

상신브레이크 (041650)

이 정도로 꾸준하기도 힘들다

2018년 매출액/영업이익 +1%/-14% (YoY) 예상

1분기 매출액/영업이익은 0%/28% (YoY) 943억원/70억원(영업이익률 7.4%, -3.0%p (YoY))을 기록했다. 고객사의 출하부진에도 불구하고, 연결 자회사 상신엔지의 매출증가로 전체 외형이 유지되었지만, 이익비중이 큰 한국 본사의 이익률 하락으로 영업이익은 감소했다. 2분기 매출액/영업이익은 +3%/-4% (YoY) 변동한 985억원/79억원(영업이익률 8.0%, -0.6%p (YoY))으로 전망한다. 본사는 여전히 부진하겠지만, 중국 우시법인과 인도법인의 실적이 개선되면서 전년 동기대비 실적 감소폭이 완화될 것이다. 2018년 전체 매출액은 전년 대비 1% 증가한 3,900억원으로 예상한다. 본사 매출액이 OE 납품 부진으로 감소하겠지만, 전년 부진했던 중국 우시법인 매출액이 완성차 출하 회복에 힘입어 15% 증가하고, 인도법인도 10% 성장하면서 만회할 전망이다. 신규로 멕시코법인의 매출액도 1% 비중으로 추가될 것이다. 영업이익은 한국 본사 위주로 14% 감소한 310억원, 영업이익률은 1.4%p 하락한 7.9%로 예상한다. 연결 법인들의 실적은 개선될 전망이다. 중국 우시법인의 영업이익률은 전년 -0.5%에서 금년 2.0%로 상승하고, 상신엔지의 영업이익률은 전년 21.8%에서 금년 24.0%로 상승할 전망이다.

중국 로컬OE 납품 증가와 상신엔지의 성장

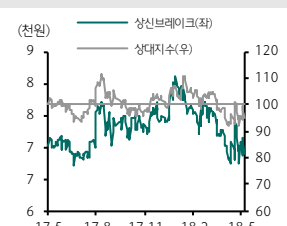
중국 우시법인의 전체 매출액 중 중국 로컬OE가 차지하는 비중은 약 64%로 높다. 주로 우후 BTL 등을 통해 지리기차/창안기차/체리기차/동풍기차 등으로 납품하고 있는데, 2018년 1분기에는 6% (YoY) 증가했다(반면, 한국OE향 납품은 22% (YoY) 감소했고, 매출 비중도 24%로 하락). 중국 로컬OE향 납품 단가도 상승하고 있어 우시법인의 이익률 개선에 도움이 되고 있다. 브레이크패드 제조설비를 생산하는 상신엔지(지분율 70%)는 중국 진치린, 인도 브레이크스인디아 등으로부터의 수주를 기반으로 높은 이익률을 시현 중이다. 2018년 매출액은 전년 대비 3% 감소한 300억원을 기록하겠지만, 연결로 제거되는 관계사향 매출액 위주로 37% 감소하기 때문이고 실제 외부 매출액은 21% 증가하는 것이다(173억원→210억원). 외부 매출액 증가에 힘입어 영업이익률이 2.2%p 상승하고, 영업이익도 6% 증가하면서 연결 이익에 기여할 전망이다.

P/E 7배 초반, 배당수익률 2.4%로 주가 저평가 판단

현재 주가를 기준으로 P/E 7배 초반, 예상 배당수익률은 2.4%이다 (전년 주당배당금 170원 유지 가정). 2018년 본사 실적이 둔화되지만, 8% 전후의 높은 이익률과 12% 이상의 ROE를 유지한 상태에서 중국법인들의 실적이 개선되고, 멕시코법인도 가세하고 있어 중장기 꾸준한 실적이 유지될 것으로 예상된다. 현 주가는 저평가 상태로 판단한다.

Not Rated

CP(6월 4일): 7,010원

Key Data		Consensus Data		
		2018	2019	
KOSPI 지수 (pt)	2,447.76			
52주 최고/최저(원)	8,200/6,810	매출액(십억원)	N/A	N/A
시가총액(십억원)	150.5	영업이익(십억원)	N/A	N/A
시가총액비중(%)	0.01	순이익(십억원)	N/A	N/A
발행주식수(천주)	21,471.5	EPS(원)	N/A	N/A
60일 평균 거래량(천주)	45.2	BPS(원)	N/A	N/A
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3	Stock Price		
18년 배당금(예상.원)	170			
18년 배당수익률(예상.%)	2.43			
외국인지분율(%)	3.42			
주요주주 지분율(%)				
정도철 외 11인	46.86			
신영자산운용 외 1인	16.73			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	1.2 (4.6) (1.0)			
상대	1.7 (2.5) (4.1)			

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

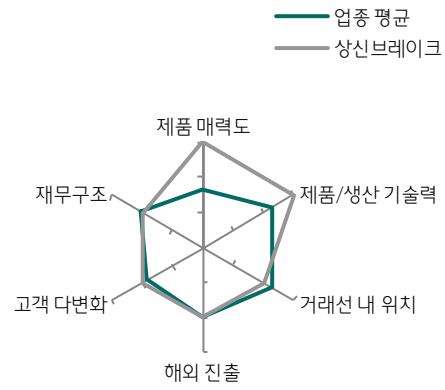
RA **신동하**
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



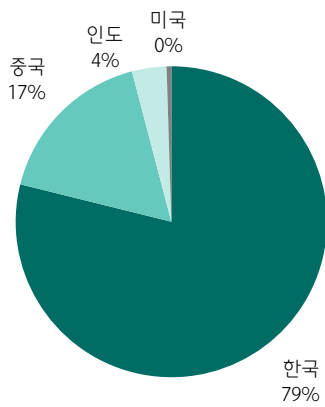
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



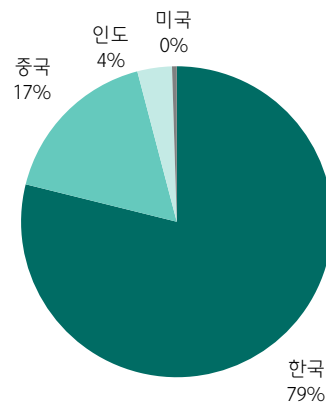
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



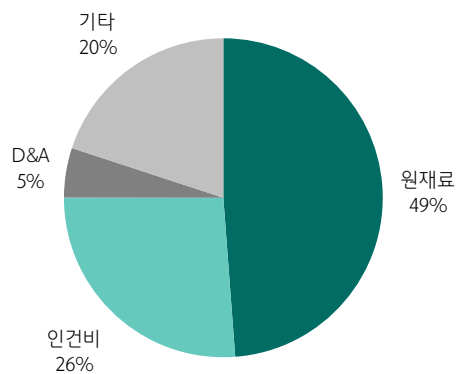
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



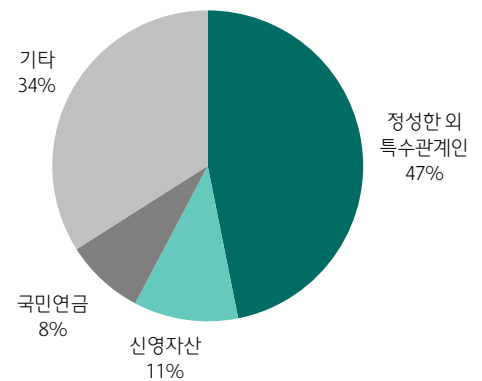
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
매출액	88.6	92.9	90.7	107.3	94.7	96.0	97.4	96.5	94.4
영업이익	7.2	5.4	6.4	11.9	9.8	8.2	8.1	9.8	7.0
영업이익률	8.1%	5.8%	7.1%	11.1%	10.4%	8.6%	8.3%	10.2%	7.4%
지배주주 순이익	4.9	2.7	2.5	9.3	4.5	6.9	6.1	5.6	5.3

자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

종속기업명	지분율	총자산	총부채	매출액	순이익
산도테크(주)	78%	12.7	8.6	5.2	0.3
산도브레이크(주)	85%	6.4	2.6	2.8	(0.3)
상신이엔지(주)	70%	36.8	20.7	10.9	2.4
에이비테크(주)	86%	23.4	14.8	6.7	0.1
상신제동계통(무석)(유)	100%	102.6	62.5	19.0	0.4
사천상신제동계통(유)	100%	21.5	16.9	1.5	(0.3)
SANGSIN BRAKE INDIA PRIVATE LIMITED	100%	19.6	13.2	4.3	(0.1)
SANGSIN BRAKE AMERICA INC.	100%	2.5	0.1	0.6	0.2
SANGSIN BRAKE MEXICO S. DE R.L. DE C.V.	100%	25.5	5.4	-	(0.8)

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)
중속/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 순이익	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
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
주가지표(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

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
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)
영업활동 자산부채 변동	(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)

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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 6월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 06월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 06월 05일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.