

서연이화 (200880)

벤츠 등 타OE 수주 확대 중

2018년 이익개선. 2019년 추가 개선될 전망

2018년 매출액/영업이익은 -5%/흑자전환 변동한 1,91조원/111억원(영업이익률 0.6%, +1.2%p)을 기록했다. 한국/유럽/인도 매출액이 양호한 시장수요와 주 고객의 신차 효과로 각각 6%/5%/21% 증가했지만, 시장수요가 부진했고 주 고객의 점유율이 하락한 중국/북미 매출액이 42%/7% 감소하면서 전체 매출액이 부진했다. 또한, 전년까지 연결 대상으로 매출액에 반영되던 북경법인이 지분법 대상으로 바뀌면서 영업외로 전환된 것도 영향을 주었다(매출액/순이익 1,162억원/-53억원, 이를 감안할 경우 실질 매출액 증가율은 +0.8%). 외형 축소에도 인건비/감가상각비/지급수수료 등 각종 비용절감과 적자 법인의 영업외 전환 등에 힘입어 영업이익은 흑자 전환했다. 2019년 매출액/영업이익은 5%/169% 증가한 2.0조원/300억원(영업이익률 1.5%, +0.9%p)으로 전망한다. 전년 부진했던 중국/북미 매출액이 주 고객의 신차 투입과 출하 증가에 힘입어 증가할 것이고, 기아인도 대응을 위해 설립된 인도 아난타푸르 법인의 매출액이 신규 가세하기 때문이다. 외형 성장과 비용 절감으로 이익률도 상승할 것으로 예상된다.

벤츠/BYD 등 타OE 수주 확대 중

현대/기아에 대한 의존도를 낮추고, 성장성을 확보하기 위해 타OE 수주를 확대하고 있다. 2019년부터 북경벤츠의 세단/SUV/전기차 모델을 대상으로 도어 트림과 트렁크 트림을 순차적으로 납품할 예정이다. 총 2,520억원 규모로 북경법인(지분율 50%)에 대응하는데, 2019년 72억원, 2020년 172억원, 2021년 294억원, 2022년 464억원, 2023년 484억원으로 그 규모가 확대될 것으로 예상된다(모델별 5년 납품 가정). 중국 비야디(BYD)로부터의 수주는 2019년부터 장사 법인에서 연간 200억원 규모(총 985억원)의 범퍼/가니쉬 등을 납품할 계획이다. 관련 업체들의 합산 납품은 2019년 270억원, 2020년 540억원, 2021년 660억원 규모로 늘어나게 된다. 이외에도 중국/유럽에서 타OE로의 납품을 목표하고 있다. 타OE 매출액은 현재 전사 매출액의 10% 미만인데, 벤츠/BYD 등으로부터의 납품이 시작되면서 점차 그 비중이 높아질 것으로 예상된다.

P/E는 높지만, P/S와 P/B는 낮은 편

2019년 추정 실적을 기준 P/E 20배로 단기로는 높지만, P/S 0.09배, P/B 0.28배로 외형/자산에 비해서는 낮은 배수를 형성하고 있다. 중기로는 주 고객사의 출하 회복과 타OE로의 고객 다변화를 통해 외형 성장과 수익성 회복이 가능한 바 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있다.

Company Visit Note

Not Rated

CP(4월 2일): 6,400원

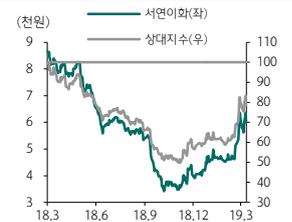
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.18
52주 최고/최저(원)	8,800/3,820
시가총액(십억원)	173.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	27,028.4
60일 평균 거래량(천주)	234.0
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.56
외국인지분율(%)	10.19
주요주주 지분율(%)	서연 외 5인 57.06
	0.00
추가상승률	1M 6M 12M
절대	28.0 11.5 (25.6)
상대	29.1 18.3 (16.5)

Consensus Data

	2019	2020
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

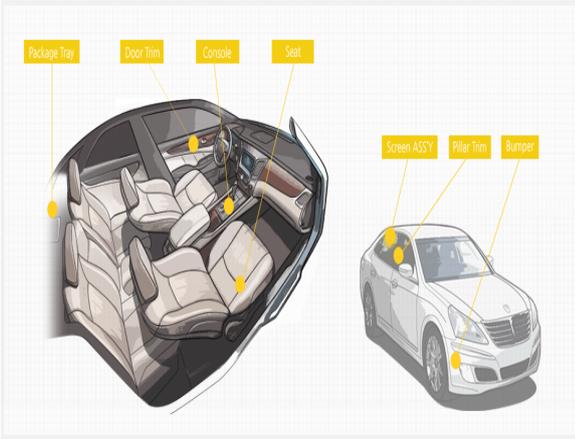
투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	1,125.0	2,289.4	2,402.9	2,007.5	1,906.9
영업이익	십억원	60.3	118.5	107.8	(12.2)	11.1
세전이익	십억원	64.7	109.0	137.9	(27.0)	16.9
순이익	십억원	51.8	79.6	91.4	34.1	(6.6)
EPS	원	3,820	2,945	3,382	1,263	(245)
증감률	%	n/a	(22.9)	14.8	(62.7)	적전
PER	배	3.60	5.14	4.14	7.95	N/A
PBR	배	0.73	0.68	0.57	0.41	0.18
EV/EBITDA	배	4.90	3.30	3.28	6.71	5.71
ROE	%	20.32	14.34	14.40	5.12	(1.00)
BPS	원	18,853	22,242	24,734	24,679	24,220
DPS	원	150	150	150	150	100



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

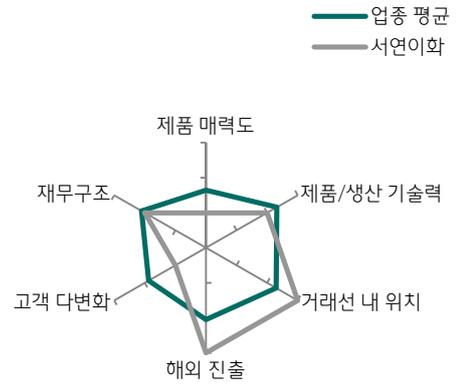
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



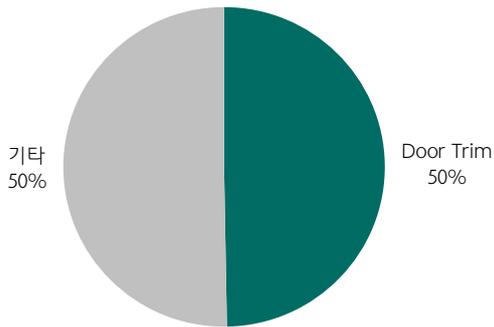
자료: 서연이화, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



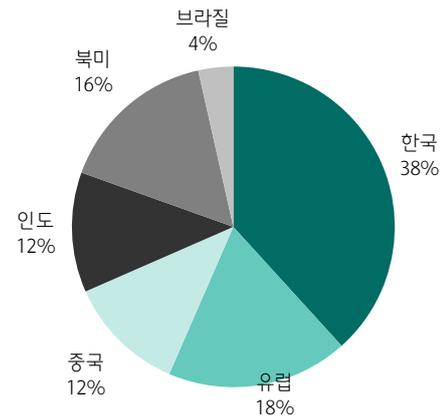
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



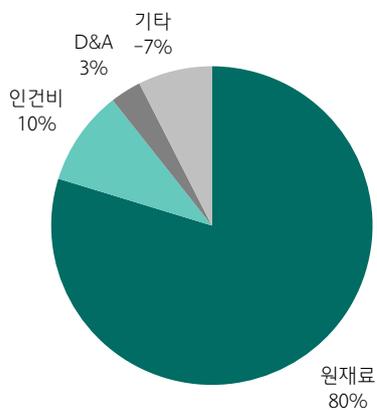
자료: 서연이화, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



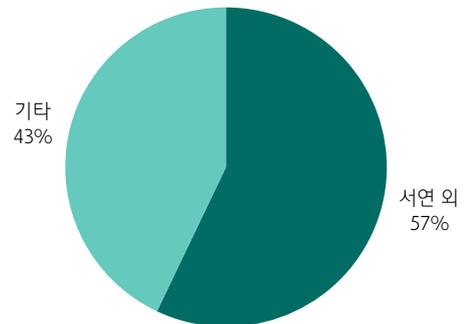
자료: 서연이화, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 서연이화, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 서연이화, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액	560.0	484.5	491.9	471.0	435.4	458.2	449.4	563.9
영업이익	30.7	4.4	(12.4)	(34.9)	6.1	9.5	(5.6)	1.2
영업이익률	5.5%	0.9%	-2.5%	-7.4%	1.4%	2.1%	-1.3%	0.2%
순이익	14.8	(17.0)	91.1	(54.7)	1.7	4.0	(11.5)	(0.8)

자료: 서연이화, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

종속기업명	지분율	자산	부채	매출액	순이익
(주)서연오토비전	100%	582.3	276.0	399.8	(7.5)
(주)서연인더스트리	100%	2.2	0.5	4.1	0.2
SEOYON E-HWA Interior Systems Alabama, L.L.C.	100%	106.9	92.0	124.0	(5.5)
SEOYON E-HWA Interior Systems Georgia Inc.	100%	54.9	32.4	70.3	(6.2)
SEOYON E-HWA Automotive Slovakia s.r.o.	100%	204.4	128.9	346.3	3.3
SEOYON E-HWA AUTOMOTIVE INDIA PRIVATE	100%	138.1	82.3	230.9	5.8
SEOYON E-HWA Automotive Chennai Private Limited	100%	23.5	14.9	33.9	0.3
SEOYON E-HWA FABRICACAO DE SISTEMA INTERIOR AUTOMOTIVO BRASIL LTDA.	100%	29.4	63.6	67.5	(8.0)
LIAONING SEOYON E-HWA Automotive Parts Co.,Ltd.	100%	24.5	14.6	6.4	(3.6)
SEOYON E-HWA Automotive Mexico S. de R.L. de C.V.	100%	118.3	104.3	118.7	0.4
SEOYON E-HWA SUMMIT AUTOMOTIVE ANANTAPUR PRIVATE LIMITED	60%	51.9	21.5	-	(1.8)

자료: 서연이화, 하나금융투자

표 3. 주요 지분법 자회사 현황

(단위: 십억원)

구분	지분율	자산	부채	매출액	순이익
ASSAN HANIL OTOMOTIV SANAYI VETICARET ANONIM SIRKETI	40%	200.7	113.2	249.3	24.5
ZHEJIANG HANIL LIMIN AUTOMOTIVE CO., LTD. AUTOMOTIVE CO., LTD.	25%	25.7	2.8	17.1	0.9
JIANGSU HANIL JINTECH PAINTING Co., LTD. PAINTING Co., LTD	20%	10.2	4.1	6.1	(1.3)
BAIC HANIL(CHONGQING) AUTOMOTIVE TRIM CO.,LTD. AUTOMOTIVE TRIM CO.,LTD.	50%	61.2	54.4	15.1	(4.4)
BAIC HANIL(CANGZHOU) AUTOMOTIVE TRIM CO., LTD.	50%	57.2	52.7	37.7	0.3
BEIJING HAINACHUAN SEOYON AUTOMOTIVE TRIM CO., LTD	50%	91.6	82.4	116.3	(5.3)

자료: 서연이화, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	1,125.0	2,289.4	2,402.9	2,007.5	1,906.9
매출원가	1,007.2	2,038.9	2,159.3	1,874.1	1,734.0
매출총이익	117.8	250.5	243.6	133.4	172.9
판관비	57.5	132.0	135.7	145.6	161.7
영업이익	60.3	118.5	107.8	(12.2)	11.1
금융손익	0.2	(22.6)	7.0	(28.4)	(8.2)
중속/관계기업손익	(0.3)	5.6	10.2	5.8	5.1
기타영업외손익	4.5	7.4	12.8	7.8	8.9
세전이익	64.7	109.0	137.9	(27.0)	16.9
법인세	11.2	27.6	44.0	(57.4)	25.0
계속사업이익	53.5	81.3	93.9	30.4	(8.1)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.5	81.3	93.9	30.4	(8.1)
비지배주주지분순이익	1.7	1.7	2.5	(3.7)	(1.5)
지배주주순이익	51.8	79.6	91.4	34.1	(6.6)
지배주주지분포괄이익	80.8	95.3	71.4	9.2	(8.7)
NOPAT	49.8	88.4	73.4	13.7	(5.3)
EBITDA	93.4	183.3	187.5	63.1	81.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	103.5	5.0	(16.5)	(5.0)
NOPAT증가율	N/A	77.5	(17.0)	(81.3)	적전
EBITDA증가율	N/A	96.3	2.3	(66.3)	28.5
영업이익증가율	N/A	96.5	(9.0)	적전	흑전
(지배주주)순이익증가율	N/A	53.7	14.8	(62.7)	적전
EPS증가율	N/A	(22.9)	14.8	(62.7)	적전
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	10.9	10.1	6.6	9.1
EBITDA이익률	8.3	8.0	7.8	3.1	4.3
영업이익률	5.4	5.2	4.5	(0.6)	0.6
계속사업이익률	4.8	3.6	3.9	1.5	(0.4)
투자지표					
주당지표(원)	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	3,820	2,945	3,382	1,263	(245)
BPS	18,853	22,242	24,734	24,679	24,220
CFPS	7,917	7,510	7,516	2,661	3,760
EBITDAPS	6,891	6,780	6,938	2,335	3,000
SPS	83,015	84,704	88,902	74,272	70,550
DPS	150	150	150	150	100
추가지표(배)					
PER	3.6	5.1	4.1	8.0	N/A
PBR	0.7	0.7	0.6	0.4	0.2
PCFR	1.7	2.0	1.9	3.8	1.2
EV/EBITDA	4.9	3.3	3.3	6.7	5.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	20.3	14.3	14.4	5.1	(1.0)
ROA	7.1	5.0	5.2	1.9	(0.4)
ROIC	16.2	13.0	9.3	1.8	(0.6)
부채비율	180.4	178.6	165.1	162.4	154.5
순부채비율	13.9	30.4	33.2	21.7	49.6
이자보상배율(배)	12.6	10.7	7.9	(0.8)	0.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	912.5	950.3	992.6	1,002.5	853.2
금융자산	274.1	309.9	300.6	363.9	188.0
현금성자산	262.6	239.7	231.7	305.4	132.1
매출채권 등	472.2	471.2	459.2	337.6	468.9
재고자산	93.1	98.9	114.0	101.3	112.2
기타유동자산	73.1	70.3	118.8	199.7	84.1
비유동자산	552.9	753.7	809.2	762.3	843.1
투자자산	23.3	93.1	103.9	84.3	62.6
금융자산	2.3	53.4	55.9	44.6	4.8
유형자산	485.8	617.5	639.0	615.2	700.8
무형자산	35.7	37.1	29.9	24.8	24.5
기타비유동자산	8.1	6.0	36.4	38.0	55.2
자산총계	1,465.4	1,704.0	1,801.8	1,764.8	1,696.2
유동부채	830.1	970.5	999.0	1,019.2	864.9
금융부채	269.5	404.0	437.9	463.5	390.2
매입채무 등	510.1	518.4	482.1	426.4	456.4
기타유동부채	50.5	48.1	79.0	129.3	18.3
비유동부채	112.7	121.9	123.2	73.0	164.7
금융부채	77.6	91.6	87.9	46.5	128.5
기타비유동부채	35.1	30.3	35.3	26.5	36.2
부채총계	942.7	1,092.4	1,122.2	1,092.2	1,029.6
지배주주지분	509.5	601.0	668.4	666.9	654.5
자본금	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
자본잉여금	415.3	415.7	415.7	415.7	416.0
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	29.7	47.4	27.4	(0.3)	2.3
이익잉여금	51.1	124.6	211.9	238.1	222.8
비지배주주지분	13.2	10.5	11.2	5.8	12.1
자본총계	522.7	611.5	679.6	672.7	666.6
손금유부채	72.9	185.7	225.3	146.1	330.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	33.0	136.0	116.5	140.9	(30.2)
당기순이익	53.5	81.3	93.9	30.4	(8.1)
조정	41.9	80.5	60.5	79.2	85.0
감가상각비	33.1	64.8	79.7	75.3	69.9
외환거래손익	15.9	44.8	42.8	40.7	44.0
지분법손익	(2.3)	(5.8)	(10.2)	(26.8)	(20.5)
기타	(4.8)	(23.3)	(51.8)	(10.0)	(8.4)
영업활동자산부채변동	(62.4)	(25.8)	(37.9)	31.3	(107.1)
투자활동 현금흐름	(47.1)	(288.0)	(145.9)	(91.4)	(200.7)
투자자산감소(증가)	(22.7)	(61.6)	5.9	37.9	37.0
유형자산감소(증가)	(37.8)	(165.6)	(112.0)	(101.3)	(169.5)
기타	13.4	(60.8)	(39.8)	(28.0)	(68.2)
재무활동 현금흐름	39.2	127.2	26.1	48.2	57.6
금융부채증가(감소)	347.0	148.6	30.3	(15.9)	8.7
자본증가(감소)	428.8	0.4	0.0	0.0	0.4
기타재무활동	(736.6)	(13.0)	1.2	69.3	52.6
배당지급	(0.0)	(8.8)	(5.4)	(5.2)	(4.1)
현금의 증감	26.6	(22.9)	(8.1)	73.8	(173.3)
Unlevered CFO	107.3	203.0	203.2	71.9	101.6
Free Cash Flow	(13.4)	(62.5)	(39.5)	2.4	(210.3)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서연이화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

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	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 1일

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 2019년 04월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 04월 03일 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.