

새론오토모티브 (075180)

와신상담(臥薪嘗膽)

추가적인 추가하락 보다는 상승 모멘텀을 기다릴 것

새론오토모티브에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 실적 추정 하향을 이유로 목표주가는 기존 7,000원에서 6,000원(목표 P/B 0.5배)로 하향한다. 3분기 실적은 중국 법인들의 매출 감소와 고정비 증가로 적자 전환했다. 중국 내 신공장의 양산이 시작된 현재, 낮아진 가동률을 개선할 수 있는 시장수요의 회복을 기다려야 할 것이다. 단기 실적 모멘텀이 부족하지만, 순현금 수준의 시가총액이 주가의 추가적인 하락은 제어할 수 있다는 판단이다.

3Q19 Review: 영업이익률 -2.7% 기록

2019년 3분기 매출액/영업이익은 -9%/적자전환 (YoY) 변동한 374억원/-10억원(영업이익률 -2.7%, -9.2%p)을 기록했다. 한국 매출액이 3% (YoY) 감소한 가운데, 중국 매출액은 시장수요 부진과 고객사의 출하감소 여파로 21% (YoY) 감소했다. 중국 법인의 매출액은 최근 3년간 지속적으로 감소하면서 2016년 분기 평균 230억원에서 현재는 130억원 수준으로 감소해 있다. 외형 축소로 인한 고정비 부담과 중국 신공장으로 인한 감가상각비 증가 등으로 수익성이 급락하면서 영업적자를 기록했다. 중국 신공장인 연태 법인은 3분기 매출액/순이익이 13억원/-23억원을 기록했다. 영업적자에도 불구하고, 영업외 외환손익의 증가에 힘입어 세전이익/순이익은 흑자를 기록했다. 지분법 대상인 상숙 법인의 3분기 매출액/순이익은 41%/20% 증가했고, 순이익률은 11.5%(-2.1%p (YoY))를 기록했다.

신공장 증설 중 시작된 중국 내 수요부진이 뼈 아픈 현재

새론오토모티브는 중국 내 폭스바겐/GM/현대차/기아차 등을 고객으로 2013년~2016년까지 연간 940억원 수준의 매출액을 기록했다. 중국 북경 공장의 가동률이 100%에 육박하고, 합작회사인 상숙법인(지분율 50%)에 대한 활용도도 제한을 받자 연태 지역에 2공장을 건설하기로 했다. GM과 코럴OE를 목표 고객으로 하여 2017년부터 건설을 시작한 후 전년 말 완공되어 금년 2분기부터 본격적인 양산을 시작했다. 아쉬운 점은 신설 결정을 할 당시와 양산을 시작한 현재의 상황이 크게 다르다는 것이다. 시장수요는 3년째 감소하고 있고, 주요 고객사들의 출하도 부진하다. 결과로 북경 공장의 가동률이 하락했고, 신설된 연태 공장은 감가상각비/인건비 부담을 안게 되면서 중국 법인의 수익성이 급락한 것이다. 다만, 현재의 수익성은 부진한 상황이지만, 상숙 법인의 사례처럼 수요가 반등할 경우 매출 증가를 통한 고정비 레버리지 효과가 발생할 것이라는 점은 장기 투자자에게 기회를 제공할 수 있다는 판단이다. 현재의 시가총액 873억원은 보유 순현금인 836억원 수준이기 때문이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 6,000원(하향) | CP(11월 18일): 4,545원

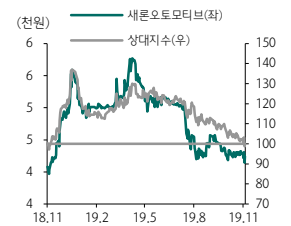
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,162.18
52주 최고/최저(원)	6,070/4,270
시가총액(십억원)	87.3
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	19,200.0
60일 평균 거래량(천주)	5.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.0
19년 배당금(예상, 원)	150
19년 배당수익률(예상, %)	3.30
외국인지분율(%)	68.66
주요주주 지분율(%)	
Nisshinbo Industries INC	65.01
외 1인	
김형민 외 1인	10.51
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.2) (17.2) 6.4
상대	(4.6) (19.9) 2.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	176.8	187.4
영업이익(십억원)	12.7	14.5
순이익(십억원)	11.3	12.6
EPS(원)	589	656
BPS(원)	12,260	12,766

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	183.5	167.6	154.8	159.8	167.8
영업이익	십억원	16.7	9.5	(3.7)	1.3	2.7
세전이익	십억원	19.1	10.0	2.3	5.5	7.9
순이익	십억원	13.3	7.4	2.4	4.1	5.9
EPS	원	691	385	124	216	307
증감률	%	(41.2)	(44.3)	(67.8)	74.2	42.1
PER	배	10.85	15.30	36.61	21.07	14.79
PBR	배	0.66	0.51	0.39	0.39	0.39
EV/EBITDA	배	2.04	1.34	0.66	0.17	N/A
ROE	%	6.12	3.35	1.07	1.86	2.63
BPS	원	11,439	11,581	11,555	11,621	11,778
DPS	원	150	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)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	17A	18A	19F	20F
매출액	40.8	44.0	41.1	41.7	37.6	37.4	37.4	42.4	183.5	167.6	154.8	159.8
한국	27.8	29.5	29.6	31.9	29.2	30.4	28.8	32.7	125.0	118.7	121.1	123.5
중국	18.2	19.4	16.3	15.7	13.6	12.5	12.9	13.9	88.2	69.6	52.9	56.1
연결조정	(5.2)	(4.8)	(4.9)	(5.9)	(5.2)	(5.5)	(4.3)	(4.2)	(29.7)	(20.8)	(19.2)	(19.8)
영업이익	2.4	2.9	2.6	1.6	(1.7)	(2.4)	(1.0)	1.4	16.7	9.5	(3.7)	1.3
OPM	5.9%	6.5%	6.5%	3.9%	-4.4%	-6.4%	-2.7%	3.3%	9.1%	5.7%	-2.4%	0.8%
세전이익	3.3	4.8	3.4	(1.5)	0.3	(1.5)	0.3	3.2	19.1	10.0	2.3	5.5
순이익	1.9	3.3	2.2	(0.1)	0.4	(0.9)	0.2	2.7	13.3	7.4	2.4	4.1

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 2. 지역별 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
한국	총매출액	33	33	29.7	29.2	27.8	29.5	29.6	31.9	29.2	30.4	28.8
	내부거래제거	(5.6)	(9.0)	(4.3)	(6.4)	(5.1)	(4.7)	(4.8)	(5.9)	(5.2)	(5.3)	(4.0)
	외부고객매출액	27.4	24.0	25.4	22.8	22.6	24.8	24.8	26.0	24.0	25.1	24.8
	OP	2.3	2.1	0.6	2.2	1.2	1.7	2.2	3.5	1.4	1.7	0.8
	OPM	8.2%	8.7%	2.3%	9.6%	5.5%	7.0%	8.8%	13.6%	5.9%	6.7%	3.2%
중국	총매출액	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3	15.7	13.6	12.5	12.9
	내부거래제거	(1.4)	(1.5)	(1.0)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.0	(0.2)	(0.3)
	외부고객매출액	20.8	17.7	20.5	24.8	18.2	19.3	16.2	15.8	13.6	12.4	12.6
	OP	1.6	2.3	3.1	2.9	1.3	0.7	0.6	(2.4)	(2.8)	(4.2)	(2.6)
	OPM	7.6%	13.0%	14.9%	11.6%	7.2%	3.7%	4.0%	-15.3%	-20.8%	-34.1%	-20.3%
	순이익	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2	1.4	1.2	(3.9)	(1.1)	(1.9)	(1.4)
전체	전체 매출액	48.2	41.7	45.9	47.7	40.8	44.0	41.1	41.8	37.6	37.4	37.4
	중국비중	43%	42%	45%	52%	44%	44%	40%	38%	36%	33%	34%

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

표 3. 중국 법인별 실적 추이

(단위: 십억원)

법인	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
북경법인	매출액	22.2	19.2	21.5	25.3	18.2	19.4	16.3	15.6	13.3	11.0	11.7
	순이익	1.1	1.7	2.4	2.4	1.2	1.4	1.2	(3.9)	(1.1)	(1.9)	(1.4)
	NIM	5.1%	9.1%	11.2%	9.5%	6.8%	7.1%	7.4%	-25.1%	-8.5%	-17.2%	-12.4%
연태법인	매출액			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	1.5	1.3
	순이익			0.0	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(1.4)	(1.1)	(2.2)	(2.3)
	NIM											
상속법인	매출액	6.1	7.0	7.1	7.1	6.9	6.9	7.4	7.9	7.7	8.5	10.5
	순이익	0.9	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	1.2
	NIM	15.0%	18.9%	16.2%	15.9%	15.3%	13.8%	13.6%	11.1%	11.3%	9.3%	11.5%

자료: 새론오토모티브, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	183.5	167.6	154.8	159.8	167.8
매출원가	152.1	142.8	144.0	143.8	150.2
매출총이익	31.4	24.8	10.8	16.0	17.6
판매비	14.7	15.2	14.5	14.6	14.8
영업이익	16.7	9.5	(3.7)	1.3	2.7
금융손익	0.8	1.7	2.7	1.7	2.1
중속/관계기업손익	2.3	1.8	1.9	2.0	2.1
기타영업외손익	(0.7)	(3.1)	1.3	0.5	0.9
세전이익	19.1	10.0	2.3	5.5	7.9
법인세	5.8	2.6	(0.1)	1.4	2.0
계속사업이익	13.3	7.4	2.4	4.1	5.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.3	7.4	2.4	4.1	5.9
비지배주주지분손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	13.3	7.4	2.4	4.1	5.9
지배주주지분포괄이익	9.1	5.6	2.4	4.1	5.9
NOPAT	11.6	7.0	(3.8)	1.0	2.1
EBITDA	28.1	21.7	8.9	13.3	14.2
성장성(%)					
매출액증가율	(7.1)	(8.7)	(7.6)	3.2	5.0
NOPAT증가율	(42.3)	(39.7)	적전	흑전	110.0
EBITDA증가율	(27.6)	(22.8)	(59.0)	49.4	6.8
영업이익증가율	(40.4)	(43.1)	적전	흑전	107.7
(지배주주)순이익증가율	(41.2)	(44.4)	(67.6)	70.8	43.9
EPS증가율	(41.2)	(44.3)	(67.8)	74.2	42.1
수익성(%)					
매출총이익률	17.1	14.8	7.0	10.0	10.5
EBITDA이익률	15.3	12.9	5.7	8.3	8.5
영업이익률	9.1	5.7	(2.4)	0.8	1.6
계속사업이익률	7.2	4.4	1.6	2.6	3.5

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	691	385	124	216	307
BPS	11,439	11,581	11,555	11,621	11,778
CFPS	1,306	1,063	584	822	876
EBITDAPS	1,463	1,129	465	693	739
SPS	9,555	8,727	8,063	8,322	8,738
DPS	150	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	10.9	15.3	36.6	21.1	14.8
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	5.7	5.5	7.8	5.5	5.2
EV/EBITDA	2.0	1.3	0.7	0.2	N/A
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	6.1	3.3	1.1	1.9	2.6
ROA	5.0	2.8	0.9	1.6	2.2
ROIC	9.5	5.2	(2.7)	0.7	1.5
부채비율	21.4	20.1	18.7	19.2	19.8
순부채비율	(39.5)	(37.8)	(36.7)	(38.1)	(39.4)
이자보상배율(배)	6,467.9	3,577.1	(1,373.1)	499.9	1,027.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	169.8	150.0	144.8	150.5	157.9
금융자산	86.9	84.1	81.5	85.1	89.2
현금성자산	47.7	73.9	71.8	75.2	79.1
매출채권 등	53.8	39.4	36.4	37.6	39.5
재고자산	22.3	16.9	18.1	18.7	19.6
기타유동자산	6.8	9.6	8.8	9.1	9.6
비유동자산	96.8	117.1	118.5	115.3	113.0
투자자산	20.1	17.7	16.4	16.9	17.7
금융자산	5.5	0.8	0.7	0.7	0.8
유형자산	69.8	91.0	93.7	90.0	86.9
무형자산	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0
기타비유동자산	2.2	3.4	3.4	3.4	3.4
자산총계	266.6	267.1	263.3	265.9	270.9
유동부채	29.8	27.0	25.1	25.8	27.0
금융부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매입채무 등	25.4	24.1	22.2	22.9	24.1
기타유동부채	4.3	2.8	2.8	2.8	2.8
비유동부채	17.2	17.7	16.4	16.9	17.7
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	17.2	17.7	16.4	16.9	17.7
부채총계	47.0	44.7	41.5	42.7	44.8
지배주주지분	219.6	222.4	221.9	223.1	226.1
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	(3.9)	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
이익잉여금	204.4	208.4	207.9	209.1	212.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	219.6	222.4	221.9	223.1	226.1
순금융부채	(86.8)	(84.0)	(81.4)	(85.0)	(89.1)

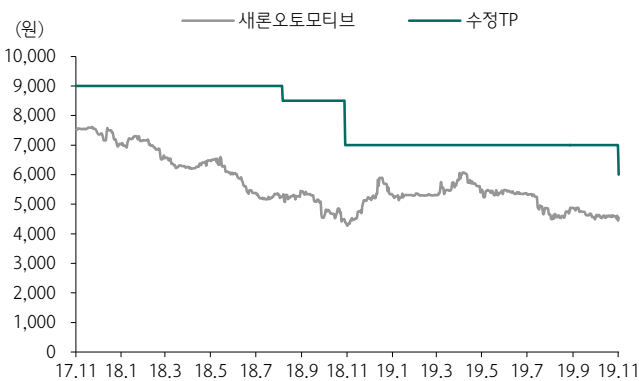
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	8.7	31.9	11.8	14.8	14.8
당기순이익	13.3	7.4	2.4	4.1	5.9
조정	14.3	14.0	10.1	11.5	10.2
감가상각비	11.4	12.1	12.6	12.0	11.5
외환거래손익	0.9	(0.4)	(2.5)	(0.6)	(1.3)
지분법손익	(2.3)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
기타	4.3	4.1	0.0	0.1	(0.0)
영업활동자산부채변동	(18.9)	10.5	(0.7)	(0.8)	(1.3)
투자활동 현금흐름	8.8	(3.1)	(11.0)	(8.4)	(8.1)
투자자산감소(증가)	5.4	2.4	1.3	(0.5)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(15.5)	(35.2)	(15.0)	(8.0)	(8.0)
기타	18.9	29.7	2.7	0.1	0.7
재무활동 현금흐름	(3.6)	(2.9)	(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	(3.6)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
현금의 증감	11.9	26.2	(2.1)	3.5	3.8
Unlevered CFO	25.1	20.4	11.2	15.8	16.8
Free Cash Flow	(6.8)	(3.8)	(3.2)	6.8	6.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

새론오토모티브



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.18	BUY	6,000		
18.11.15	BUY	7,000	-26.49%	-13.29%
18.8.23	BUY	8,500	-41.09%	-35.88%
17.11.15	BUY	9,000	-22.06%	-11.67%
17.3.17	Neutral	9,000	-15.50%	-11.67%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 14일

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 2019년 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2019년 11월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공하기 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.