

새론오토모티브 (075180)

낮은 EV/EBITDA가 하방 제어. 신공장은 상방 지지

EV/EBITDA 1.3배로 저평가된 주가

새론오토모티브에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 7,000원(목표 P/B 0.6배)을 유지한다. 4분기 및 2018년 실적은 중국 위주의 외형 축소와 관련 역 레버리지 효과, 그리고 신규 공장 설립 비용 등으로 인해 부진했다. 2019년 실적은 고객사 출하 증가와 일회성 비용의 감소 등으로 개선될 전망이다. 중국 내 시장수요 부진의 여파로 상반기 실적 모멘텀이 부족한 편이지만, 하반기 중국 연태 공장이 완공된 후 고객 다변화를 통한 성장동력 확보가 기대된다. 여전한 현금 창출력(2019년 영업이익/EBITDA 각각 104억원/230억원)과 함께 풍부한 현금성 자산의 보유(시가총액 1,104억원 vs. 순현금 800억원, EV/EBITDA 1.3배), 그리고 2.6%의 기대 배당수익률 등을 추가적으로 감안할 때 현재 주가는 저평가된 상태라는 판단이다. 낮은 EV/EBITDA가 주가 하방을 제어하는 가운데, 실적 회복과 신공장이 상방을 지지해 줄 것으로 전망한다.

2018년 중국 매출액의 감소로 수익성도 하락

2018년 4분기 매출액/영업이익은 13%/72% (YoY) 감소한 417억원/16억원(영업이익률 3.9%, -8.1%p)을 기록했다. 한국 매출액이 9% (YoY) 증가했지만, 중국 매출액은 시장수요 부진과 고객사의 출하감소 여파로 38% (YoY) 감소했다. 외형 축소로 인한 고정비 부담과 전년 동기의 높은 기저로 영업이익의 감소폭이 컸다. 2018년 매출액/영업이익은 9%/43% 감소한 1,676억원/95억원(영업이익률 5.7%, -3.4%p)로 마감되었다. 한국/중국 매출액이 각각 5%/21% 감소하면서 역 레버리지 효과가 발생했고, 연태 공장 건설과 관련된 초기 비용도 가세했기 때문이다. 세전이익은 47% 감소했는데, 영업이익 감소와 함께 영업외 잡손실이 증가했기 때문이다. 지분법 대상인 상속 법인의 매출액/순이익은 +7%/-13% 변동했고, 순이익률은 13.4%(-3.1%p)를 기록했다.

2019년 핵심 이슈는 연태 공장의 완공

2019년 매출액/영업이익은 3%/10% 증가한 1,732억원/104억원(영업이익률 6.0%, +0.3%p)으로 예상된다. 주요 고객의 출하가 증가하는 가운데, 신규로 중국 연태 공장이 가세하며, 일회성 비용도 감소하기 때문이다. 총 투자금 270억원을 투입한 연태 공장은 2분기 완공될 예정인데, 상해GM과 중국 로컬OE를 대상으로 브레이크 패드를 납품할 계획이다. 연태 법인은 2018년 관련 건설 비용의 영향으로 -36억원의 순적자를 기록했다. 건설 시작 시점과 달리 시장 수요가 부진한 시기에 완공되면서 가동 초기에는 적자로 어려움이 있겠지만, 지분법 자회사인 상속 법인(지분율 50%, 2018년 지분법이익 18억원 기여, 주 고객은 일본OE)이 그랬던 것처럼 점진적으로 외형과 수익성이 개선되고, 고객 다변화를 통한 리스크 완화에도 기여할 것으로 기대된다. 가동 초기의 적자보다는 중장기 성장 동력으로서의 가치를 평가해야 한다는 판단이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 7,000원 | CP(3월 21일): 5,750원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,184.88
52주 최고/최저(원)	6,590/4,270
시가총액(십억원)	110.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	19,200.0
60일 평균 거래량(천주)	9.4
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1
18년 배당금(예상, 원)	150
18년 배당수익률(예상, %)	2.61
외국인지분율(%)	68.63
주요주주 지분율(%)	
Nisshinbo Industries INC	65.01
외 1인	
김영인 외 1인	9.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.7 7.7 (12.1)
상대	10.9 15.3 (0.0)

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	2018	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	6.38	8.52	10.88	9.73	8.74
PBR	배	0.67	0.51	0.49	0.47	0.45
EV/EBITDA	배	1.28	0.94	0.85	0.74	0.36
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)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	16A	17A	18A	19F
매출액	45.9	44.0	45.9	47.6	40.8	44.0	41.1	41.7	197.5	183.5	167.6	173.2
한국	33.0	33.0	29.7	29.2	27.8	29.5	29.6	31.9	139.3	125.0	118.7	122.3
중국	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3	15.7	93.4	88.2	69.6	72.4
연결조정	(9.3)	(8.3)	(5.4)	(6.8)	(5.2)	(4.8)	(4.9)	(5.9)	(35.2)	(29.7)	(20.8)	(21.5)
영업이익	3.9	4.2	4.2	5.7	2.4	2.9	2.6	1.6	28.0	16.7	9.5	10.4
OPM	8.6%	9.5%	9.1%	12.0%	5.9%	6.5%	6.5%	3.9%	14.2%	9.1%	5.7%	6.0%
세전이익	4.0	5.8	4.1	5.1	3.3	4.8	3.4	(1.5)	31.4	19.1	10.0	13.6
순이익	2.8	4.3	2.4	3.8	1.9	3.3	2.2	(0.1)	22.6	13.3	7.4	9.8

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 2. 지역별 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
한국	총매출액	33.0	33.0	29.7	29.2	27.8	29.5	29.6	31.9
	내부거래제거	(5.6)	(9.0)	(4.3)	(6.4)	(5.1)	(4.7)	(4.8)	(5.9)
	외부고객매출액	27.4	24.0	25.4	22.8	22.6	24.8	24.8	26.0
	OP	2.3	2.1	0.6	2.2	1.2	1.7	2.2	3.5
	OPM	8.2%	8.7%	2.3%	9.6%	5.5%	7.0%	8.8%	13.6%
중국	총매출액	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3	15.7
	내부거래제거	(1.4)	(1.5)	(1.0)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1
	외부고객매출액	20.8	17.7	20.5	24.8	18.2	19.3	16.2	15.8
	OP	1.6	2.3	3.1	2.9	1.3	0.7	0.6	(2.4)
	OPM	7.6%	13.0%	14.9%	11.6%	7.2%	3.7%	4.0%	-15.3%
	순이익	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2	1.4	1.2	(3.9)
전체	전체 매출액	48.2	41.7	45.9	47.7	40.8	44.0	41.1	41.8
	중국비중	43.2%	42.4%	44.7%	52.1%	44.6%	43.8%	39.5%	37.6%

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 3. 중국 법인별 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
북경법인	매출액	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3	15.6
	순이익	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2	1.4	1.2	(3.9)
	NIM	5.1%	9.1%	11.2%	9.5%	6.8%	7.1%	7.4%	-25.1%
연태법인	매출액			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
	순이익			0.0	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(1.4)
	NIM								
상속법인	매출액	6.1	7.0	7.1	7.1	6.9	6.9	7.4	7.9
	순이익	0.9	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
	NIM	15.0%	18.9%	16.2%	15.9%	15.3%	13.8%	13.6%	11.1%

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 4. EV/EBITDA 추이

(단위: 십억원, 배)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
시가총액	108.7	174.3	211.2	163.0	159.7	144.0	113.1	110.4	110.4
현금/투자자산	27.6	45.2	56.8	73.1	94.5	86.9	80.0	80.6	90.6
현금 및 현금성자산	21.5	23.5	18.1	23.7	35.8	47.7	73.9	74.2	84.1
정기예금	6.1	21.7	38.7	49.3	58.7	39.2	6.1	6.3	6.6
EV	81.1	129.1	154.4	89.9	65.3	57.1	33.0	29.8	19.8
영업이익	18.8	31.2	32.4	29.7	28.0	16.7	9.5	10.4	11.9
감가상각비	9.2	9.9	10.4	10.6	10.7	11.4	12.1	12.6	12.0
EBITDA	28.0	41.1	42.8	40.3	38.8	28.1	21.7	23.0	23.9
EV/EBITDA	2.9	3.1	3.6	2.2	1.7	2.0	1.5	1.3	0.8

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	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
중속/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
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	22.6	13.3	10.1	11.3	12.6
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	2018	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	6.4	8.5	10.9	9.7	8.7
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
PCFR	4.4	4.5	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA	1.3	0.9	0.9	0.7	0.4
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
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

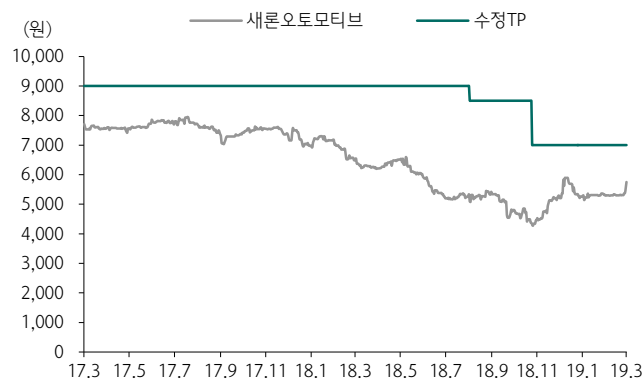
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	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
비배주주지분	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	2018	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

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	-22.21%	-11.67%
17.3.17	Neutral	9,000	-15.73%	-14.11%

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	92.2%	7.3%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 3월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 03월 22일 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.