2018년 11월 16일 I Equity Research

새론오토모티브 (075180)

시가총액이 순현금이랑 똑같네

극도로 저평가된 주가

새론오토모티브에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표 P/B를 0.6배로 하향하면서 목표주가를 7,000원으로 조정한다. 3분기 실적은 중국 매출액이 부진했지만, 비용절감 노력에 힘입어 수익성은 유지되었다. 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, 현재 시가총액(820억원)이 보유 순현금(821억원)일 정도로 주가는 지나치게 저평가되어 있다. 2019년 중국 연태 공장이 완공된 후 GM과 중국 로컬OE들로 고객 다변화와 외형 성장이 예상된다는 점에서 중장기 성장동력도 갖출 수 있다. 즉, EV/EBITDA가 음(-)을 기록하고 있는 현재 주가는 추가 하락이 제한적인 반면, 꾸준한 현금창출의 RE 사업과 중국 신공장을 통한 성장 잠재력이 상존하고 있어 주가의 안전마진이 충분한 상태라는 판단이다. 예상 배당수익률도 3.5%를 기대할 수 있다(주당 배당금 150원 유지 가정).

3Q18 Review: 영업이익률 6.3% 기록

3분기 매출액/영업이익은 10%/10% (YoY) 감소한 411억원/26억원(영업이익률 6.3%, +0.0%p (YoY))을 기록했다. 조업일수 감소에도 한국 매출액이 0% (YoY) 감소에 그친 반면, 중국 매출액은 고객사의 출하 부진과 조업일수 감소의 여파로 24% (YoY) 감소했다. 영업이익률은 전년 동기수준이었는데, 한국 법인의 이익률이 개선된 반면, 중국 법인의 이익률은 외형 축소에 따른 고정비 부담과 신설 중인 연태 공장의 비용 반영의 여파로 크게 하락했다. 한국/중국 지역의 영업이익률은 각각 8.8%/4.0%를 기록했다. 지분법 법인인 상숙 법인의 매출액/순이익은 +5%/-12% (YoY) 변동했고, 순이익률은 13.6%를 기록했다.

연태 법인은 현재 비용만 반영. 2019년 하반기 매출기여 시작

중국 지역의 수익성 하락은 북경 법인의 주 고객사인 현대/기아/VW/GM 등이 시장수요 부진과 점유율 하락의 여파로 출하가 감소한 영향도 있지만, 현재 공장을 신설하고 있는 연태 법인에서 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%p만큼 효과가 있었다. 공장이 완공되는 내년 상반기까지 관련 부정적 영향이 있겠지만, 하반기부터 매출이 발생하면 관련 부담이 완화될 것이다. 연태 공장은 GM과 중국 로컬OE들 위주로 납품할 예정이기 때문에 고객 다변화를 통한 리스크 완화에도 기여할 것이다.

Earnings Review

BUY

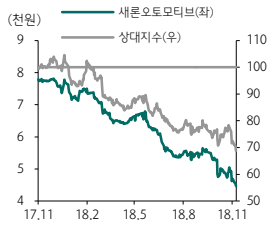
I TP(12M): 7,000원(하향) I CP(11월 15일): 4,270원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,088.06
52주 최고/최저(원)	7,610/4,270
시가총액(십억원)	82.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	19,200.0
60일 평균 거래량(천주)	25.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1
18년 배당금(예상,원)	150
18년 배당수익률(예상,%)	3.51
외국인지분율(%)	68.68
주요주주 지분율(%)	
Nisshinbo Industries INC 외 1 인	65.01
김형인 외 1 인	7.41

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(7.4)	(33.9)	(43.3)
상대	(4.8)	(22.2)	(31.6)

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	174.0	183.8
영업이익(십억원)	11.6	14.6
순이익(십억원)	10.6	12.7
EPS(원)	552	661
BPS(원)	11,844	12,354

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	8.08	7.22	6.49
PBR	배	0.75	0.66	0.36	0.35	0.33
EV/EBITDA	배	1.69	2.04	N/A	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

하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

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	4.2	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%	9.1%	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											
상숙법인	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	82.0	82.0	82.0
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	(9.1)	(10.7)	(19.2)
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**	**(0.4)**	**(0.4)**	**(0.7)**

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

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
판관비	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 순이익	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)순익증가율	(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
주가지표(배)					
PER	7.1	10.9	8.1	7.2	6.5
PBR	0.7	0.7	0.4	0.3	0.3
PCFR	4.9	5.7	3.2	3.1	2.9
EV/EBITDA	1.7	2.0	N/A	N/A	N/A
PSR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4
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

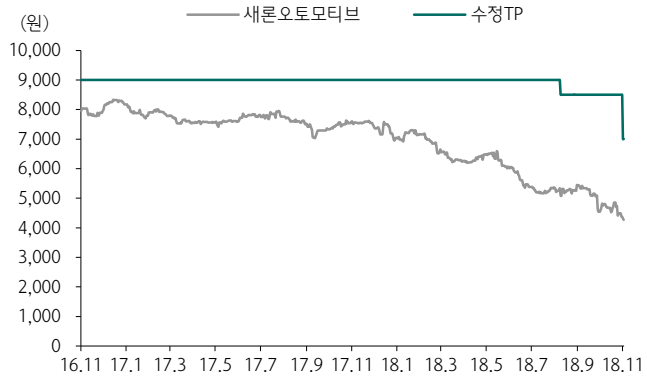
(단위: 십억원)

	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

Analyst 송선재 02-3771-7512

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

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	-20.13%	-7.44%
16.11.16	Neutral	9,000	-13.21%	-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	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 14일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 11월 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.