

상신브레이크 (041650)

브레이크패드를 넘어 Axle Ass'y로 영역 확대

중국 부진 vs. 보수용 제품의 수출 증가

2019년 매출액/영업이익은 0%/37% 감소한 3,775억원/130억원(영업이익률 3.4%, -2.1%p)으로 전망한다. 중국 시장수요의 감소로 무석/사천법인의 실적이 부진(매출액/영업이익 -20%/적자확대 (YoY))한 가운데, 생산설비를 생산하는 상신이엔지의 실적 역시 감소할 전망이다. 반면, 주력인 브레이크패드는 내수 정체에도 불구하고, 북미/아시아 위주로 보수용 제품의 수출이 증가(+6% (YoY))하면서 3% (YoY) 성장할 것이다. 영업이익률이 하락하는 이유는 한국/미국법인의 실적회복과 인도법인의 흑자 전환에도 불구하고, 중국/멕시코법인의 적자 확대와 상신이엔지의 이익감소, 그리고 신설된 미국 상용차 Axle 조립법인의 초기 적자 등에 기인한다. 멕시코법인은 생산 2년차에 접어들면서 북미 보수용 제품의 생산을 늘면서 외형이 성장하고 있어 향후 적자폭이 축소될 전망이다.

미국 상용차 Axle 조립법인인 STA 설립

상신브레이크는 2018년 9월 미국 조지아주에 Sangsin Technology America(이후 STA, 지분 100%, 2분기말 자본총계 162억원)를 설립한 후 2019년 9월부터 양산준비에 들어간다. STA는 Air Disc Brake와 Axle 등을 내부/외부에서 구매하여 트레일러용 Axle Ass'y를 조립하여 납품하는 것을 사업목적으로 한다. 미국 트레일러용 Axle Ass'y 시장의 규모는 연 31만대 수준인데, STA는 약 2만대 생산규모를 기반으로 연말부터 현지 트레일러 제조업체를 대상으로 영업을 시작할 계획이다. STA는 신설법인으로 감가상각비와 인건비 부담으로 상반기 14억원의 영업적자를 기록했는데, 내년 매출액이 본격화되기 전까지 초기 적자가 이어질 전망이다. 기존 북미에서 진행하는 보수용 자동차 브레이크패드 사업과는 달리 Axle Ass'y 사업은 트레일러 생산업체형 B2B 제품이라는 점에서 초기 시장진입에 성공하면, 대량 주문과 높은 단가로 외형성장에 기여할 것이다. 향후 STA의 수주/매출액 추이를 지켜볼 필요가 있다.

P/B 0.4배 중반. 중기로 이익 창출력 회복을 기다릴 때

2019년 실적 기준으로 P/S 0.2배 초반, P/B 0.4배 중반, P/E 16배 수준이다. 보수용 브레이크패드의 수출 증가에도 불구하고, 중국법인의 부진과 신설법인들(멕시코법인과 STA)의 초기 적자로 이익 창출력이 약화된 상태이다. 하지만, 멕시코법인의 적자가 감소하고 있고, 중국법인들도 구조조정으로 고정비 부담을 낮추어 놓은 상태로 시장수요 회복을 기다릴 수 있어 향후 연결 이익의 중요 변수는 신설된 STA의 초기 성과라는 판단이다. 낮은 P/B Valuation과 2.6%의 기대 배당수익률(2018년 주당 배당금 100원 유지 전망)이 하방을 지지하고 있어 중기로 이익 창출력 회복을 기다릴만한 추가 수준이라는 판단이다.

Company Visit Note

Not Rated

CP(9월 30일): 3,945원

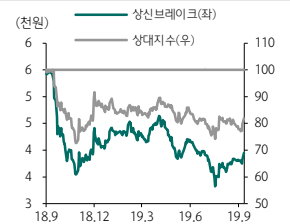
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,063.05
52주 최고/최저(원)	5,450/3,325
시가총액(십억원)	84.7
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	21,471.5
60일 평균 거래량(천주)	32.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	2.53
외국인지분율(%)	3.21
주요주주 지분율(%)	
정성한 외 18인	46.61
신영자산운용	14.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.5 (5.1) (27.6)
상대	0.6 (1.5) (17.8)

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	336.5	363.0	379.6	384.5	378.7
영업이익	십억원	26.6	36.0	30.9	35.9	20.7
세전이익	십억원	24.4	34.6	28.0	31.2	15.4
순이익	십억원	19.9	26.2	19.5	23.0	8.2
EPS	원	926	1,220	906	1,073	382
증감률	%	17.4	31.7	(25.7)	18.4	(64.4)
PER	배	6.95	6.04	7.49	7.08	11.06
PBR	배	1.15	1.09	0.90	0.93	0.51
EV/EBITDA	배	6.01	5.20	5.16	5.28	5.42
ROE	%	19.24	21.30	13.57	14.50	4.91
BPS	원	5,618	6,771	7,519	8,209	8,282
DPS	원	160	170	160	170	100



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

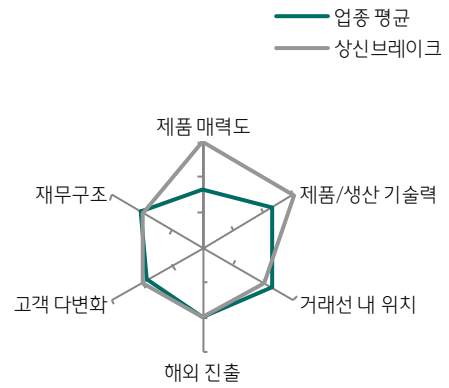
RA 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



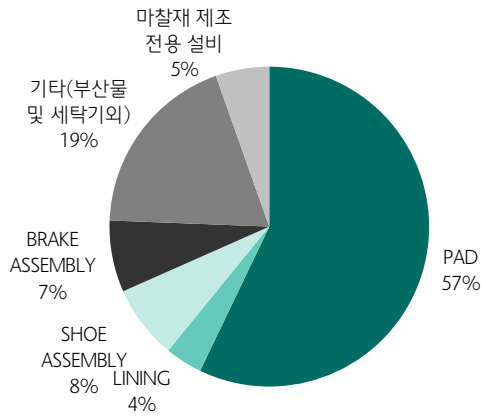
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



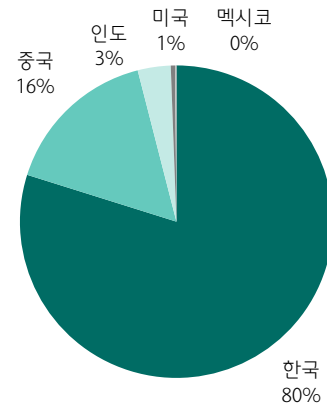
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



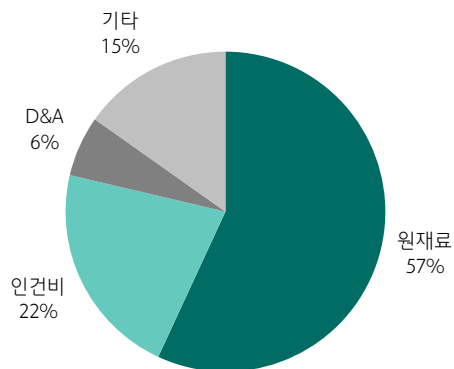
자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



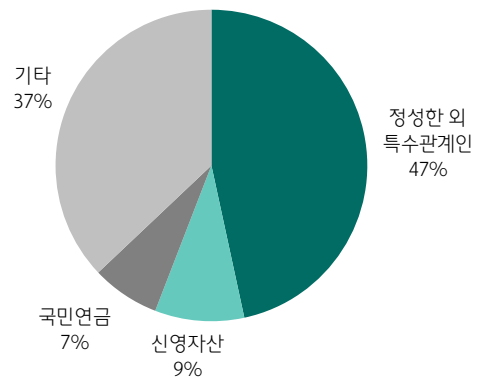
주: 2018년 연간 기준
 자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 상신브레이크, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	94.7	96.0	97.4	96.5	94.4	101.6	90.1	92.7	90.5	102.5
영업이익	9.8	8.2	8.1	9.8	7.0	5.5	2.9	5.2	1.3	5.2
영업이익률	10.4%	8.6%	8.3%	10.2%	7.4%	5.4%	3.2%	5.6%	1.5%	5.1%
지배주주 순이익	4.5	6.9	6.1	5.6	5.3	0.7	(0.4)	2.7	0.4	2.0

자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

종속기업명	지분율	총자산	총부채	매출액	순이익
산도테크(주)	78%	13.1	8.9	10.4	0.4
산도브레이크(주)	85%	6.9	3.2	6.0	(0.4)
상신이엔지(주)	70%	30.4	11.4	21.1	4.6
에이비테크(주)	86%	24.2	15.5	14.3	0.2
상신제동계통(무석)(유)	100%	100.4	61.6	39.0	(0.8)
사천상신제동계통(유)	100%	21.0	17.5	3.4	(1.3)
Sangsin Brake India Pvt. Ltd.	100%	19.0	13.2	8.4	(0.7)
Sangsin Brake America Inc.	100%	2.6	0.1	1.0	0.2
Sangsin Brake Mexico S. DE R.L. DE C.V.	100%	47.2	24.6	5.2	(2.2)
Sangsin Technology America, Inc.	100%	19.5	3.3	-	(1.2)

자료: 상신브레이크, 하나금융투자

표 3. 주요 지분법 자회사 현황

(단위: 십억원)

기업	지분율	총자산	총부채	매출액	순이익
에프에이월드	10%	1.3	0.3	1.3	0.1

주: 지분율 20% 미만이지만, 유의적인 영향력으로 관계기업으로 분류됨

자료: 상신브레이크, 하나금융투자

추정 재무제표

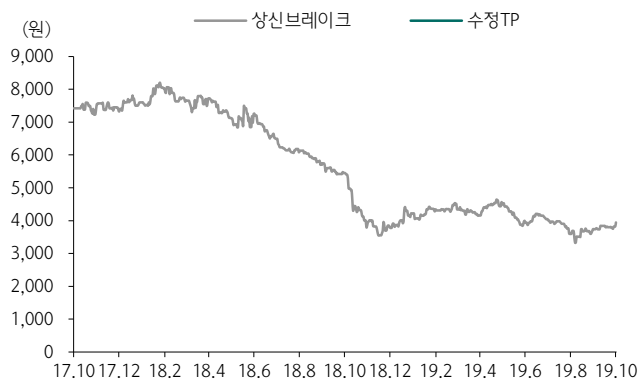
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	336.5	363.0	379.6	384.5	378.7
매출원가	262.4	272.6	287.2	286.9	293.5
매출총이익	74.1	90.4	92.4	97.6	85.2
판매비	47.5	54.4	61.5	61.7	64.4
영업이익	26.6	36.0	30.9	35.9	20.7
금융손익	(4.3)	(4.2)	(3.7)	(4.4)	(5.9)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	2.8	0.7	(0.3)	0.6
세전이익	24.4	34.6	28.0	31.2	15.4
법인세	5.5	7.2	7.8	7.1	5.5
계속사업이익	18.9	27.4	20.2	24.1	9.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.9	27.4	20.2	24.1	9.9
비지배주주지분순이익	(1.0)	1.2	0.7	1.1	1.7
지배주주순이익	19.9	26.2	19.5	23.0	8.2
지배주주지분포괄이익	17.3	27.8	19.4	17.9	6.7
NOPAT	20.7	28.5	22.3	27.8	13.4
EBITDA	42.1	53.6	48.8	53.3	39.8
성장성(%)					
매출액증가율	10.2	7.9	4.6	1.3	(1.5)
NOPAT증가율	1.5	37.7	(21.8)	24.7	(51.8)
EBITDA증가율	3.7	27.3	(9.0)	9.2	(25.3)
영업이익증가율	1.9	35.3	(14.2)	16.2	(42.3)
(지배주주)순이익증가율	17.8	31.7	(25.6)	17.9	(64.3)
EPS증가율	17.4	31.7	(25.7)	18.4	(64.4)
수익성(%)					
매출총이익률	22.0	24.9	24.3	25.4	22.5
EBITDA이익률	12.5	14.8	12.9	13.9	10.5
영업이익률	7.9	9.9	8.1	9.3	5.5
계속사업이익률	5.6	7.5	5.3	6.3	2.6
투자지표					
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	926	1,220	906	1,073	382
BPS	5,618	6,771	7,519	8,209	8,282
CFPS	2,205	3,034	2,977	2,757	2,320
EBITDAPS	1,961	2,495	2,272	2,483	1,854
SPS	15,672	16,907	17,677	17,908	17,637
DPS	160	170	160	170	100
주가지표(배)					
PER	7.0	6.0	7.5	7.1	11.1
PBR	1.1	1.1	0.9	0.9	0.5
PCFR	2.9	2.4	2.3	2.8	1.8
EV/EBITDA	6.0	5.2	5.2	5.3	5.4
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2
재무비율(%)					
ROE	19.2	21.3	13.6	14.5	4.9
ROA	7.0	8.2	5.7	6.1	2.0
ROIC	9.6	11.3	8.3	9.9	4.5
부채비율	165.3	140.0	126.6	132.2	147.5
순부채비율	98.4	83.7	65.2	66.1	68.8
이자보상배율(배)	7.3	9.2	8.2	7.8	3.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	152.0	164.7	183.3	209.0	236.2
금융자산	8.5	11.3	17.0	38.3	55.9
현금성자산	6.2	9.5	13.7	29.1	34.8
매출채권 등	79.7	88.0	100.4	99.9	90.9
재고자산	58.0	59.5	57.1	59.8	77.3
기타유동자산	5.8	5.9	8.8	11.0	12.1
비유동자산	149.3	169.7	169.7	189.0	193.1
투자자산	3.0	3.6	3.1	2.5	2.9
금융자산	3.0	3.6	3.1	2.5	2.3
유형자산	141.0	157.3	157.1	173.2	175.4
무형자산	5.2	6.8	5.8	8.4	8.3
기타비유동자산	0.1	2.0	3.7	4.9	6.5
자산총계	301.3	334.4	353.1	398.0	429.3
유동부채	151.1	154.9	150.8	165.4	190.4
금융부채	94.9	97.5	83.9	101.6	124.1
매입채무 등	50.6	49.0	59.1	59.1	60.0
기타유동부채	5.6	8.4	7.8	4.7	6.3
비유동부채	36.6	40.2	46.4	61.2	65.5
금융부채	25.3	30.4	34.7	50.0	51.1
기타비유동부채	11.3	9.8	11.7	11.2	14.4
부채총계	187.7	195.0	197.3	226.6	255.8
지배주주지분	110.7	135.3	151.4	166.2	167.9
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	(2.4)	(1.5)	(2.8)	(7.5)	(7.0)
이익잉여금	100.8	124.7	142.0	161.5	162.6
비지배주주지분	2.9	4.0	4.4	5.2	5.6
자본총계	113.6	139.3	155.8	171.4	173.5
손금유부채	111.7	116.6	101.6	113.3	119.4
현금흐름표					
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	13.4	38.7	32.4	29.8	17.0
당기순이익	18.9	27.4	20.2	24.1	9.9
조정	20.1	26.9	30.1	20.6	30.1
감가상각비	15.5	17.6	17.9	17.4	19.1
외환거래손익	2.2	4.2	6.4	9.9	10.6
지분법손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	2.4	5.1	5.8	(6.7)	0.4
영업활동자산부채변동	(25.6)	(15.6)	(17.9)	(14.9)	(23.0)
투자활동 현금흐름	(32.9)	(37.8)	(15.1)	(49.9)	(30.9)
투자자산감소(증가)	(0.5)	(0.6)	0.5	0.6	(0.3)
유형자산감소(증가)	(33.4)	(35.9)	(14.0)	(40.5)	(17.6)
기타	1.0	(1.3)	(1.6)	(10.0)	(13.0)
재무활동 현금흐름	13.8	2.7	(13.1)	37.4	20.1
금융부채증가(감소)	16.4	7.7	(9.3)	33.0	23.7
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	(1.8)	(0.1)	7.8	0.1
배당지급	(2.8)	(3.2)	(3.7)	(3.4)	(3.7)
현금의 증감	(5.9)	3.3	4.3	15.3	5.7
Unlevered CFO	47.3	65.1	63.9	59.2	49.8
Free Cash Flow	(21.0)	1.5	17.9	(10.8)	(1.0)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

상신브레이크



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	89.1%	10.2%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 9월 29일

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 10월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 10월 01일 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.