0	(1.2)	(1.8)	(2.5)	(7.2)
기타	0.0	8.9	(3.1)	(2.9)	6.0
영업활동자산부채변동	0.0	(12.4)	(15.1)	(5.0)	34.6
투자활동 현금흐름	0.0	(9.2)	(13.2)	(7.5)	(47.6)
투자자산감소(증가)	0.0	(2.6)	(0.1)	0.9	9.5
유형자산감소(증가)	0.0	(4.7)	(13.0)	(7.9)	(15.5)
기타	0.0	(1.9)	(0.1)	(0.5)	(41.6)
재무활동 현금흐름	0.0	(0.4)	4.4	(1.9)	5.4
금융부채증가(감소)	0.0	87.8	(27.7)	(23.1)	20.6
자본증가(감소)	0.0	32.4	23.1	24.1	20.0
기타재무활동	0.0	(120.6)	9.0	(2.9)	(33.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.2)
현금의 증감	0.0	4.2	0.2	1.8	17.5
Unlevered CFO	0.0	34.0	31.9	23.0	34.7
Free Cash Flow	0.0	9.2	(3.8)	3.6	45.4

2018년 12월 4일

한스코퍼레이션(143210)

모로코 공장까지 8개월

2018년은 전방 수요 부진으로 실적 하락

3분기 누적 매출액/영업이익은 4%/77% (YoY) 감소한 4,451억원/81억원(영업이익률 1.8%, -5.7%p (YoY))를 기록했다. 전방 수요의 부진으로 아시아를 제외한 대부분 지역에서 매출액이 감소한 반면, 일회성 요인과 3교대 전환 등에 따라 인건 비용이 크게 늘었기 때문이다. 관련 영향의 여파로 2018년 연간 매출액/영업이익 6,000억원/132억원(-2%/-59%, 영업이익률 2.2%, -3.0%p (YoY))으로 부진할 것으로 보인다. 2019년 매출액/영업이익은 10%/16% 증가한 6,600억원/153억원(영업이익률 2.3%, +0.1%p (YoY))으로 전망한다. 기존 공장은 현대기아/VW향 공급이 늘면서 5%/77% 증가한 6,300억원/233억원으로 예상되는데, 2019년 완공되는 모로코 법인의 매출액/영업이익이 300억원/-80억원으로 초기 적자가 반영될 것이기 때문이다. 하지만, 이는 신공장 초기의 적자일 뿐이고, 가동률 상승에 따라서 매출액/이익이 늘어날다는 점에서 우려할 요인이 아니다. 오히려 모로코 법인을 통한 높은 외형 성장에 주목해야 한다.

모로코 공장은 내년 7월 양산. 인도 기술수출도 진행

한스코퍼레이션은 현재 글로벌 1,350만개의 생산능력을 보유하고 있고, 주요 고객별 비중은 현대기아(50%)/GM(21%)/르노닛산(18%)/VW(4%)/기타(7%) 등이다. 신규 공장을 모로코에 건설 중에 있는데, 2019년 초부터 시험생산을 시작해서 2019년 7월 즈음 양산을 시작할 예정이다. 생산능력은 2019년에 400만개가 추가되는데, 이는 현재 생산능력 대비 30%가 늘어나는 것이다. 모로코 공장의 고객은 PSA/르노/폭스바겐/닛산/스코다/아우디 등으로 확정/목표 중이고, 이를 통해 현대기아에 대한 의존도를 40%로 낮출 계획이다. 모로코 공장은 2022년 200만개, 2024년 200만개를 추가하고, 유럽 및 북미로 고객군을 확대할 예정이다. 인도 락만인드스트리로의 설비공급과 기술수출도 진행 중에 있는데, 계약금의 분할 수취뿐 아니라 향후 추가적인 설비 공급과 로열티 매출이 기대된다.

2019년 성장성 강화가 주가 모멘텀

2018년 실적이 부진하여 단기 P/E Valuation은 높지만, P/B는 0.4배 초반이다. 2019년 이후 모로코 공장의 완공과 인도 기술수출 등이 반영되면서 성장성이 강화되고, 유럽/미국 완성차로의 물량 공급이 늘어나면서 매출처 다변화가 진행되는 것이 주가의 모멘텀이 될 것이다. 실적 부진만이 주가에 반영된 현재가 중장기 관점에서 관심을 가질 시점이라 판단한다.

관심종목

Not Rated

CP(12월3일): 6,650원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,131.93
52주 최고/최저(원)	11,650/6,090
시가총액(십억원)	145.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	21,863.3
60일 평균 거래량(천주)	52.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
18년 배당금(예상, 원)	100
18년 배당수익률(예상, %)	1.50
외국인지분율(%)	0.85
주요주주 지분율(%)	
승연창 외 19 인	60.59
시드앤디사모투자합자회사	8.66
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.3) (19.5) (27.7)
상대	(4.0) (7.9) (16.1)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	496.7	574.6	676.2	677.1	613.1
영업이익	십억원	(8.8)	(2.6)	45.4	59.2	31.9
세전이익	십억원	(2.2)	(4.1)	19.8	45.5	31.2
순이익	십억원	(3.6)	(2.4)	18.3	34.7	23.4
EPS	원	(270)	(180)	1,372	2,106	1,069
증감률	%	적전	적지	흑전	53.5	(49.2)
PER	배	N/A	N/A	N/A	4.40	8.46
PBR	배	N/A	N/A	N/A	0.66	0.61
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	3.72	5.11
ROE	%	(3.24)	(1.76)	10.43	14.06	7.45
BPS	원	8,370	12,165	12,925	13,932	14,783
DPS	원	0	0	0	180	100



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

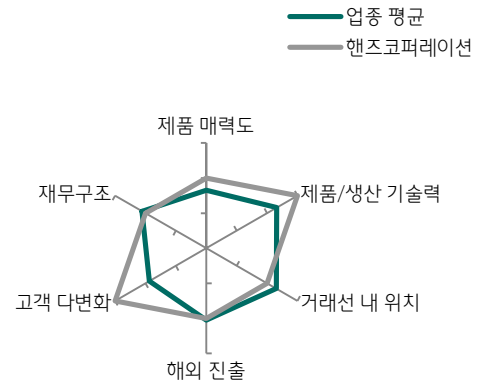
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



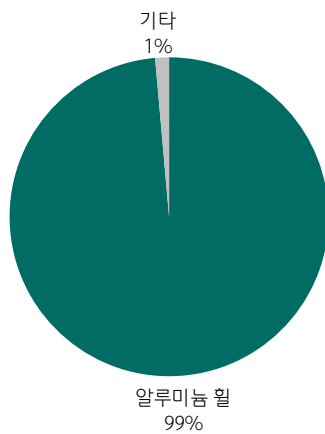
자료: 핸드코퍼레이션, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



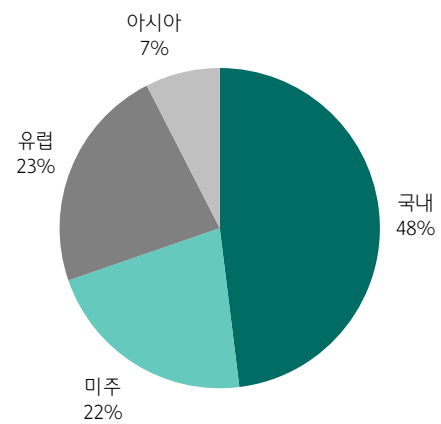
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



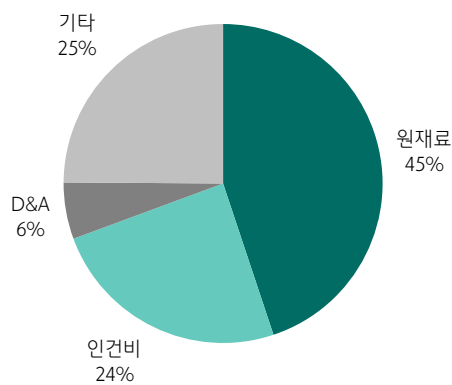
자료: 핸드코퍼레이션, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



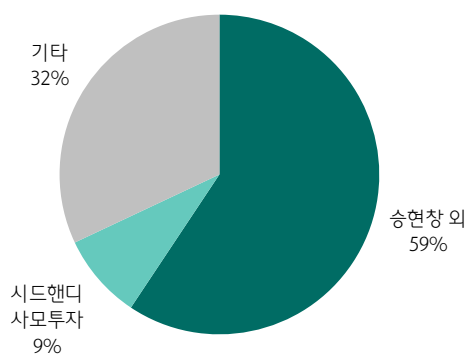
자료: 핸드코퍼레이션, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 핸드코퍼레이션, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 핸드코퍼레이션, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	158.6	160.2	142.7	151.6	153.0	159.7	132.5
영업이익	7.9	15.1	11.6	(1.4)	5.2	4.2	(1.3)
영업이익률	5.0%	9.4%	8.1%	-0.9%	3.4%	2.6%	-1.0%
지배주주 순이익	6.3	7.7	7.9	2.1	4.6	(1.5)	(1.7)

자료: 핸즈코퍼레이션, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

기업명	지분율	자산	부채	매출	당기순손익
핸즈식스(주)	100%	198.8	108.9	146.1	9.9
청도동화주조유한공사	100%	60.2	37.6	32.7	(4.7)
HANDS USA CORP.	100%	1.4	0.6	0.0	(0.4)
(주)에이징	70%	1.3	0.1	1.4	(0.3)
HANDS 8 S.A.	100%	79.4	48.3	-	(1.2)
HANDS FUNDING LTD.	100%	18.2	18.2	-	-

주: 3분기 누적 기준

자료: 핸즈코퍼레이션, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	496.7	574.6	676.2	677.1	613.1
매출원가	464.9	533.3	576.1	564.5	528.2
매출총이익	31.8	41.3	100.1	112.6	84.9
판매비	40.6	44.0	54.8	53.4	53.0
영업이익	(8.8)	(2.6)	45.4	59.2	31.9
금융손익	(8.3)	(6.7)	(23.9)	(11.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.9	5.1	(1.7)	(2.5)	(0.5)
세전이익	(2.2)	(4.1)	19.8	45.5	31.2
법인세	1.4	(1.7)	1.5	10.8	8.0
계속사업이익	(3.6)	(2.4)	18.3	34.7	23.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(3.6)	(2.4)	18.3	34.7	23.2
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)
지배주주순이익	(3.6)	(2.4)	18.3	34.7	23.4
지배주주지분포괄이익	0.0	(11.6)	15.6	38.8	22.5
NOPAT	(14.3)	(1.5)	42.0	45.1	23.7
EBITDA	30.3	25.8	78.5	92.7	65.2
성장성(%)					
매출액증가율	(15.1)	15.7	17.7	0.1	(9.5)
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	7.4	(47.5)
EBITDA증가율	(40.0)	(14.9)	204.3	18.1	(29.7)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	30.4	(46.1)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	89.6	(32.6)
EPS증가율	적전	적지	흑전	53.5	(49.2)
수익성(%)					
매출총이익률	6.4	7.2	14.8	16.6	13.8
EBITDA이익률	6.1	4.5	11.6	13.7	10.6
영업이익률	(1.8)	(0.5)	6.7	8.7	5.2
계속사업이익률	(0.7)	(0.4)	2.7	5.1	3.8

투자지표	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	(270)	(180)	1,372	2,106	1,069
BPS	8,370	12,165	12,925	13,932	14,783
CFPS	3,092	2,640	6,132	6,463	3,788
EBITDAPS	2,281	1,931	5,882	5,625	2,984
SPS	37,414	43,077	50,659	41,087	28,041
DPS	0	0	0	180	100
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	4.4	8.5
PBR	N/A	N/A	N/A	0.7	0.6
PCFR	N/A	N/A	N/A	1.4	2.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	3.7	5.1
PSR	N/A	N/A	N/A	0.2	0.3
재무비율(%)					
ROE	(3.2)	(1.8)	10.4	14.1	7.4
ROA	(0.7)	(0.4)	2.9	5.2	3.5
ROIC	(4.9)	(0.4)	9.0	9.1	4.9
부채비율	340.0	287.7	246.8	121.0	108.7
순부채비율	182.7	147.8	151.8	47.4	41.7
이자보상배율(배)	(1.0)	(0.3)	4.7	7.1	5.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	231.5	284.2	311.5	344.8	358.7
금융자산	47.6	39.2	55.9	86.2	100.4
현금성자산	14.9	10.3	22.0	76.9	98.4
매출채권 등	84.0	106.6	114.2	118.8	91.1
재고자산	98.4	138.2	141.3	133.6	159.0
기타유동자산	1.5	0.2	0.1	6.2	8.2
비유동자산	259.8	344.9	344.0	328.4	316.9
투자자산	23.3	4.0	3.0	5.1	3.1
금융자산	23.3	3.9	2.9	5.1	3.1
유형자산	222.0	322.3	322.8	300.8	289.5
무형자산	11.1	15.1	14.4	13.9	14.2
기타비유동자산	3.4	3.5	3.8	8.6	10.1
자산총계	491.3	629.2	655.5	673.2	675.6
유동부채	313.4	393.3	393.5	307.8	299.1
금융부채	196.7	231.0	297.7	201.8	214.4
매입채무 등	115.4	157.3	88.5	94.5	73.3
기타유동부채	1.3	5.0	7.3	11.5	11.4
비유동부채	66.3	73.7	73.0	60.9	52.9
금융부채	54.8	48.2	45.1	28.8	21.0
기타비유동부채	11.5	25.5	27.9	32.1	31.9
부채총계	379.7	466.9	466.5	368.6	351.9
지배주주지분	111.7	162.3	189.0	304.6	323.2
자본금	0.9	0.9	1.0	10.8	10.9
자본잉여금	26.0	28.8	39.8	102.0	102.0
자본조정	(32.1)	(32.1)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	24.2	(1.2)	(1.3)	0.1	(2.1)
이익잉여금	92.7	165.8	149.5	191.6	212.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
자본총계	111.7	162.3	189.0	304.6	323.7
순금융부채	203.9	239.9	286.9	144.4	135.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	13.3	13.0	(13.1)	81.6	28.3
당기순이익	(3.6)	(2.4)	18.3	34.7	23.2
조정	44.6	30.6	52.1	56.5	39.7
감가상각비	39.1	28.4	33.2	33.5	33.3
외환거래손익	7.1	6.3	5.1	9.3	8.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
기타	(1.6)	(4.1)	13.8	13.6	(1.9)
영업활동자산부채변동	(27.7)	(15.2)	(83.5)	(9.6)	(34.6)
투자활동 현금흐름	(48.6)	(34.7)	(28.7)	14.7	(13.2)
투자자산감소(증가)	(20.2)	19.3	1.0	(2.0)	2.0
유형자산감소(증가)	(52.3)	(54.3)	(30.0)	(11.8)	(18.9)
기타	23.9	0.3	0.3	28.5	3.7
재무활동 현금흐름	27.7	16.5	53.2	(41.7)	8.1
금융부채증가(감소)	18.0	27.6	63.6	(112.2)	4.8
자본증가(감소)	7.6	2.9	11.1	71.9	0.1
기타재무활동	6.1	(14.0)	(21.5)	(1.4)	7.1
배당지급	(4.0)	0.0	0.0	0.0	(3.9)
현금의 증감	(7.5)	(5.1)	11.7	54.9	21.5
Unlevered CFO	41.0	35.2	81.9	106.5	82.8
Free Cash Flow	(41.8)	(42.9)	(43.9)	69.1	8.7

2018년 12월 4일

우리산업(215360)

성장 아이템의 구비

PTC 히터 제품의 수주 큰 폭 증가

PTC 히터의 3분기 누적 매출액은 현대/기아/미국전기차 등의 물량 증가에 힘입어 전년 동기대비 27% 증가한 460억원을 기록했고, 2018년 연간으로는 27% 증가한 600억원으로 예상된다(매출비중 22%). 최근에는 덴소로부터 저전압 PTC 히터를 수주했고, 추가 협상 중이다. 디젤용 저전압 PTC 히터는 기존 납품처에서 전환된 물량이라 추가 수주가 확정될 경우 규모가 클 수 있다. 저전압 이외로 중국 상해기차와 신생 전기차 업체들(바이튼/리비안 등)로부터 PTC 히터/쿨러 히터/3Way Valve 등도 수주했다. 관련 수주분은 2019년 하반기부터 점진적으로 매출화가 진행될 것이다. 다만, 신생 전기차 업체들은 아직까지 전기차 출시 이전 단계이고, 2019년 이후 전기차 시장의 경쟁이 심화된다는 점에서 수주에 비해서 실제 납품이 변동될 수 있는 바 발주처의 제품화 능력을 시일을 두고 검증할 필요는 있다.

자회사를 통한 ADAS 매출증가는 2020년 시작

우리산업은 2017년 만도와 함께 우리엠오토모티브를 인수했다(우리산업 71%, 만도 29%). 우리엠오토모티브는 주차보조시스템인 PAS(Parking Assist System)을 생산하여 만도로 납품하는 업체인데, 2018년 3분기 누적 매출액/순이익이 각각 175억원/18억원(순이익률 10.6%)이었다. 2018년/2019년 연간 매출액은 240억원 수준에서 정체될 것으로 보이나, 우리산업의 양산/고객확보 능력이 보태지면서 2020년 이후 성장률이 높아질 수 있다. 특정 고객에 대한 높은 의존도는 다변화할 필요가 있다.

P/E 20배 수준. PTC 히터의 수주 및 매출화 가능성이 중요

2018년 3분기 누적 매출액/영업이익은 전년 동기대비 19%/10% 증가한 2,453억원/138억원(영업이익률 5.6%, -0.5%p(YoY))을 기록했다. PTC 히터 위주로 외형 성장이 있었으나, 감가상각비/수수료 등이 증가하면서 수익성은 하락했다. 연간 매출액/영업이익/순이익은 20%/13% 증가한 3,370억원/193억원(영업이익률 5.7%, -0.4%p)으로 예상된다. 현재 주가를 기준 P/E 20배로 단기 Valuation은 높다. 향후 주가는 추가 대규모 수주(덴소용 저전압 PTC 히터, 전기차 업체용 고전압 PTC/쿨러 히터 등)와 기 수주분의 실제 매출화 가능성(신생 전기차 업체들의 상품화 능력) 등에 연동될 것이다.

관심종목

Not Rated

CP(12월3일): 32,600원

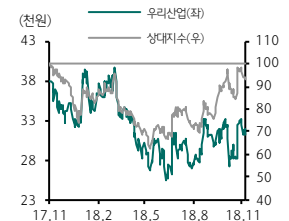
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	709.46
52주 최고/최저(원)	39,650/25,450
시가총액(십억원)	297.7
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	9,132.2
60일 평균 거래량(천주)	208.1
60일 평균 거래대금(십억원)	6.5
18년 배당금(예상, 원)	100
18년 배당수익률(예상, %)	0.31
외국인지분율(%)	10.02
주요주주 지분율(%)	
김정우 외 1인	39.46
Standard Life Investments Limited	6.40
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.5 20.7 (10.7)
상대	8.5 50.3 (0.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	332.1	393.8
영업이익(십억원)	20.6	26.5
순이익(십억원)	16.2	20.5
EPS(원)	1,736	2,228
BPS(원)	11,884	13,975

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	290.3	313.8	196.7	258.8	279.4
영업이익	십억원	17.7	23.0	10.8	16.0	17.1
세전이익	십억원	16.3	18.2	12.8	16.4	14.3
순이익	십억원	12.4	14.1	10.3	13.2	11.8
EPS	원	N/A	N/A	1,501	1,441	1,289
증감률	%	N/A	N/A	N/A	(4.0)	(10.5)
PER	배	N/A	N/A	18.65	16.06	27.23
PBR	배	N/A	N/A	4.67	3.13	3.25
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	18.89	10.94	13.77
ROE	%	19.34	17.89	14.72	21.72	14.25
BPS	원	N/A	N/A	5,991	7,390	10,805
DPS	원	0	0	50	50	100



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

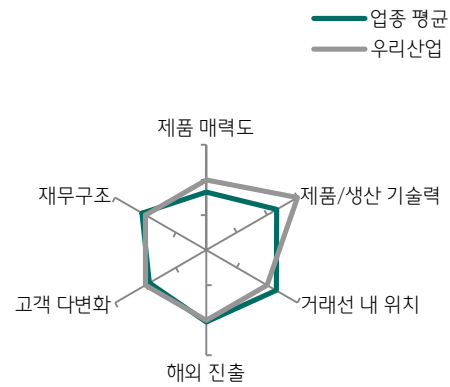
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



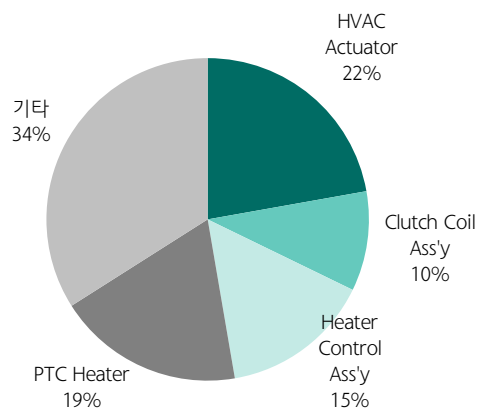
자료: 우리산업, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



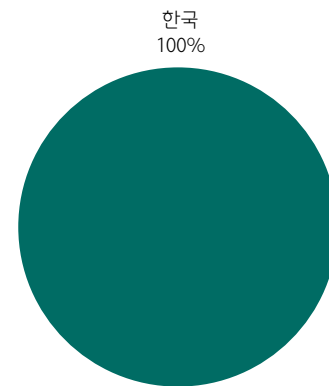
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



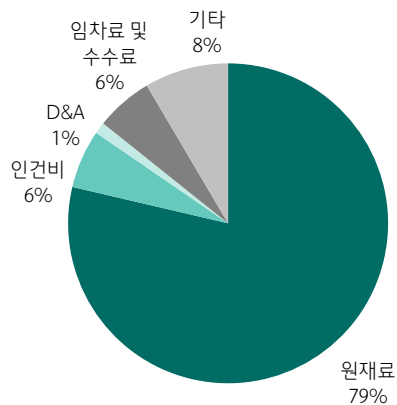
자료: 우리산업, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



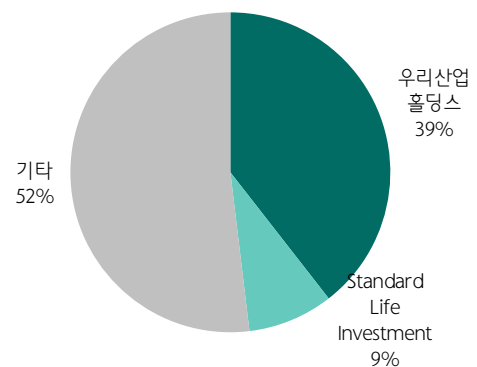
주: 지역별 매출 구분이 없어 법인 소재지 기준으로 분류
자료: 우리산업, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 우리산업, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 우리산업, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	68.3	67.3	70.4	73.3	73.1	83.4	88.7
영업이익	3.3	4.5	4.8	4.6	3.1	4.5	6.2
영업이익률	4.9%	6.6%	6.8%	6.2%	4.2%	5.4%	7.0%
지배주주 순이익	1.5	1.6	4.0	4.7	2.5	3.5	4.3

자료: 우리산업, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

회사명	지분율	자산총액	부채총액	매출액	당기손익
(주)우리엠오토모티브	71%	13.9	4.0	17.5	1.9

주: 3분기 누적 기준

자료: 우리산업, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	290.3	313.8	196.7	258.8	279.4
매출원가	242.3	260.3	168.4	220.7	239.0
매출총이익	48.0	53.5	28.3	38.1	40.4
판매비	30.4	30.5	17.5	22.1	23.2
영업이익	17.7	23.0	10.8	16.0	17.1
금융손익	(4.3)	(4.4)	(1.6)	(1.6)	(2.8)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.9	(0.4)	3.6	2.0	(0.0)
세전이익	16.3	18.2	12.8	16.4	14.3
법인세	3.0	3.8	2.5	3.2	2.6
계속사업이익	13.4	14.4	10.3	13.1	11.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.4	14.4	10.3	13.1	11.8
비지배주주지분 손익	0.9	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	12.4	14.1	10.3	13.2	11.8
지배주주지분포괄이익	12.2	13.8	10.3	13.2	11.0
NOPAT	14.5	18.2	8.7	12.8	14.0
EBITDA	24.2	31.0	16.8	24.2	26.2
성장성(%)					
매출액증가율	19.4	8.1	(37.3)	31.6	8.0
NOPAT증가율	23.9	25.5	(52.2)	47.1	9.4
EBITDA증가율	27.4	28.1	(45.8)	44.0	8.3
영업이익증가율	32.1	29.9	(53.0)	48.1	6.9
(지배주주)순이익증가율	100.0	13.7	(27.0)	28.2	(10.6)
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	(4.0)	(10.5)
수익성(%)					
매출총이익률	16.5	17.0	14.4	14.7	14.5
EBITDA이익률	8.3	9.9	8.5	9.4	9.4
영업이익률	6.1	7.3	5.5	6.2	6.1
계속사업이익률	4.6	4.6	5.2	5.1	4.2

투자지표	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	N/A	N/A	1,501	1,441	1,289
BPS	N/A	N/A	5,991	7,390	10,805
CFPS	N/A	N/A	3,738	3,146	2,959
EBITDAPS	N/A	N/A	2,447	2,655	2,866
SPS	N/A	N/A	28,591	28,338	30,595
DPS	0	0	50	50	100
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	18.7	16.1	27.2
PBR	N/A	N/A	4.7	3.1	3.2
PCFR	N/A	N/A	7.5	7.4	11.9
EV/EBITDA	N/A	N/A	18.9	10.9	13.8
PSR	N/A	N/A	1.0	0.8	1.1
재무비율(%)					
ROE	19.3	17.9	14.7	21.7	14.2
ROA	6.7	6.4	4.8	7.0	5.6
ROIC	11.4	13.0	6.6	10.5	10.7
부채비율	165.6	180.5	240.3	183.6	133.8
순부채비율	77.5	62.9	113.8	80.8	40.3
이자보상배율(배)	4.7	6.9	5.6	6.3	7.5

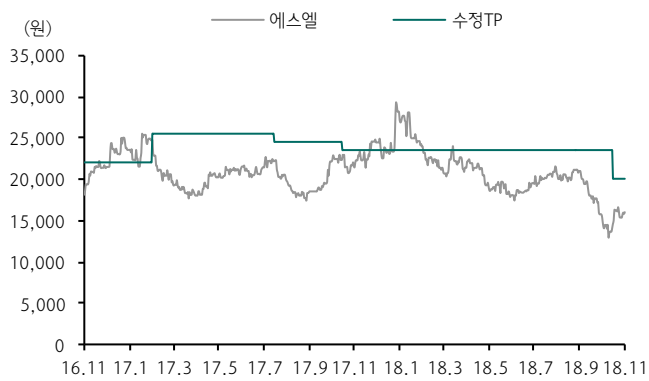
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	140.3	171.2	125.8	124.0	147.6
금융자산	8.9	29.6	6.4	8.1	21.6
현금성자산	6.2	11.0	5.8	8.1	6.2
매출채권 등	58.1	65.2	59.6	54.6	63.7
재고자산	69.2	73.7	58.5	60.0	61.3
기타유동자산	4.1	2.7	1.3	1.3	1.0
비유동자산	57.4	74.5	60.4	64.8	83.1
투자자산	0.5	3.9	0.7	1.0	5.3
금융자산	0.5	3.9	0.7	1.0	5.3
유형자산	48.6	61.0	53.1	55.6	65.6
무형자산	6.3	6.5	5.9	7.4	10.8
기타비유동자산	2.0	3.1	0.7	0.8	1.4
자산총계	197.7	245.7	186.2	188.8	230.7
유동부채	108.0	131.9	117.1	110.3	120.1
금융부채	55.1	62.9	57.4	53.2	54.1
매입채무 등	49.3	59.8	54.6	52.8	60.9
기타유동부채	3.6	9.2	5.1	4.3	5.1
비유동부채	15.3	26.1	14.4	11.9	11.9
금융부채	11.4	21.7	11.2	8.8	7.3
기타비유동부채	3.9	4.4	3.2	3.1	4.6
부채총계	123.3	158.1	131.5	122.2	132.0
지배주주지분	72.4	85.7	54.7	66.6	98.7
자본금	7.8	7.8	4.6	4.6	4.6
자본잉여금	18.0	18.0	39.8	39.9	40.6
자본조정	0.0	0.0	(0.1)	(0.9)	0.0
기타포괄이익누계액	(0.9)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	47.5	60.7	10.3	23.0	33.5
비지배주주지분	2.0	1.9	0.0	0.0	0.0
자본총계	74.4	87.6	54.7	66.6	98.7
순금융부채	57.7	55.1	62.3	53.8	39.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	9.8	24.7	28.7	19.0	19.0
당기순이익	13.4	14.4	10.3	13.1	11.8
조정	11.8	14.4	15.4	10.8	9.9
감가상각비	6.4	8.0	6.0	8.3	9.0
외환거래손익	1.0	2.0	1.6	1.8	2.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.4	4.4	7.8	0.7	(1.7)
영업활동자산부채변동	(15.4)	(4.1)	3.0	(4.9)	(2.7)
투자활동 현금흐름	(10.9)	(33.5)	(14.8)	(8.5)	(40.9)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(3.4)	3.2	(0.3)	(4.3)
유형자산감소(증가)	(10.5)	(13.4)	(11.8)	(6.6)	(16.5)
기타	(0.4)	(16.7)	(6.2)	(1.6)	(20.1)
재무활동 현금흐름	3.6	13.9	(9.6)	(8.4)	20.6
금융부채증가(감소)	2.8	18.1	(16.0)	(6.7)	(0.6)
자본증가(감소)	4.6	0.0	18.6	0.1	0.7
기타재무활동	(3.0)	(3.4)	(12.2)	(1.3)	21.0
배당지급	(0.8)	(0.8)	0.0	(0.5)	(0.5)
현금의 증감	2.4	4.8	4.4	2.3	(1.9)
Unlevered CFO	26.5	29.7	25.7	28.7	27.0
Free Cash Flow	(4.1)	8.3	16.2	8.6	(2.5)

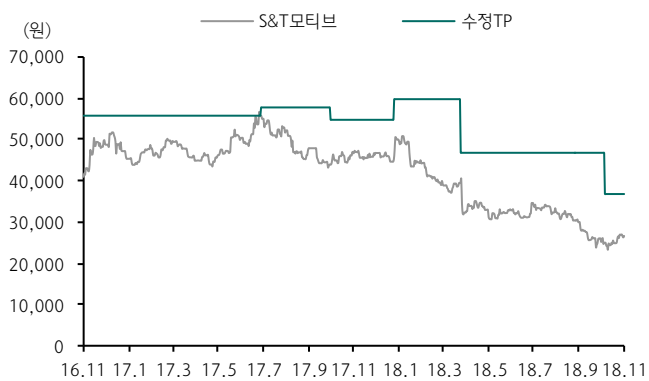
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엘



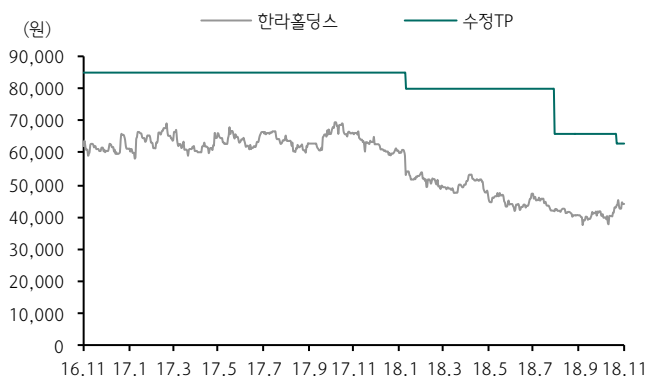
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.15	BUY	20,000		
17.11.14	Neutral	23,500	-10.29%	24.68%
17.8.14	Neutral	24,500	-18.65%	-6.12%
17.3.2	BUY	25,500	-19.72%	-9.22%
16.12.13	BUY	22,000	5.64%	15.91%
16.8.17	BUY	19,000	-12.49%	10.53%

S&T모티브



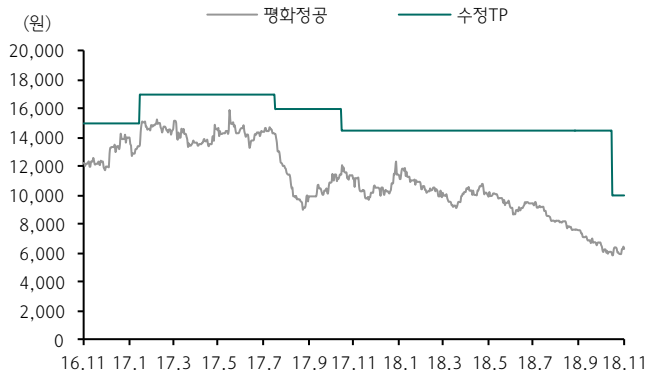
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.5	BUY	37,000		
18.4.24	BUY	47,000	-32.97%	-25.11%
18.1.24	BUY	60,000	-28.43%	-15.17%
17.10.30	BUY	55,000	-16.42%	-13.82%
17.7.28	Neutral	58,000	-15.86%	-5.00%
16.12.13	BUY	56,000	-13.93%	1.25%
16.5.20	BUY	80,000	-31.81%	-3.13%

한라홀딩스



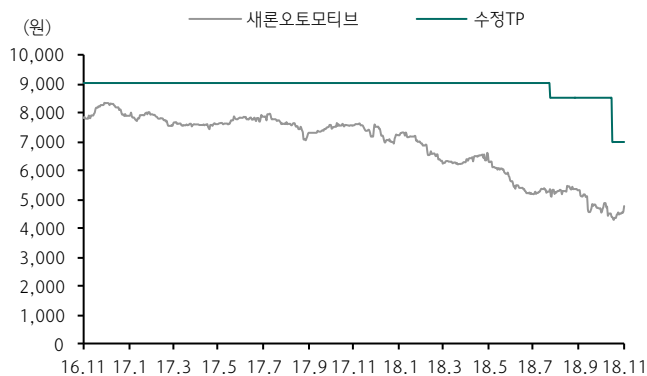
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.21	BUY	63,000		
18.8.29	BUY	66,000	-38.13%	-33.71%
18.2.9	BUY	80,000	-40.26%	-32.25%
16.12.13	BUY	85,000	-25.45%	-18.24%
16.5.17	BUY	67,000	-1.35%	17.16%

평화정공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.15	BUY	10,000		
17.11.14	BUY	14,500	-34.68%	-15.17%
17.8.16	BUY	16,000	-32.76%	-13.13%
17.2.14	BUY	17,000	-15.90%	-6.76%
16.12.13	BUY	15,000	-13.77%	-5.33%
16.8.17	BUY	16,000	-25.56%	-21.56%

새론오토모티브



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.15	BUY	7,000		
18.8.23	BUY	8,500	-41.45%	-35.88%
17.6.19	BUY	9,000	-20.48%	-7.44%
16.12.13	Neutral	9,000	-13.33%	-7.44%

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(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%	100.0%

* 기준일: 2018년 12월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)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 2018년 12월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 12월 04일 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.