



2018년 5월 16일 | Equity Research

새론오토모티브 (075180)



막대한 자산가치. 실적개선 가능

주가 바닥권 판단

새론오토모티브에 대한 투자의견을 BUY와 목표주가 9,000원(목표 P/B 0.75배)을 유지한다. 주요 고객사의 출하 감소 여파로 1분기 실적이 부진했지만, 2분기 이후 낮은 기저와 신차 투입 효과로 회복될 것으로 예상한다. 2019년 2분기에는 중국 연태 공장이 완공되어 장기 성장성도 보강될 것이다. 현재 시가총액의 70%에 육박하는 순현금을 보유하고 있고, EV/EBITDA 1.4배에 불과하며, 기대 배당수익률은 2.3%이다. 현재 주가는 이러한 자산가치가 추가 하락을 제한하고, 2분기 이후 주요 고객사 회복과 신공장 완공에 대한 기대감이 반영될 수 있는 Valuation 하단이라는 판단이다.

1Q18 Review: 영업이익률 5.9% 기록

1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 11%/38% 감소한 408억원/24억원(OPM 5.9%, -2.6%p (YoY))을 기록하면서 부진했다. 매출액은 한국/중국 법인이 각각 16%/18% (YoY) 감소했는데, 주 고객사의 출하가 부진하고 내수 점유율이 하락한 영향이다. 영업이익률은 2.6%p (YoY) 하락했는데, 외형 축소로 고정비 부담이 늘어났고 원재료 가격 상승도 수익성에 부정적이었다. 한국/중국 법인의 영업이익률이 각각 5.5%/7.2%로 전년 동기대비 2.8%p /0.4%p (YoY) 하락했다. 전년 3분기부터 법인설립 후 신공장 증설을 진행 중인 연태 법인의 비용도 이익감소에 영향을 미쳤다. 지분법으로 반영되는 중국 상속 법인(지분율 50%)은 일본계 완성차로의 공급 증가로 매출액이 12% (YoY) 증가했고, 마진 개선으로 순이익률은 0.3%p (YoY) 상승한 15.3%를 기록했다.

막대한 순현금, EV/EBITDA 1.4배, 2019년 연태 공장 완공

1분기 말 기준으로 순현금이 약 850억원인데, 이는 현재 시가총액 1,240억원의 70% 수준이다. 최근 가동률 하락과 원재료가 상승으로 마진이 하락했지만, 7% 대의 영업이익률을 기록하면서 향후 3년간 연평균 174억원의 영업이익을 창출하고, 연간 EBITDA 규모는 평균 287억원 규모이다. 이를 감안하면 2018년 말 기준으로 EV/EBITDA가 약 1.4배 수준으로 낮다. 연태 공장이 완공되는 2019년 이후로는 Capex 소요도 감소하여 FCF가 늘어나고, 순현금 규모도 확대된다. 2019년 2분기에는 2년에 걸쳐 건설 중인 중국 연태 공장이 완공된다. 연태 공장은 새론오토모티브가 90%, 북경 법인(새론오토모티브가 100% 지분 보유)이 10% 지분을 출자한 회사인데, 상해GM과 중국 로컬 OE를 대상으로 Brake Pad를 공급할 계획이다. 현재 연간 882억원 매출액을 기록한 북경 법인보다 생산 능력이 크다는 점을 감안할 때, 2019년 이후 성장에 기여할 것이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 9,000원 | CP(5월 15일): 6,460원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,458.54		
52주 최고/최저(원)	7,950/6,200	195.4	205.1
시가총액(십억원)	124.0	20.3	23.4
시가총액비중(%)	0.01	17.8	20.2
발행주식수(천주)	19,200.0	EPS(원)	927 1,052
60일 평균 거래량(천주)	7.7	BPS(원)	12,510 13,370
60일 평균 거래대금(십억원)	0.0		
18년 배당금(예상,원)	150		
18년 배당수익률(예상,%)	2.32		
외국인지분율(%)	69.52		
주요주주 지분율(%)			
Nissinbo Industries INC	65.01		
외 1 인			
김형인 외 1 인	6.28		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.2 (14.2) (14.9)		
상대	3.0 (12.1) (20.7)		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	197.5	183.5	183.6	195.6	207.4
영업이익	십억원	28.0	16.7	14.0	17.5	20.6
세전이익	십억원	31.4	19.1	17.5	21.0	24.2
순이익	십억원	22.6	13.3	12.3	14.7	17.0
EPS	원	1,175	691	638	767	883
증감률	%	(9.0)	(41.2)	(7.7)	20.2	15.1
PER	배	7.08	10.85	10.12	8.43	7.31
PBR	배	0.75	0.66	0.54	0.51	0.49
EV/EBITDA	배	1.69	2.04	1.37	1.09	0.60
ROE	%	10.95	6.12	5.46	6.27	6.84
BPS	원	11,153	11,439	11,927	12,544	13,277
DPS	원	190	150	150	150	150



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

RA 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

표 1. 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	16A	17A	18F
매출액	49.1	49.4	45.5	53.6	45.9	44.0	45.9	47.6	40.8	197.5	183.5	183.6
한국	36.0	34.6	32.0	36.7	33.0	33.0	29.7	29.2	27.8	139.3	125.0	122.5
중국	23.3	21.4	21.5	27.2	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	93.4	88.2	90.9
연결조정	(10.2)	(6.7)	(8.1)	(10.2)	(9.3)	(8.3)	(5.4)	(6.8)	(5.2)	(35.2)	(29.7)	(29.8)
영업이익	7.4	7.3	5.8	7.6	3.9	4.2	4.2	5.7	2.4	28.0	16.7	14.0
OPM	15.1%	14.7%	12.7%	14.1%	8.6%	9.5%	9.1%	12.0%	5.9%	14.2%	9.1%	7.6%
세전이익	8.1	7.9	5.5	9.9	4.0	5.8	4.1	5.1	3.3	31.4	19.1	17.5
순이익	5.9	5.8	4.1	6.8	2.8	4.3	2.4	3.8	1.9	22.6	13.3	12.3

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 2. 법인별 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
한국법인	총매출액	36.0	34.6	32.0	36.7	33.0	33.0	29.7	29.2	27.8
	내부거래제거	(9.0)	(5.6)	(6.7)	(8.7)	(5.6)	(9.0)	(4.3)	(6.4)	(5.1)
	외부고객매출액	27.0	29.0	25.3	28.0	27.4	24.0	25.4	22.8	22.6
	OP	5.0	4.2	2.5	4.2	2.3	2.1	0.6	2.2	1.2
	OPM	18.5%	14.3%	10.1%	15.0%	8.2%	8.7%	2.3%	9.6%	5.5%
북경법인	총매출액	23.3	21.4	21.5	27.2	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2
	내부거래제거	(1.2)	(1.0)	(1.3)	(1.5)	(1.4)	(1.5)	(1.0)	(0.4)	(0.1)
	외부고객매출액	22.1	20.4	20.2	25.6	20.8	17.7	20.5	24.8	18.2
	OP	3.1	2.2	2.8	3.3	1.6	2.3	3.1	2.9	1.3
	OPM	13.8%	11.0%	14.0%	12.8%	7.6%	13.0%	14.9%	11.6%	7.2%
전체	순이익	2.1	1.4	2.2	2.2	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2
	전체 매출액	49.1	49.4	45.5	53.6	48.2	41.7	45.9	47.7	40.8
	중국비중	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 3. 중국 법인별 실적 추이

(단위: 십억원)

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

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 4. EV/EBITDA 추이

(단위: 십억원, 배)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
시가총액	108.7	174.3	211.2	163.0	159.7	144.0	124.0
현금/투자자산	27.6	45.2	56.8	73.1	94.5	86.9	89.4
현금 및 현금성자산	21.5	23.5	18.1	23.7	35.8	47.7	50.2
정기예금	6.1	21.7	38.7	49.3	58.7	39.2	39.2
EV	81.1	129.1	154.4	89.9	65.3	57.1	34.6
영업이익	18.8	31.2	32.4	29.7	28.0	16.7	14.0
감가상각비	9.2	9.9	10.4	10.6	10.7	11.4	11.4
EBITDA	28.0	41.1	42.8	40.3	38.8	28.1	25.3
EV/EBITDA	2.9	3.1	3.6	2.2	1.7	2.0	1.4

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	197.5	183.5	183.6	195.6	207.4
매출원가	155.6	152.1	155.1	163.3	171.5
매출총이익	41.9	31.4	28.5	32.3	35.9
판관비	13.9	14.7	14.5	14.8	15.2
영업이익	28.0	16.7	14.0	17.5	20.6
금융순익	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	17.5	21.0	24.2
법인세	8.9	5.8	5.3	6.3	7.3
계속사업이익	22.6	13.3	12.3	14.7	17.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.6	13.3	12.3	14.7	17.0
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	22.6	13.3	12.3	14.7	17.0
지배주주지분포괄이익	20.2	9.1	12.3	14.7	17.0
NOPAT	20.1	11.6	9.8	12.2	14.4
EBITDA	38.8	28.1	25.3	28.9	32.0
성장률(%)					
매출액증가율	(2.6)	(7.1)	0.1	6.5	6.0
NOPAT증가율	(10.3)	(42.3)	(15.5)	24.5	18.0
EBITDA증가율	(3.7)	(27.6)	(10.0)	14.2	10.7
영업이익증가율	(5.7)	(40.4)	(16.2)	25.0	17.7
(지배주주)순이익증가율	(8.9)	(41.2)	(7.5)	19.5	15.6
EPS증가율	(9.0)	(41.2)	(7.7)	20.2	15.1
수익성(%)					
매출총이익률	21.2	17.1	15.5	16.5	17.3
EBITDA이익률	19.6	15.3	13.8	14.8	15.4
영업이익률	14.2	9.1	7.6	8.9	9.9
계속사업이익률	11.4	7.2	6.7	7.5	8.2

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,175	691	638	767	883
BPS	11,153	11,439	11,927	12,544	13,277
CFPS	1,692	1,306	1,451	1,641	1,815
EBITDAPS	2,019	1,463	1,320	1,504	1,667
SPS	10,287	9,555	9,562	10,189	10,800
DPS	190	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	7.1	10.9	10.1	8.4	7.3
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
PCFR	4.9	5.7	4.5	3.9	3.6
EV/EBITDA	1.7	2.0	1.4	1.1	0.6
PSR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	11.0	6.1	5.5	6.3	6.8
ROA	8.9	5.0	4.5	5.2	5.7
ROIC	17.0	9.5	7.3	8.6	9.8
부채비율	23.2	21.4	20.5	20.8	20.8
순부채비율	(44.1)	(39.5)	(39.0)	(38.4)	(41.1)
이자보상배율(배)	11,247.9	6,467.9	5,407.0	6,775.4	7,986.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

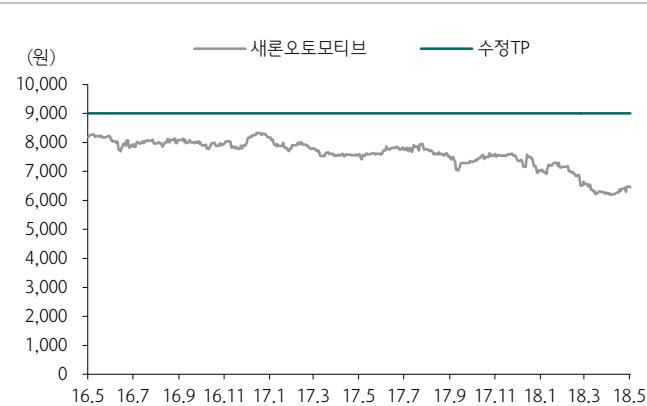
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	164.7	169.8	170.0	178.4	196.0
금융자산	94.5	86.9	89.4	92.5	105.0
현금성자산	35.8	47.7	50.2	50.7	60.7
매출채권 등	49.8	53.8	53.8	57.3	60.8
재고자산	17.7	22.3	20.0	21.3	22.6
기타유동자산	2.7	6.8	6.8	7.3	7.6
비유동자산	99.0	96.8	106.0	112.4	111.8
투자자산	25.5	20.1	20.1	21.4	22.7
금융자산	12.4	5.5	5.5	5.8	6.2
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	276.0	290.8	307.8
유동부채	33.6	29.8	29.8	31.7	33.5
금융부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매입채무 등	30.7	25.4	25.4	27.1	28.7
기타유동부채	2.8	4.3	4.3	4.5	4.7
비유동부채	16.0	17.2	17.2	18.3	19.4
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	16.0	17.2	17.2	18.3	19.4
부채총계	49.6	47.0	47.0	50.0	52.9
지배주주지분	214.1	219.6	229.0	240.8	254.9
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	213.7	225.6	239.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	214.1	219.6	229.0	240.8	254.9
순금융부채	(94.4)	(86.8)	(89.3)	(92.4)	(104.9)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	38.7	8.7	26.4	24.5	27.0
당기순이익	22.6	13.3	12.3	14.7	17.0
조정	12.3	14.3	11.9	12.1	12.2
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	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	3.8	(18.9)	2.2	(2.3)	(2.2)
투자활동 현금흐름	(22.3)	8.8	(21.0)	(21.0)	(14.2)
투자자산감소(증가)	(5.5)	5.4	(0.0)	(1.3)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(8.8)	(15.5)	(20.0)	(15.0)	(8.0)
기타	(8.0)	18.9	(1.0)	(4.7)	(4.9)
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	2.5	0.5	9.9
Unlevered CFO	32.5	25.1	27.9	31.5	34.8
Free Cash Flow	29.7	(6.8)	6.4	9.5	19.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

새론오토모티브



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.6.19	BUY	9,000		
17.5.17	1년 경과		-15.70%	-14.22%
16.5.16	Neutral	9,000	-11.81%	-7.44%
15.10.7	Neutral	10,000	-17.64%	-10.60%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 05월 16일 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.