

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.co.kr
02-3773-8882

자동차부품

기대감도 좋지만, 발밑도 점검할 때

부품사 주가는 하반기 생산량 증가와 원가율 개선, 전동화 확대와 협력관계 변화에 따른 기대감이 반영되며 가파르게 상승. 기대감이 주가와 valuation에 반영되는 상황에서 생산측면의 리스크 점검 필요. 지난해 12월부터 차량용 반도체 부족에 따른 감산과 생산차질 진행 중. 예상보다 장기화될 가능성도 높음에 따라 생산량에 연동되는 부품사 실적에 부담요인으로 작용할 전망

소외되었던 부품사의 반전

2020년 상반기까지 완성차 대비 소외되었던 부품사 주가는 하반기 생산량 증가와 원가율 개선으로 인한 실적개선과 전동화 차량의 확대, 협력관계 변화에 따른 기회요인 증가에 따른 기대감이 반영되며 가파른 상승을 기록했다. 특히 자동차산업 변화에 따른 기회요인 증가는 완성차보다도 부품사의 valuation에 빠르게 반영되었다. 차년도 예상 PER 기준으로 완성차는 중국/신규 자동차 업체를 제외한 글로벌 평균과 유사한 PER 수준인 반면, 부품사의 경우 상대적으로 비교우위에 있는 글로벌 PEER와 비교하더라도 유사하거나 더 높은 모습을 유지하고 있다.

리스크 점검

변화에 따른 기대감이 주가와 valuation이 반영되는 상황에서 몇 가지 가능성을 점검할 필요는 있다. 먼저 전동화, 자율주행으로의 변화는 지속가능한 이슈이기 때문에 부담을 가질 필요가 없다는 판단이며, 주요 테크업체와의 협업과 협력관계 변화의 경우, 현재까지 성사여부와 시점을 선불리 예단할 수는 없다.

다만 생산측면에서의 리스크는 점검할 필요가 있다. 바로 차량용 반도체 부족과 이에 따른 생산차질 가능성이다. 전장화와 전동화 차량 판매 증가로 차량용 반도체의 수요와 중요도가 높아지는 가운데 지난해 12월부터 중국을 시작으로 차량용 반도체 부족에 따른 감산과 생산차질, 일부 지역에서의 감원 뉴스들이 확대되고 있다. 시장 조사업체 AutoForecast Solutions은 세계 자동차 산업이 2021년 연초 이후 2주간 약 20.2만대의 생산 손실이 발생한 것으로 추정하고 있다. 이후로도 생산차질 뉴스가 지속되고 있고, 예상보다 장기화될 가능성이 높음에 따라 추가적인 생산손실 가능성도 감안해야 한다.

생산량 감소와 추정치 하향 가능성

현대, 기아차를 포함한 한국업체의 차량용 반도체 수급상황은 경쟁사 대비 양호하다고 알려져 있으나 중장기 상황은 지켜볼 필요가 있다. 하나 분명한 것은 보수적으로 전망된 기존 예상치를 상회하는 물량 증가는 2021년에 기대하기 어려울 수 있다는 것이다. 생산물량 감소에 대한 부담은 재고 및 비용관리가 가능한 완성차보다는 부품사에 보다 크게 영향을 끼칠 것으로 판단한다. 생산감소와 가동률 하락으로 추정치가 하향된다면, 결국 valuation 부담으로 이어질 수밖에 없다. 중장기적인 기대감은 유효하나, 단기적으로 실적변화 가능성에 유의할 필요가 있다.

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

기대감도 좋지만, 발밑에도 관심을

소외되었던 부품사의 가파른 상승

SK 증권에서는 지난해 완성차의 상승과 달리 소외되었던 부품사에 대해 업황회복에 따른 주가 키밋추가를 예상하며 투자확대를 제시한 바 있다(2020.9.23 ‘소외된 부품에도 관심을’ 참고). 당시 완성차 그룹의 주가 레벨이 Trailing PBR 기준으로 과거 3년래 상위 90%, 85% 레벨에 위치한 것과 달리 부품사는 PBR도 낮고, 주가레벨이 과거 3년래 평균 혹은 평균 아래에 위치하였었다.

이후 연말연초 실적회복과 다양한 이슈에 힘입어 완성차를 비롯한 부품사의 가파른 주가 상승이 이루어졌다. PBR도 다수의 업체들이 과거 3년의 고점을 돌파하였고, 현재도 과거 대비 높은 수준을 유지하고 있다.

지난 3년 간 PBR 최대-최소-현재 Index - 이전 기준 | 현재 PBR - 2020년 4분기부터 가파르게 상승한 자동차섹터, 특히 소외되었던 부품사의 상승에 주목

PBR 최대-최소-현재 Index - 이전 기준	이전 PBR	PBR 최대-최소-현재 Index - 현재 기준	현재 PBR
현대차 90	0.64	현대차 100	0.96
기아차 85	0.61	기아차 100	1.21
현대모비스 49	0.63	현대모비스 100	0.99
한온시스템 50	2.91	한온시스템 100	4.49
한국타이어 25	0.52	한국타이어 50	0.73
만도 32	1.10	만도 100	2.26
한국테크놀로지그룹 41	0.43	한국엔컴퍼니 53	0.44
현대위아 36	0.33	현대위아 100	0.87
금호타이어 51	0.89	금호타이어 57	1.01
S&T모티브 63	0.87	S&T모티브 100	1.44
에스엘 16	0.43	에스엘 91	0.89
넥센타이어 6	0.35	넥센타이어 20	0.44
한국단자 33	0.63	한국단자 100	1.09
한국아트라스비엑스 18	0.48	한국아트라스비엑스 45	0.58
모토닉 57	0.58	모토닉 90	0.75
세방전지 0	0.33	세방전지 100	1.29
금호에이치티 80	1.53	금호에이치티 47	1.17
한라홀딩스 11	0.36	한라홀딩스 62	0.55
코리아오토글라스 27	0.74	코리아오토글라스 44	0.87
성우하이텍 27	0.25	성우하이텍 100	0.66
대원강업 50	0.52	대원강업 67	0.59
세종공업 71	0.51	세종공업 100	0.70
디티알오토모티브 1	0.32	디티알오토모티브 21	0.39
엠에스오토텍 66	1.48	엠에스오토텍 79	2.55

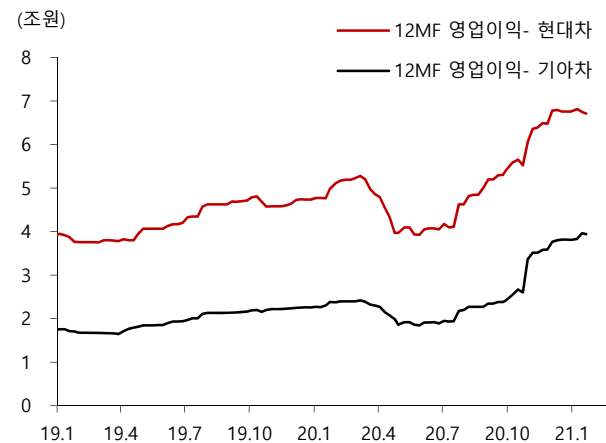
자료: Quantwise, SK 증권, 주: Trailing PBR, 이전 - 2020년 9월 30일 현재 - 2021년 1월 22일 기준

생산량 증가와 원가율 개선

자동차섹터, 특히 부품사의 주가가 상승했던 요인으로 완성차의 추정치 상향으로 단가 인하 부담이 완화된 상황에서 중국을 중심으로 상반기 대비 증가한 생산량을 뽑을 수 있다. 재고소진과 비용 축소로 고정비 부담을 낮출 수 있는 완성차와 달리 부품사 실적은 생산량의 증감에 직결되기 때문이다.

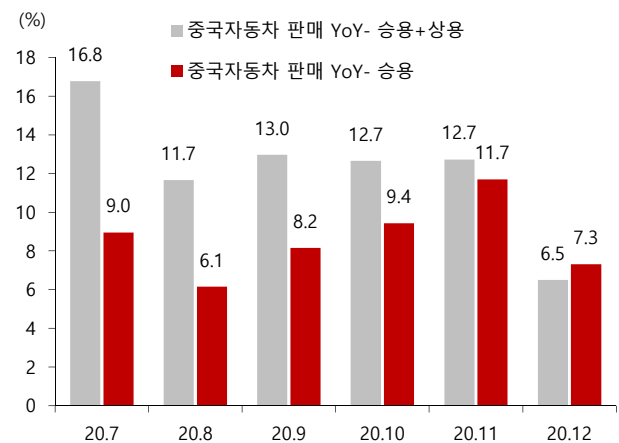
상반기와 달리 하반기부터 증가한 생산량과 가동률 개선은 원가율 개선으로 이어지며 2020년 3분기 호실적의 주된 요인으로 작용했고, 물량증가와 동반된 신차라인업 확대와 구형모델 비중감소도 부품사의 믹스개선에 긍정적으로 작용하였다. 이러한 흐름은 4분기 실적까지 이어질 것으로 전망한다.

현대차, 기아차의 12MF 추정치 - 완성차의 추정치 접차 상황



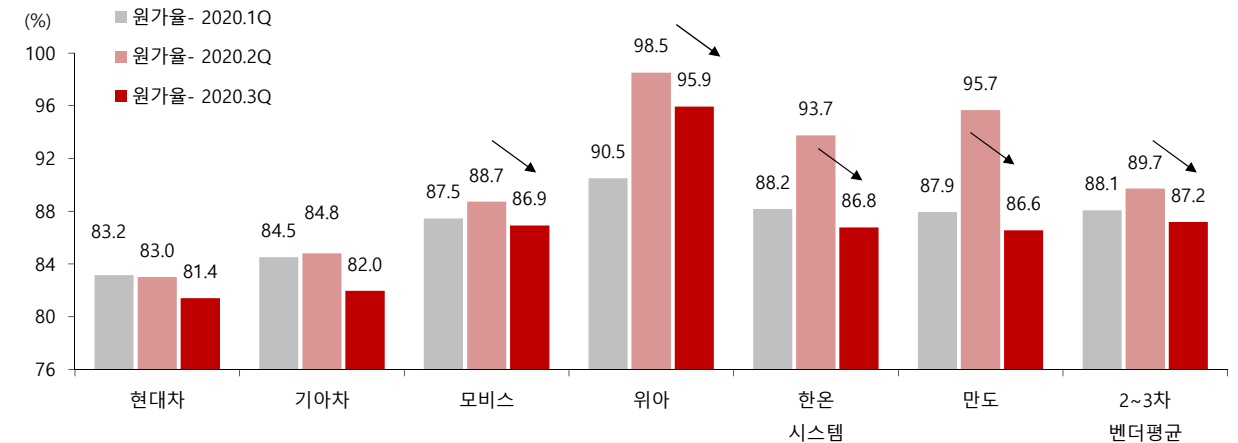
자료: Quantwise, SK 증권

중국 자동차산업 수요도 증가하며 부품사에 우호적으로 작용



자료: CEIC, SK 증권

자동차섹터 주요업체의 원가율 - 2020년 하반기부터 가동률이 개선됨에 따라 고정비 부담 완화된 부품사 실적 개선 진행



자료: Quantwise, SK 증권

전기차 기대감과 협력관계 변화에 따른 기회요인

생산량 증가와 가동률 상승, 믹스개선이 실적에 긍정적으로 작용했다면, 전동화 차량의 확대, 협력관계 변화에 따른 기회요인 증가는 부품사 valuation 에 영향을 주었다는 판단이다.

먼저 전동화 부문에서는 2021 년부터 출시되어 점차 라인업과 수량이 확대되는 현대차 그룹의 전용플랫폼 E-GMP 의 수주 여부가 배터리업체를 포함하여 많은 기존 부품업체에게 신규 아이템과 사업기회를 제공하며 모멘텀으로 작용했다.

물론 연초 이후 자동차섹터의 valuation 상향에 가장 큰 영향을 준 이슈는 2021 년 1 월 8 일에 언론에서 보도된 현대차그룹과 애플의 자율주행차 공동 개발이었다. 이후 현대차와 현대모비스는 자율주행 전기차 사업관련하여 다수의 해외 기업들과 협업을 추가 검토하고 있으나, 아직 결정된 바 없음을 공시하였지만 이후 다양한 가능성 등이 제기되며 기대감이 반영되고 있다.

이외에도 다양한 기업/업종간 협력이 발표되었다. 마이크로소프트는 GM 의 자율주행 자회사 크루즈에 20 억달러를 투자하기로 발표했고, 지리자동차는 바이두-폭스콘과의 합작뿐만 아니라 텐센트와도 자동차 공동개발을 진행하기로 했다. 기존 자동차업체에서도 과잉투자 방지와 수익성 개선을 목표로 GM 은 멕시코와 미국 테네시 공장에서 혼다의 EV 를 위탁생산하기로 결정했다.

이러한 변화에서 발생하는 신규고객의 확대와 위탁가능성은 부품사에 새로운 기회요인으로 여겨지며 주가 상승에 기여했다. 이미 기술력과 가격경쟁력을 보유한 부품사는 신규 업체향으로 활발한 수주활동을 진행해왔고, 외형과 이익에 점차 반영되고 있다. 이러한 트랙레코드를 바탕으로 협력관계의 변화에서도 영향력을 확대하며 연속성과 수익성을 확보할 가능성이 높아지고 있다. 또한 지금까지 일부 신규업체만 누려왔던 성장과 가치가 상당부분 이전될 수 있다는 기대감도 긍정적으로 작용했다.

현대차그룹의 전기차전용 플랫폼 E-GMP



자료: 언론, SK 증권

현대차그룹의 애플과의 자율주행차 협업 가능성 제기

현대차 "애플과 전기차 협업 논의중...초기단계로 결정된바 없어"

현대차가 애플의 자율주행 전기차 생산 협력설에 대해 아직 초기 단계에서 구체적으로 결정된 바는 없다고 설명했다.

현대차 관계자는 8일 "(애플과) 협의를 진행 중이나 초기 단계로 아직 결정된 것은 없다"고 말했다.

애플은 2024년까지 자율주행 승용차 생산을 목표로 여러 글로벌 자동차 회사들과 관련 협의를 하는 것으로 알려졌다.

자료: 연합뉴스(2021.1.8), SK 증권

중국에서도 변화는 지속 - 바이두, 폭스콘과 합작하는 지리자동차

바이두와 합작하는 지리차, 대만 폭스콘과도 OEM 설립

중국 완성차 업체 지리자동차가 중국 최대 포털 바이두와 전기차 합작 법인 설립에 이어 세계 최대 전자제품 주문자 상표 부착 생산(OEM)인 대만 폭스콘과 함께 자동차 OEM 산업에 진출키로 했다.

합작사는 전제 완성차와 부품, 지능형 제어 시스템 맞춤형 컨설팅 서비스 등의 자동차 생산·제조 업무를 주문받아 제작한 뒤 고객사에 납품하게 된다. 합작사는 두 업체가 각각 50%의 지분을 가진다.

합작사는 또 고객 회사가 기존 자동차 산업 모델을 능가하고 혁신적·효율적인 공급망을 갖춰 자동차의 지능화에 기여할 수 있도록 정보통신기술(ICT) 분야 모델을 도입할 예정이다.

자료: 파이낸셜뉴스(2021.1.14), SK 증권

E-GMP가 적용되어 출시되는 아이오닉5



자료: 언론, SK 증권

마이크로소프트는 GM의 자율주행 자회사에 투자하는 등 협력관계 변화

마이크로소프트, GM 자율주행차에 2조원대 투자

마이크로소프트(MS)가 일본 혼다 등과 함께 제너럴모터스(GM)의 자율주행 자동차 자회사 크루즈에 20억 달러(약 2조 2000억 원)를 투자하기로 했다고 파이낸셜타임스(FT)와 CNBC 등 주요 외신이 19일(현지 시각) 보도했다.

MS 측은 소프트웨어·하드웨어의 우수성과 클라우드컴퓨팅 기능, 제조 노하우 등을 통합해 운송 방식을 혁신함으로써 모두에게 더 안전하고 깨끗하며 접근 가능성이 높은 세상을 만들 것이라고 설명했다.

자료: 조선비즈(2021.1.20), SK 증권

지리자동차는 최근 텐센트와도 자동차 공동개발 진행

'중대표 포털' 텐센트, 지리자동차와 손잡았다...'차미래기술 개발 협력'

포털사이트, 메신저 서비스, 게임 등을 운영하는 중국의 대표적 종합 인터넷 기업 텐센트가 지리자동차와 손잡고 미래 자동차 기술을 공동 개발하기로 했다.

19일(현지시간) CNBC에 따르면, 두 회사는 자동차 부품 디지털화, 스마트 운전석, 자율주행, 저탄소 기술 등의 분야에서 협력하기로 했다. 이에 따라 앞으로 운전과 스마트폰 앱 운용이 연계되는 등 자동차 기술의 디지털화가 가속화되고, 궁극적으로 완전한 자율주행을 실현하는 것을 목표로 한다.

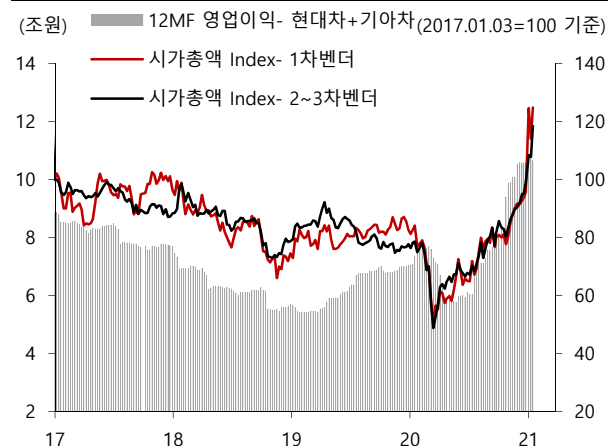
자료: 헤럴드경제(2021.1.20), SK 증권

높아진 부품사 Valuation

자동차산업 변화에 따른 기회요인 증대는 완성차보다도 부품사에 빠르게 반영되었다. 일반적으로 동행관계를 보여왔던 완성차 영업이익 추정치와 1차벤더, 2~3차 벤더 주가 Index에서도 완성차의 추정치 상향보다 벤더의 주가상승폭이 더 크게 나타나는 모습이다. 실적측면에서도 지난 3개월 이전과 비교하여 2021/22년 영업이익과 당기순이익 추정치의 변화를 보면, 완성차보다는 부품사의 추정치 상향폭이 컸다.

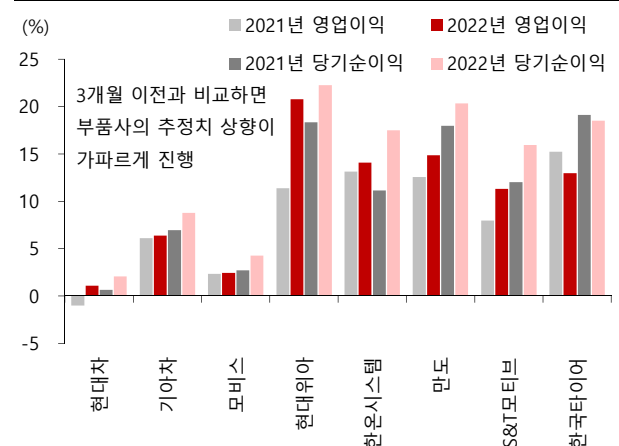
완성차 대비 높은 valuation은 글로벌 PEER와의 비교에서도 확인할 수 있다. 완성차의 경우, 중국/신규 자동차 업체를 제외한 글로벌 평균과 유사한 PER 수준인 반면, 부품사의 경우 상대적으로 비교우위에 있는 글로벌 PEER와 비교하더라도 유사하거나 더 높은 모습을 유지하고 있다.

완성차 영업이익 추정치와 부품사 주가Index 추이 - 가파른 주가 상승



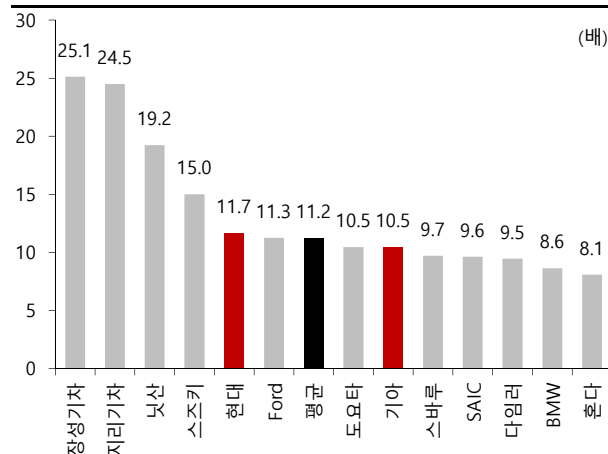
자료: Quantwise, SK 증권

실적추정치 변동 - 부품사의 추정치는 3개월 사이에 크게 상향



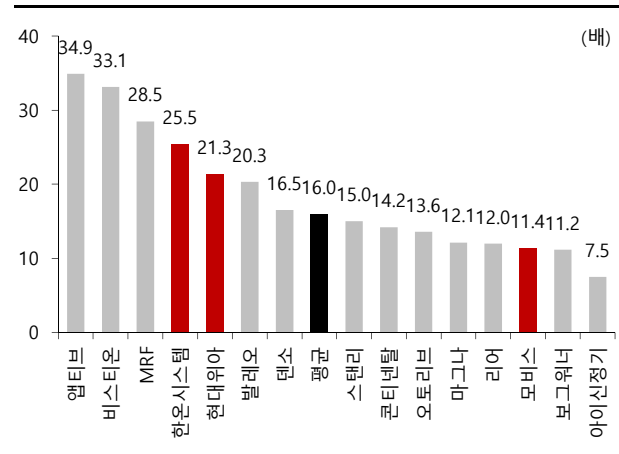
자료: Quantwise, SK 증권

글로벌 PEER 대비 예상 PER - 완성차, 평균과 유사한 현대, 기아차



자료: Bloomberg, SK 증권 주. 평균 PER은 중국 업체를 제외한 전통 자동차 기준

글로벌 PEER 대비 예상 PER - 부품, 평균 대비 높은 수준



자료: Bloomberg, SK 증권 주. 타이어업체는 PEER에서 제외

리스크 점검 - 차량용 반도체 부족

변화에 따른 기대감이 주가와 valuation 이 반영되는 상황에서 몇 가지 가능성을 점검할 필요는 있다. 먼저 주가 상승요인 중에 전동화, 자율주행으로의 변화는 지속가능한 이슈이기 때문에 부담을 가질 필요가 없다는 판단이다. 주요 테크업체와의 협업과 협력 관계 변화의 경우, 만약 딜이 무산된다면 여파가 크겠지만 성사여부와 시점을 선불리 예단할 수는 없다. 다만 생산측면에서의 리스크는 점검할 필요가 있다. 바로 차량용 반도체 부족과 이에 따른 생산차질 가능성이다.

일반적으로 자동차에는 100 가지 이상의 다양한 칩이 사용되며, 스티어링과 통신, 속도 제어와 동력전달에 이르기까지 많은 부분에서 사용되고 있다. 또한 자동차의 라이프사이클을 감안하여 다양한 환경과 오랜 수명을 유지할 수 있어야 한다는 특징도 보유하고 있다. 다양한 편의사항의 증가와 안전기능 및 전장화 기능 탑재 확대에 필요한 반도체가 증가하고 있으며, 특히 전기차/하이브리드와 같은 xEV 시스템의 경우 기존 내연기관 시스템보다 더 많은 반도체가 필요한 상황이다.

차량용 반도체의 수요와 중요도가 높아지는 가운데 지난해 12월부터 중국을 시작으로 차량용 반도체 부족에 따른 감산과 생산차질, 일부 지역에서의 감원 뉴스들이 확대되고 있다. 폭스바겐의 경우, 전세계 공장의 1 분기 생산계획 조정과 십만대 단위의 차질 가능성을 언급했으며, Ford는 독일 자를루이 공장 폐쇄, 텍사스 조립공장 가동중단, 다임러와 아우디는 반도체가 많이 요구되는 신형 고급모델의 출시 일정을 연기하였다.

시장조사업체 AutoForecast Solutions은 세계 자동차 산업이 2021년 연초 이후 2주간 약 20.2만대의 생산 손실이 발생한 것으로 추정하고 있다. 이후로도 생산차질 뉴스가 지속됨에 따라 추가적인 생산손실 가능성도 감안해야 한다.

단기 이슈로 마무리된다면 좋겠지만, 예상보다 장기화될 가능성에 대해서도 염두할 필요가 있다. IHS Markit에서는 2020년 상반기까지의 수급차질은 불가피하다고 언급했고, 글로벌 Foundry의 투자(CAPEX) 트렌드와 장비상황까지 감안한다면 연내 지속될 가능성도 높다는 판단이다.

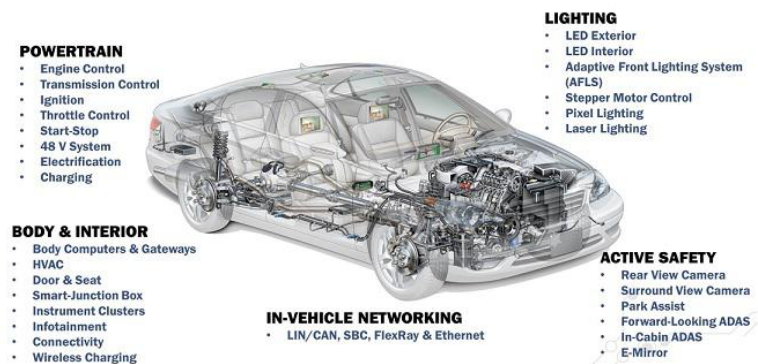
수급 차질이 길어진다면 완성차 업체들의 생산 및 판매계획의 변화는 불가피하다. 규제 대응을 위한 전기차 판매 확대, 수익성 확보를 위한 고가라인업 중심의 판매도 가능하지만, 반도체 필요량이 적은 모델 중심으로 판매하며 P보다는 Q 중심으로 운영하는 것도 가능한 선택이다.

차량용 반도체의 수급문제로 다수의 업체들에서 생산차질 발생 중

GM	SUV 차종의 옵션 채택 취소
Ford	독일 자를루이 공장 폐쇄, 텍사스 조립공장 가동 중단, 미국 공장 가동중단 연장
FCA	캐나다 온타리오 공장 가동 일시 중단, 멕시코 재가동 연기
폭스바겐	전세계 공장의 1 분기 생산계획 조정, 십만대 단위의 차질도 가능.
아우디	1 분기 생산량 계획 대비 1 만개 감소 예상, 고급 모델 생산연기 독일, 미국, 멕시코 공장 감산
다임러	독일 및 헝가리 공장 감산, 고급 모델 출시 연기
도요타	미국공장에서 일부 픽업모델 감산
혼다	월 4 천대가량 감산
닛산	노트 해치백 모델 감산
스바루	일본과 인디애나 공장 감산
컨티넨탈, 보쉬	협력업체로부터의 반도체 수급 차질 언급
CAAM	중국 자동차제조협회(CAAM)은 지난 12 월부터 반도체 수급이슈로 생산량 감소, 2 분기까지 지속될 가능성 언급

자료: 언론, SK 증권

파워트레인과 편의사항, 전동화 등 다양한 제품군에서 사용되고 있는 차량용 반도체



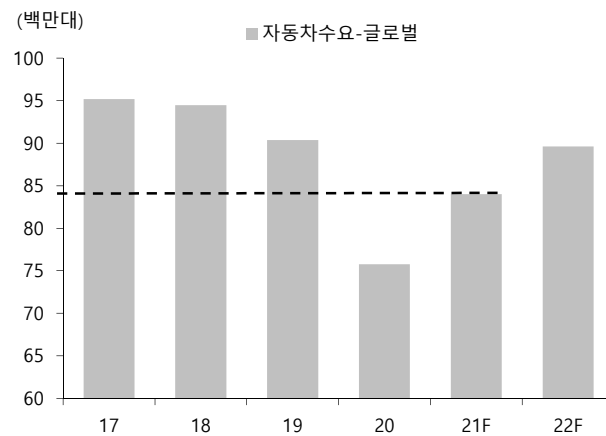
자료: Automotive News, SK 증권

생산량 감소와 추정치 하향 가능성

현대, 기아차를 포함한 한국업체의 차량용 반도체 수급상황은 경쟁사 대비 양호하고, 1~2개월치의 재고를 확보한 것으로 알려져 있으나 중장기 상황은 지켜볼 필요가 있다. 하나 분명한 것은 보수적으로 전망된 기존 예상치를 상회하는 물량 증가는 2021년에 기대하기 어려울 수 있다는 것이다. 기존 예상치도 글로벌과 현대차그룹 모두 2020년 대비 증가하지만, 2019년보다는 낮게 산정되었다는 점도 부담스럽다.

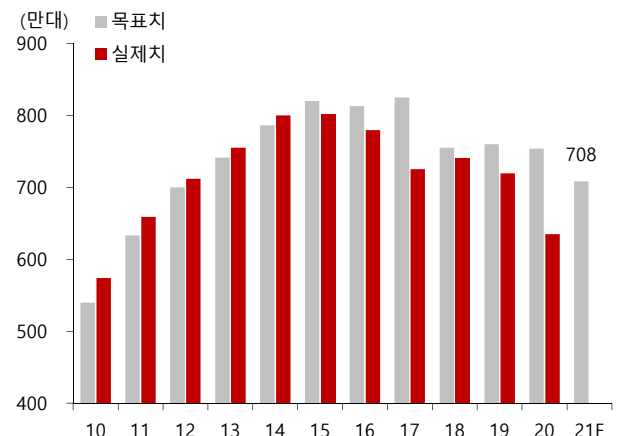
생산물량 감소에 대한 부담은 재고 및 비용관리가 가능한 완성차보다는 부품사에 보다 크게 영향을 끼칠 것으로 판단한다. 생산감소와 가동률 하락으로 추정치가 하향된다면, 결국 valuation 부담으로 이어질 수밖에 없다. 중장기 기대감은 유효하지만, 단기적으로 실적변화 가능성에 유의할 필요가 있다.

글로벌 신차 판매 전망치 - 2019년보다 낮은 수요 예상



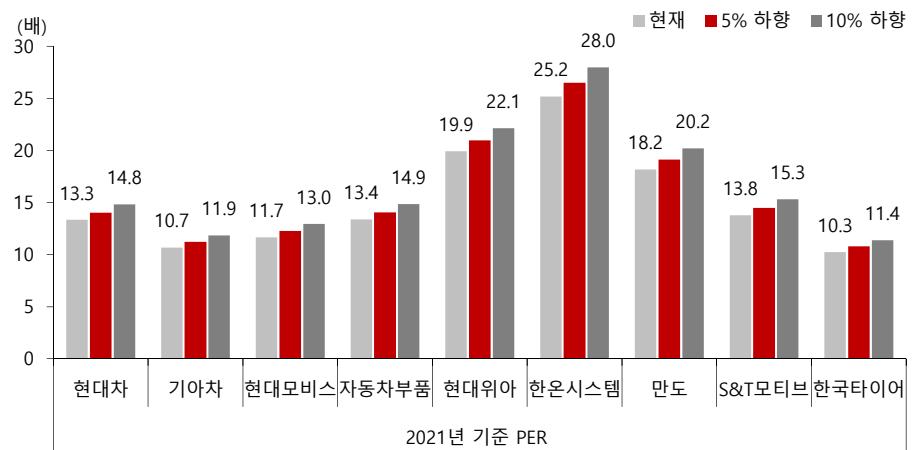
자료: LMC, SK 증권

현대차그룹의 2021년 판매목표 - 708만대로 보수적으로 설정



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

2021년 예상 PER - 추정치 하향이 이루어지게 될 경우, valuation 부담 존재



자료: Quantwise, SK 증권 주. 컨센서스 기준

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com.kr
02-3773-8882

Company Data

자본금	470 억원
발행주식수	4,696 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	36,627 억원
주요주주	
한라홀딩스(외3)	30.26%
국민연금공단	12.60%
외국인지분률	25.60%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(21/01/22)	78,000 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	1.49
52주 최고가	80,000 원
52주 최저가	16,950 원
60일 평균 거래대금	760 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	45.5%	26.7%
6개월	228.4%	133.1%
12개월	114.9%	55.1%

만도 (204320/KS | 매수(유지) | T.P 90,000 원(상향))

우호적인 변화, 사업영역 확장 기대

단기 급등한 주가와 valuation 수준, 생산량 감소 가능성은 부담요인. 다만 동시에 우호적인 자동차산업 변화에 주목할 필요. 신규 고객의 차량확대와 신차출시, 지리자동차의 바이두-폭스콘, 텐센트와의 업무 제휴, 협력관계 변화와 위탁생산 가능성 등은 동사의 고객다변화와 사업영역 확장을 기대할 수 있는 요인. 투자이전 매수 유지, 목표주가는 2021 년 예상 EPS 에 글로벌 Peer 평균인 16 배에 20% 를 할증적용한 90,000 원으로 상향

턴어라운드 순항

2020 년 4 분기 실적은 매출액 1 조 6,800 억원(YoY +2.7%), 영업이익 963 억원(YoY +49.7%, OPM 5.7%), 당기순이익 718 억원(YoY +394.9%, NIM 4.3%)으로 예상된다. 비우호적인 환율 환경에도 불구하고, 국내공장의 옵션채택 증가와 믹스개선, 중국 로컬 업체의 회복과 구조조정 효과, 인도 생산 증가와 신규 고객들의 전기차 판매 호조가 긍정적으로 작용할 전망이다.

우호적인 변화, 사업영역 확장 기대

투자이전 매수 유지, 목표주가는 기존 42,000 원에서 90,000 원으로 상향한다. 2021 년 예상 EPS 에 Target Multiple 은 글로벌 Peer 평균인 16 배에 20% 할증한 19.2 배를 적용하였다. 단기적으로 급등한 주가와 높은 valuation, 차량용 반도체 수급이슈에 따른 생산량 감소 가능성은 분명 부담요인이다. 하지만 상대적으로 수익성이 높은 차종생산은 이어질 가능성이 높다는 점, 신규 고객차종의 물량확대가 지속되고 있다는 점을 감안하면 실질적으로 실적에 미치는 영향은 제한적으로 예상된다.

우려보다는 동시에 우호적인 자동차산업의 변화에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 이미 기납품하고 있는 신규 업체들의 판매호조와 함께 신차출시가 예정되어 있고, 주요고객사인 지리자동차의 바이두-폭스콘, 텐센트와의 업무 제휴, 협력관계 변화와 위탁생산 가능성 증가 등은 동사의 고객과 사업영역의 확장을 기대할 수 있는 요인이다. 변화가 구체화될 때마다 실적과 valuation 의 상향도 동반될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	56,847	56,648	59,819	55,049	64,421	67,286
yoy	%	-3.1	-0.4	5.6	-8.0	17.0	4.5
영업이익	억원	835	1,974	2,186	1,045	3,108	3,528
yoy	%	-72.6	136.4	10.7	-52.2	197.4	13.5
EBITDA	억원	3,286	4,691	5,192	4,414	7,366	7,604
세전이익	억원	193	1,414	1,765	507	2,980	3,394
순이익(지배주주)	억원	48	1,057	1,105	-43	2,195	2,501
영업이익률%	%	1.5	3.5	3.7	1.9	4.8	5.2
EBITDA%	%	5.8	8.3	8.7	8.0	11.4	11.3
순이익률	%	0.3	2.0	2.0	0.2	3.5	3.8
EPS(계속사업)	원	102	2,250	2,354	-92	4,675	5,325
PER	배	605.8	12.9	15.0	N/A	16.7	14.7
PBR	배	2.1	1.0	1.1	1.6	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	12.8	5.8	5.9	9.3	6.5	5.9
ROE	%	0.3	7.6	7.6	-0.3	11.7	10.9
순차입금	억원	11,827	12,506	13,464	12,599	10,230	7,253
부채비율	%	215.2	199.5	189.8	175.9	148.5	122.3

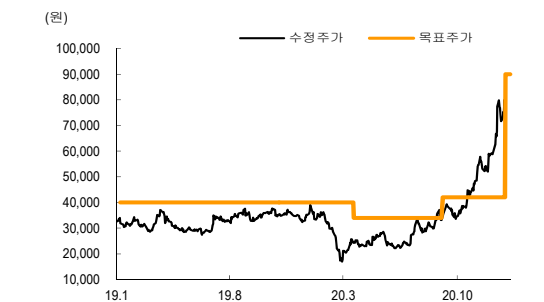
<표 1> 만도 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q(F)	21.1Q(F)	21.2Q(F)	21.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	13,101	10,134	15,015	16,800	14,959	15,269	16,259	17,933	59,819	55,049	64,421
한국	7,639	5,447	7,912	8,822	8,021	7,626	8,149	9,263	33,234	29,819	33,058
중국	1,840	3,048	3,425	4,094	2,576	4,267	3,597	4,299	13,311	12,407	14,738
미국	2,520	1,180	2,626	2,417	2,596	2,596	2,889	2,490	9,245	8,743	10,570
기타	2,841	1,054	2,642	3,128	3,068	2,109	3,038	3,441	11,241	9,665	11,656
영업이익	185	-759	656	963	665	736	735	973	2,186	1,045	3,108
%	1.4	-7.5	4.4	5.7	4.4	4.8	4.5	5.4	3.7	1.9	4.8
세전이익	139	-1,095	519	944	635	706	702	937	1,765	507	2,980
%	1.1	-10.8	3.5	5.6	4.2	4.6	4.3	5.2	3.0	0.9	4.6
당기순이익	95	-1,119	392	718	482	536	534	712	1,183	86	2,264
%	0.7	-11.0	2.6	4.3	3.2	3.5	3.3	4.0	2.0	0.2	3.5
지배주주	83	-1,123	369	627	468	520	517	690	1,104	-44	2,195
%	0.6	-11.1	2.5	3.7	3.1	3.4	3.2	3.8	1.8	-0.1	3.4

자료: 만도, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	매수	90,000원	6개월		
2020.10.30	매수	42,000원	6개월	19.39%	90.48%
2020.09.28	매수	42,000원	6개월	-13.62%	-6.43%
2020.04.14	매수	34,000원	6개월	-20.81%	9.12%
2019.10.25	매수	40,000원	6개월	-19.99%	-2.50%
2019.10.11	매수	40,000원	6개월	-19.90%	-6.00%
2019.07.29	매수	40,000원	6개월	-20.22%	-6.00%
2019.07.11	매수	40,000원	6개월	-22.60%	-7.25%
2019.04.04	매수	40,000원	6개월	-22.31%	-7.25%
2019.02.01	매수	40,000원	6개월	-22.06%	-14.25%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,727	21,098	22,034	26,273	29,127
현금및현금성자산	1,176	2,053	4,357	5,726	7,703
매출채권및기타채권	13,772	13,739	12,643	14,796	15,454
재고자산	3,186	3,368	2,863	3,350	3,499
비유동자산	24,645	24,858	26,500	27,485	28,654
장기금융자산	587	980	1,046	1,046	1,046
유형자산	19,430	19,466	21,202	20,301	19,546
무형자산	2,122	1,713	1,427	1,271	1,153
자산총계	44,373	45,956	48,534	53,758	57,781
유동부채	18,358	17,568	18,178	19,838	19,870
단기금융부채	5,596	4,458	6,113	5,613	5,013
매입채무 및 기타채무	11,373	11,595	10,671	12,593	13,153
단기충당부채	317	293	270	316	330
비유동부채	11,197	12,532	12,764	12,285	11,918
장기금융부채	8,258	11,526	11,661	11,161	10,761
장기매입채무 및 기타채무	33	67	67	67	67
장기충당부채	1,805	273	306	327	342
부채총계	29,555	30,100	30,942	32,123	31,788
지배주주지분	14,158	15,117	16,789	20,828	25,174
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	-52	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	6,812	7,545	7,186	9,124	11,367
비지배주주지분	660	739	804	807	820
자본총계	14,818	15,856	17,592	21,636	25,993
부채외자본총계	44,373	45,956	48,534	53,758	57,781

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	3,187	3,094	4,543	5,914	6,525
당기순이익(손실)	1,414	1,765	281	2,264	2,579
비현금성항목등	3,860	3,856	4,433	5,101	5,024
유형자산감가상각비	2,189	2,452	2,884	3,900	3,755
무형자산감가상각비	528	554	485	357	320
기타	615	298	472	129	67
운전자본감소(증가)	-1,708	-2,362	879	-737	-264
매출채권및기타채권의 감소(증가)	554	-61	1,016	-2,152	-658
재고자산감소(증가)	-52	-175	505	-487	-149
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-759	355	-860	1,922	560
기타	-1,451	-2,481	217	-19	-17
법인세납부	-380	-164	-1,050	-715	-815
투자활동현금흐름	-2,901	-2,930	-2,952	-3,030	-3,022
금융자산감소(증가)	107	-745	-420	0	0
유형자산감소(증가)	-2,555	-2,141	-2,200	-3,000	-3,000
무형자산감소(증가)	-423	-101	-201	-201	-201
기타	-29	58	-131	172	179
재무활동현금흐름	-293	706	660	-1,515	-1,527
단기금융부채증가(감소)	-4,806	-4,622	-2,106	-500	-600
장기금융부채증가(감소)	5,129	6,118	3,731	-500	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-224	-340	-319	-258	-258
기타	-392	-450	-645	-258	-269
현금의 증가(감소)	-11	877	2,304	1,369	1,977
기초현금	1,188	1,176	2,053	4,357	5,726
기말현금	1,176	2,053	4,357	5,726	7,703
FCF	346	323	2,177	2,681	3,292

자료 : 만도, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	56,648	59,819	55,049	64,421	67,286
매출원가	49,405	51,478	48,542	55,434	57,193
매출총이익	7,244	8,341	6,507	8,987	10,093
매출총이익률 (%)	12.8	13.9	11.8	14.0	15.0
판매비와관리비	5,269	6,156	5,462	5,879	6,564
영업이익	1,974	2,186	1,045	3,108	3,528
영업이익률 (%)	3.5	3.7	1.9	4.8	5.2
비영업손익	-560	-421	-538	-129	-135
순금융비용	341	414	-43	86	90
외환관련손익	-43	3	-6	-43	-45
관계기업투자등 관련손익	-65	-65	3	129	67
세전계속사업이익	1,414	1,765	507	2,980	3,394
세전계속사업이익률 (%)	2.5	3.0	0.9	4.6	5.0
계속사업법인세	285	582	421	715	815
계속사업이익	1,129	1,182	86	2,264	2,579
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,182	86	2,264	2,579
순이익률 (%)	2.0	2.0	0.2	3.5	3.8
지배주주	1,057	1,105	-43	2,195	2,501
지배주주귀속 순이익률(%)	1.87	1.85	-0.08	3.41	3.72
비지배주주	73	77	130	69	79
총포괄이익	926	1,355	2,123	4,301	4,615
지배주주	864	1,276	2,059	4,297	4,603
비지배주주	62	79	64	3	13
EBITDA	4,691	5,192	4,414	7,366	7,604

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-0.4	5.6	-8.0	17.0	4.5
영업이익	136.4	10.7	-52.2	197.4	13.5
세전계속사업이익	634.1	24.8	-71.2	487.1	13.9
EBITDA	42.8	10.7	-15.0	66.9	3.2
EPS(계속사업)	2,109.3	4.6	적전	흑전	13.9
수익성 (%)					
ROE	7.6	7.6	-0.3	11.7	10.9
ROA	2.5	2.6	0.2	4.4	4.6
EBITDA마진	8.3	8.7	8.0	11.4	11.3
안정성 (%)					
유동비율	107.5	120.1	121.2	132.4	146.6
부채비율	199.5	189.8	175.9	148.5	122.3
순차입금/자기자본	84.4	84.9	71.6	47.3	27.9
EBITDA/이자비용(배)	11.3	10.7	131.4	28.6	28.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,250	2,354	-92	4,675	5,325
BPS	30,151	32,193	35,753	44,356	53,610
CFPS	8,036	8,755	7,082	13,741	14,004
주당 현금배당금	500	550	550	550	550
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.5	16.0	N/A	17.1	15.0
PER(최저)	11.8	11.6	N/A	13.4	11.8
PBR(최고)	2.1	1.2	1.7	1.8	1.5
PBR(최저)	0.9	0.9	0.5	1.4	1.2
PCR	3.6	4.0	8.3	5.7	5.6
EV/EBITDA(최고)	9.1	6.2	9.4	6.6	6.0
EV/EBITDA(최저)	5.6	5.2	4.9	5.5	5.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com.kr
02-3773-8882

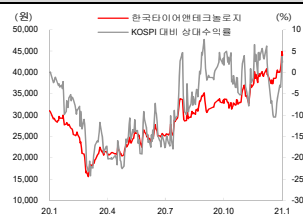
Company Data

자본금	619 억원
발행주식수	12,388 만주
자사주	189 만주
액면가	500 원
시가총액	54,567 억원
주요주주	
한국타이어테크놀로지그룹(외30)	43.24%
국민연금공단	9.23%
외국인지분율	40.50%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(21/01/22)	44,050 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	44,900 원
52주 최저가	15,600 원
60일 평균 거래대금	205 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.1%	-2.4%
6개월	74.8%	24.0%
12개월	41.9%	2.4%

한국타이어엔테크놀로지 (161390/KS | 매수(유지) | T.P 56,000 원(상향))

본업의 경쟁우위와 우호적 산업변화

연초 발표된 미국의 타이어 반덤핑 관세는 다변화된 생산거점으로 대응가능 예상. 지나간 우려보다는 긍정적 변화에 주목. 먼저 RE 수요 회복과 SUV/UHPT 중심의 믹스개선, 기수주한 전기차용 타이어의 매출인식과 확대가 예상. 또한 경쟁업체의 전략 변경에도 주목. 공장폐쇄/감산, 감원과 함께 수익성 확보를 위한 프로모션 감소 및 타이어 가격인상 동반. 경쟁우위와 산업변화를 반영하여 투자의견 매수 유지, 목표주가 56,000 원으로 상향

본업의 경쟁우위와 우호적 산업변화

2020 년 4 분기 실적은 매출액 1 조 8,257 원(YoY +9.7%), 영업이익 1,862 억원(YoY +58.9%, OPM 10.2%), 당기순이익 1,665 억원(YoY +447.7%, NIM 9.1%)으로 전망한다. 환율 변화와 신흥국 수요 부진이 우려되나 제품믹스가 좋은 선진 시장 판매 증가와 OE 물량 회복에 따른 가동률 개선이 보다 우호적으로 작용하였다.

연초 발표된 미국의 타이어 반덤핑 관세가 주가와 실적에 부담으로 작용하였지만, 미국 및 헝가리, 인도네시아로 다변화된 생산거점을 기반으로 충분히 대응이 가능할 전망이다. 지금부터는 지나간 우려보다는 다가올 긍정적인 변화에 주목해야 한다는 판단이다. 먼저 주행거리가 증가함에 따른 RE 수요의 회복과 SUV/UHPT 중심의 믹스개선, 기수주한 전기차용 타이어(OE)의 매출인식과 확대라는 수요와 본업에서의 변화가 예정되어 있다.

그리고 COVID19 여파로 수익성 악화와 보유현금 고갈을 겪은 경쟁업체의 전략 변경에도 주목해야 한다. 2020 년 2 분기 이후로 진행 중인 공장폐쇄/감산과 감원은 현재도 진행 중이며, 동시에 수익성 확보를 위한 프로모션 감소와 타이어 가격 인상도 이뤄지고 있다. 연초 컨티넨탈에서도 승용타이어의 가격인상을 발표했으며, 국내 업체들도 주요 지역에서 가격인상에 동참하고 있다. 본업의 경쟁우위와 산업변화를 반영하여 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 38,000 원에서 2021 년 예상 EPS 에 Target PER 12 배를 적용한 56,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

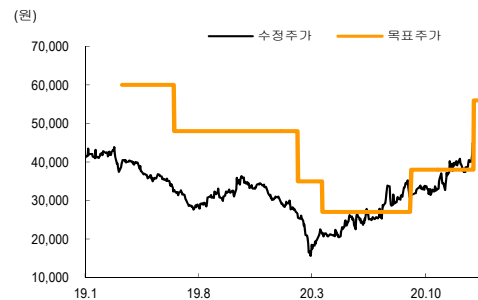
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	68,129	67,951	68,833	65,120	71,763	73,955
yoy	%	2.9	-0.3	1.3	-5.4	10.2	3.1
영업이익	억원	7,934	7,027	5,440	5,870	6,935	7,026
yoy	%	-28.1	-11.4	-22.6	7.9	18.1	1.3
EBITDA	억원	13,426	12,817	11,756	12,271	12,670	12,571
세전이익	억원	7,430	6,977	5,899	6,145	7,789	6,610
순이익(지배주주)	억원	5,991	5,222	4,195	3,920	5,775	5,887
영업이익률%	%	11.7	10.3	7.9	9.0	9.7	9.5
EBITDA%	%	19.7	18.9	17.1	18.8	17.7	17.0
순이익률	%	8.9	7.8	6.2	6.2	8.3	7.0
EPS(계속사업)	원	4,836	4,216	3,387	3,164	4,662	4,752
PER	배	11.3	9.5	9.9	12.5	9.5	9.3
PBR	배	1.1	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.0	4.7	4.3	3.9	3.9	3.5
ROE	%	9.7	8.0	6.0	5.3	7.4	7.0
순차입금	억원	12,689	9,957	8,117	-1,578	-5,685	-10,201
부채비율	%	49.4	44.3	41.4	39.1	35.1	31.0

<표 1> 한국타이어앤테크놀로지 실적추정

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q(F)	21.1Q(F)	21.2Q(F)	21.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
(단위: 억원)											
매출액	14,358	13,644	18,861	18,257	15,651	17,778	19,129	19,204	68,834	65,120	71,763
국내	7,760	6,006	7,721	7,707	7,442	7,591	7,760	7,844	31,731	29,194	30,638
중국	2,513	3,181	3,829	3,780	3,598	3,749	3,864	3,906	14,225	13,303	15,117
헝가리	2,051	1,264	2,235	2,057	2,356	2,325	2,196	2,403	7,662	7,608	9,281
인도네시아	1,083	886	1,118	1,063	1,032	978	1,032	1,032	4,559	4,150	4,075
미국	652	339	722	701	625	772	1,008	1,041	3,090	2,414	3,447
판매 및 기타	298	1,969	3,236	2,948	597	2,362	3,268	2,977	7,567	8,450	9,204
영업이익	1,060	701	2,247	1,862	1,440	1,796	1,875	1,824	5,439	5,870	6,935
%	7.4	5.1	11.9	10.2	9.2	10.1	9.8	9.5	7.9	9.0	9.7
세전이익	1,812	228	1,915	2,191	1,565	2,027	2,123	2,074	5,898	6,146	7,789
%	12.6	1.7	10.2	12.0	10.0	11.4	11.1	10.8	8.6	9.4	10.9
당기순이익	977	-46	1,422	1,665	1,189	1,540	1,614	1,576	4,296	4,018	5,920
%	6.8	-0.3	7.5	9.1	7.6	8.7	8.4	8.2	6.2	6.2	8.2
지배주주	954	-69	1,398	1,637	1,160	1,503	1,574	1,538	4,196	3,920	5,775
%	6.6	-0.5	7.4	9.0	7.4	8.5	8.2	8.0	6.1	6.0	8.0

자료: 한국타이어앤테크놀로지, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	매수	56,000원	6개월		
2020.09.28	매수	38,000원	6개월	-5.43%	18.16%
2020.04.14	매수	27,000원	6개월	-2.56%	30.56%
2020.02.28	매수	35,000원	6개월	-39.99%	-25.57%
2019.10.11	매수	48,000원	6개월	-34.80%	-24.27%
2019.07.11	매수	48,000원	6개월	-36.81%	-31.04%
2019.04.04	매수	60,000원	6개월	-38.08%	-32.42%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	36,638	41,137	49,358	54,538	58,068
현금및현금성자산	6,120	8,776	16,267	18,374	20,890
매출채권및기타채권	13,265	13,801	13,057	14,389	14,828
재고자산	15,985	17,254	16,323	17,988	18,538
비유동자산	61,326	60,509	55,713	55,712	55,875
장기금융자산	643	831	2,029	2,029	2,029
유형자산	42,252	41,055	35,626	34,036	33,127
무형자산	3,554	3,405	2,744	2,662	2,589
자산총계	97,964	101,646	105,070	110,250	113,943
유동부채	20,226	21,311	16,614	16,645	15,985
단기금융부채	8,523	10,633	6,513	5,513	4,513
매입채무 및 기타채무	7,055	6,252	5,915	6,519	6,718
단기충당부채	453	460	435	479	494
비유동부채	9,835	8,463	12,900	11,966	10,999
장기금융부채	8,092	6,779	11,143	10,143	9,143
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	459	448	475	500	512
부채총계	30,061	29,774	29,514	28,611	26,984
지배주주지분	67,655	71,568	75,197	81,130	87,174
자본금	619	619	619	619	619
자본잉여금	29,728	29,728	29,728	29,728	29,728
기타자본구성요소	-11	-11	-448	-448	-448
자기주식	-11	-11	-448	-448	-448
이익잉여금	39,959	43,437	46,640	51,745	56,961
비지배주주지분	248	305	359	510	-215
자본총계	67,903	71,872	75,556	81,640	86,959
부채외자본총계	97,964	101,646	105,070	110,250	113,943

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	11,333	7,672	15,458	8,750	10,439
당기순이익(손실)	5,304	4,296	4,018	5,920	5,156
비현금성항목등	8,439	8,936	12,865	6,750	7,415
유형자산감가상각비	5,593	6,064	6,363	5,590	5,409
무형자산상각비	197	252	38	145	136
기타	939	1,113	6,212	-287	-173
운전자본감소(증가)	-950	-3,341	443	-2,050	-678
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-512	-194	3,490	-1,332	-440
재고자산감소(증가)	-402	-1,017	-604	-1,665	-549
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	-1,122	-3,842	603	199
기타	-92	-1,008	1,400	344	112
법인세납부	-1,460	-2,219	-1,868	-1,869	-1,454
투자활동현금흐름	-5,502	-1,901	-5,626	-3,159	-4,382
금융자산감소(증가)	-788	-15	-2,505	0	0
유형자산감소(증가)	-3,048	-2,244	-3,000	-4,000	-4,500
무형자산감소(증가)	-42	-64	-64	-64	-64
기타	-1,625	422	-58	905	181
재무활동현금흐름	-6,371	-3,029	-2,490	-3,484	-3,541
단기금융부채증가(감소)	-1,973	-1,311	-2,085	-1,000	-1,000
장기금융부채증가(감소)	-3,294	-544	1,104	-1,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	-438	0	0
배당금의 지급	-562	-603	-733	-671	-671
기타	-541	-571	-339	-813	-870
현금의 증가(감소)	-822	2,656	7,491	2,107	2,516
기초현금	6,942	6,120	8,776	16,267	18,374
기말현금	6,120	8,776	16,267	18,374	20,890
FCF	7,878	4,679	7,986	4,892	5,784

자료 : 한국타이어엔테크놀로지

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	67,951	68,833	65,120	71,763	73,955
매출원가	46,914	49,611	46,649	50,892	52,440
매출총이익	21,036	19,222	18,471	20,871	21,515
매출총이익률 (%)	31.0	27.9	28.4	29.1	29.1
판매비와관리비	14,010	13,782	12,601	13,936	14,489
영업이익	7,027	5,440	5,870	6,935	7,026
영업이익률 (%)	10.3	7.9	9.0	9.7	9.5
비영업손익	-50	459	274	855	-416
순금융비용	434	415	227	-91	689
외환관련손익	125	330	264	46	-344
관계기업투자등 관련손익	380	460	127	431	444
세전계속사업이익	6,977	5,899	6,145	7,789	6,610
세전계속사업이익률 (%)	10.3	8.6	9.4	10.9	8.9
계속사업법인세	1,673	1,603	2,127	1,869	1,454
계속사업이익	5,304	4,296	4,018	5,920	5,156
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,304	4,296	4,018	5,920	5,156
순이익률 (%)	7.8	6.2	6.2	8.3	7.0
지배주주	5,222	4,195	3,920	5,775	5,887
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.09	6.02	8.05	7.96
비지배주주	82	101	98	145	-731
총포괄이익	4,849	4,572	4,852	6,754	5,990
지배주주	4,770	4,470	4,748	6,604	6,715
비지배주주	79	103	104	151	-725
EBITDA	12,817	11,756	12,271	12,670	12,571

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-0.3	1.3	-5.4	10.2	3.1
영업이익	-11.4	-22.6	7.9	18.1	1.3
세전계속사업이익	-6.1	-15.5	4.2	26.8	-15.1
EBITDA	-4.5	-8.3	4.4	3.2	-0.8
EPS(계속사업)	-12.8	-19.7	-6.6	47.4	1.9
수익성 (%)					
ROE	8.0	6.0	5.3	7.4	7.0
ROA	5.5	4.3	3.9	5.5	4.6
EBITDA마진	18.9	17.1	18.8	17.7	17.0
안정성 (%)					
유동비율	181.1	193.0	297.1	327.7	363.3
부채비율	44.3	41.4	39.1	35.1	31.0
순차입금/자기자본	14.7	11.3	-2.1	-7.0	-11.7
EBITDA/이자비용(배)	22.5	20.5	20.5	15.6	14.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,216	3,387	3,164	4,662	4,752
BPS	54,616	57,774	60,704	65,493	70,373
CFPS	8,890	8,486	8,331	9,292	9,228
주당 현금배당금	450	550	550	550	550
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.3	13.0	12.9	9.6	9.5
PER(최저)	9.3	8.2	4.9	8.0	7.9
PBR(최고)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.7	0.5	0.3	0.6	0.5
PCR	4.5	4.0	4.7	4.7	4.8
EV/EBITDA(최고)	6.6	5.4	4.0	4.0	3.6
EV/EBITDA(최저)	4.6	3.6	1.5	3.3	2.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com.kr

02-3773-8882

Company Data

자본금	551 억원
발행주식수	1,047 만주
자사주	35 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,037 억원
주요주주	
정몽원(외7)	28.48%
국민연금공단	12.52%
외국인지분율	11.20%
배당수익률	4.20%

Stock Data

주가(21/01/22)	48,100 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	48,100 원
52주 최저가	24,450 원
60일 평균 거래대금	44 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	26.6%	10.2%
6개월	73.7%	23.2%
12개월	7.7%	-22.2%

한라홀딩스 (060980/KS | 매수(유지) | T.P 57,000 원(상향))

배당도 좋고, 자체사업 성장도 좋다

2021 년 실적은 매출액 8,108 억원(YoY +14.5%), 영업이익 1,014 억원(YoY +44.9%, OPM 12.5%), 당기순이익 568 억원(YoY +51.2%, NIM 7.0%) 전망. 지금 까지 동사의 투자포인트는 주요 자회사(만도/만도헬라)와 배당매력이 중심. 앞으로는 자체사업의 성장에도 주목할 필요. 유럽법인 설립과 비마이카와의 제휴, 안정적인 현금을 바탕으로 전략적 투자 확대 기대. 투자의견 매수 유지, 목표주가는 57,000 원으로 상향

배당도 좋고, 자체사업 성장도 좋다

지난 3 분기 실적은 글로벌 자동차생산 증가에 따른 만도/만도헬라의 수익성 회복과 수익성 기반의 주주를 기반으로 한 한라의 안정적인 실적, 자체사업의 수익구조 개선이 맞물리며 2 분기 대비 큰 폭의 회복을 보였다. 4 분기에도 자동차생산이 증가하고, 자체사업 또한 정상화될 것으로 예상됨에 따라 턴어라운드 기조는 이어갈 것으로 기대한다. 2021 년 실적은 매출액 8,108 억원(YoY +14.5%), 영업이익 1,014 억원(YoY +44.9%, OPM 12.5%), 당기순이익 568 억원(YoY +51.2%, NIM 7.0%)으로 전망한다.

지금까지 동사의 주된 투자포인트는 만도/만도헬라와 같은 주요 자회사의 실적과 주가, 그리고 높은 배당이였다. 특히 2020 년에는 COVID 19 로 어려움을 겪었음에도 주당 2,000 원의 배당금 유지를 조기에 발표하며, 주주환원에 대한 의지를 피력함과 동시에 5% 이상의 높은 배당수익률로 주가 상승을 이끌었다.

2021 년에도 기존 투자포인트는 유지되겠지만, 자체사업의 변화에도 주목할 필요가 있다. 수익성 중심의 사업구조 재편이 이루어짐과 동시에 유럽법인 설립을 통한 신규 매출처 확보, 모빌리티 기업인 비마이카와의 제휴를 통하여 외형 및 수익성 증가와 Non-captive 비중 확대가 예상되기 때문이다. 또한 안정적인 현금을 바탕으로 아워박스 투자와 같은 전략적 투자확대도 자체사업의 추가 성장을 기대하게 하는 요인이다. 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 자회사 지분가치 상승과 사업가치 증가를 반영하여 기존 38,000 원에서 57,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

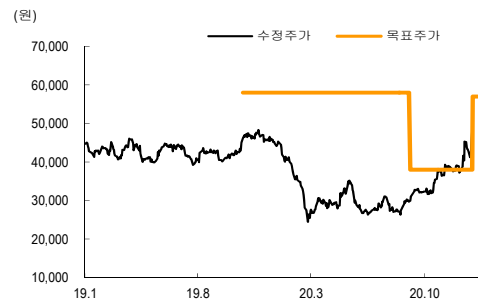
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	8,907	7,002	7,984	7,084	8,108	8,834
yoy	%	5.5	-21.4	14.0	-11.3	14.5	9.0
영업이익	억원	637	-1,284	754	699	1,014	1,161
yoy	%	-31.9	적전	흑전	-7.3	45.0	14.5
EBITDA	억원	750	-1,188	988	1,023	1,543	1,648
세전이익	억원	764	-1,511	521	403	628	740
순이익(지배주주)	억원	430	-1,732	411	376	568	670
영업이익률%	%	7.2	-18.3	9.5	9.9	12.5	13.1
EBITDA%	%	8.4	-17.0	12.4	14.4	19.0	18.7
순이익률	%	4.9	-24.7	5.1	5.3	7.0	7.6
EPS(계속사업)	원	4,443	-14,812	4,052	3,587	5,427	6,398
PER	배	14.1	N/A	11.3	10.4	8.9	7.5
PBR	배	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	15.6	-8.3	10.5	9.3	6.4	5.5
ROE	%	4.6	-19.3	4.7	4.2	6.2	7.0
순차입금	억원	4,837	5,012	5,401	5,463	4,755	3,960
부채비율	%	98.4	99.3	98.7	112.4	108.3	101.9

<표 1> 한라홀딩스 주당 NAV 와 목표주가 산정

구분					지분율	금액
	상장	만도	시가총액	36,627	30.3	11,109
		한라(보통주)	시가총액	2,173	6.9	151
	비상장	만도헬라	21F 예상순이익 x 8	1,360	50.0	680
		스택폴	21F 예상순이익 x 6	780	20.0	156
		한라(우선주)	장부가치	1,903	57.3	1,091
	합계					13,187
B=A * 70%		30% 할인				7,912
C	사업가치(유통)		21F 예상순이익 x 6	220	X6	1,320
D	브랜드가치			258	x10	2,577
E	순차입금	(연결기준)				-5,834
F=B+C+D+E	합계					5,975
G	주식수					10,472,070
H = F / G	주당가치					57,057
	목표주가					57,000

자료: 한라홀딩스, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	매수	57,000원	6개월		
2020.09.28	매수	38,000원	6개월	-3.41%	26.58%
2020.02.27	매수	58,000원	6개월	-41.32%	-16.64%
2019.11.18	매수	58,000원	6개월	-23.78%	-16.64%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,685	3,223	4,444	5,117	5,700
현금및현금성자산	856	1,132	1,714	2,122	2,517
매출채권및기타채권	1,668	1,191	1,056	1,209	1,318
재고자산	782	812	720	824	898
비유동자산	13,557	14,381	14,603	14,397	14,240
장기금융자산	310	298	364	364	364
유형자산	2,624	2,667	2,721	2,514	2,342
무형자산	292	243	165	114	71
자산총계	17,241	17,604	19,048	19,515	19,940
유동부채	2,903	4,945	5,062	5,071	5,019
단기금융부채	939	3,320	3,621	3,421	3,221
매입채무 및 기타채무	1,729	1,293	1,148	1,314	1,431
단기충당부채	7	6	5	6	6
비유동부채	5,686	3,798	5,019	5,074	5,046
장기금융부채	5,073	3,238	4,454	4,354	4,154
장기매입채무 및 기타채무	3	7	7	7	7
장기충당부채	0	20	21	23	25
부채총계	8,589	8,743	10,081	10,145	10,065
지배주주지분	8,652	8,861	8,966	9,370	9,875
자본금	551	551	551	551	551
자본잉여금	2,647	2,647	2,647	2,647	2,647
기타자본구성요소	-378	-241	-340	-340	-340
자기주식	-137	0	-99	-99	-99
이익잉여금	6,392	6,430	6,589	6,955	7,423
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,652	8,861	8,966	9,370	9,875
부채외자본총계	17,241	17,604	19,048	19,515	19,940

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-1,518	483	1,211	1,380	1,485
당기순이익(손실)	-1,732	521	376	568	670
비현금성항목등	412	55	450	974	978
유형자산감가상각비	69	210	304	507	472
무형자산감가상각비	27	24	20	22	15
기타	40	-9	41	89	97
운전자본감소(증가)	-43	13	412	-103	-93
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	418	86	-153	-108
재고자산감소(증가)	94	-27	70	-104	-74
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	34	-379	-137	166	118
기타	-103	0	393	-12	-28
법인세납부	-154	-105	-28	-60	-71
투자활동현금흐름	221	196	-935	-245	-243
금융자산감소(증가)	221	93	-902	0	0
유형자산감소(증가)	104	-228	-250	-300	-300
무형자산감소(증가)	-5	29	29	29	29
기타	-99	302	187	26	28
재무활동현금흐름	-928	-414	299	-726	-846
단기금융부채증가(감소)	-359	-132	-277	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	-196	149	1,276	-100	-200
자본의증가(감소)	-62	-19	-99	0	0
배당금의 지급	0	-210	-209	-202	-202
기타	-243	-202	-392	-224	-244
현금의 증가(감소)	-2,225	276	582	408	395
기초현금	1,234	856	1,132	1,714	2,122
기말현금	-990	1,132	1,714	2,122	2,517
FCF	-804	196	770	1,071	1,174

자료 : 한라홀딩스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,002	7,984	7,084	8,108	8,834
매출원가	7,561	6,395	5,594	6,243	6,758
매출총이익	-559	1,589	1,490	1,865	2,076
매출총이익률 (%)	-8.0	19.9	21.0	23.0	23.5
판매비와관리비	725	835	790	851	915
영업이익	-1,284	754	699	1,014	1,161
영업이익률 (%)	-18.3	9.5	9.9	12.5	13.1
비영업손익	-227	-233	-296	-386	-421
순금융비용	228	246	28	198	216
외환관련손익	5	3	-35	-99	-108
관계기업투자등 관련손익	34	0	0	0	0
세전계속사업이익	-1,511	521	403	628	740
세전계속사업이익률 (%)	-21.6	6.5	5.7	7.8	8.4
계속사업법인세	89	96	27	60	71
계속사업이익	-1,600	425	376	568	670
중단사업이익	-132	-14	0	0	0
*법인세효과	-14	0	0	0	0
당기순이익	-1,732	411	376	568	670
순이익률 (%)	-24.7	5.1	5.3	7.0	7.6
지배주주	-1,732	411	376	568	670
지배주주귀속 순이익률(%)	-24.74	5.14	5.3	7.01	7.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1,802	431	414	606	708
지배주주	-1,802	431	413	606	708
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-1,188	988	1,023	1,543	1,648

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-21.4	14.0	-11.3	14.5	9.0
영업이익	적전	흑전	-7.3	45.0	14.5
세전계속사업이익	적전	흑전	-22.6	55.8	17.9
EBITDA	적전	흑전	3.5	50.8	6.8
EPS(계속사업)	적전	흑전	-11.5	51.3	17.9
수익성 (%)					
ROE	-19.3	4.7	4.2	6.2	7.0
ROA	-9.7	2.4	2.1	3.0	3.4
EBITDA마진	-17.0	12.4	14.4	19.0	18.7
안정성 (%)					
유동비율	126.9	65.2	87.8	100.9	113.6
부채비율	99.3	98.7	112.4	108.3	101.9
순차입금/자기자본	57.9	61.0	60.9	50.8	40.1
EBITDA/이자비용(배)	-4.9	3.8	24.4	6.9	6.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-14,812	4,052	3,587	5,427	6,398
BPS	80,094	84,613	85,617	89,472	94,298
CFPS	-15,148	6,149	6,677	10,473	11,044
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	11.9	13.0	8.9	7.5
PER(최저)	N/A	9.7	6.8	7.2	6.1
PBR(최고)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4
PCR	-2.9	7.5	5.6	4.6	4.4
EV/EBITDA(최고)	-10.0	10.7	10.2	6.4	5.5
EV/EBITDA(최저)	-7.7	9.8	8.0	5.8	4.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.co.kr

02-3773-8882

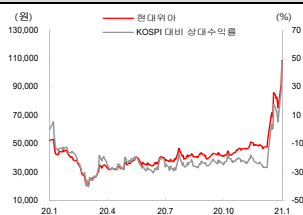
Company Data

자본금	1,360 억원
발행주식수	2,720 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	28,827 억원
주요주주	
현대자동차(외3)	40.75%
국민연금공단	11.11%
외국인지분율	11.00%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(21/01/22)	106,000 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	1.81
52주 최고가	108,500 원
52주 최저가	20,450 원
60일 평균 거래대금	696 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	127.5%	98.0%
6개월	179.3%	98.2%
12개월	101.9%	45.8%

현대위아 (011210/KS | 중립(하향) | T.P 94,000 원(상향))

달라질 중장기 제품 포트폴리오

연초 이후 2023 년 출시 예정인 E-GMP 차종의 열관리 시스템 수주, 향후 추가 수주 기대. 신규로 진출한 사업부의 경쟁력 확인과 동시에 전동화로의 변화에 대응하고 있음을 보여주며 내연기관 위주의 제품 포트폴리오로 지금까지 받아왔던 우려 희석. 중장기 변화에 대응하고 있음은 긍정적이나 단기에 생산량 감소에 따른 실적부담 존재. 목표주가는 달라질 제품라인업을 반영하여 94,000 원으로 상향하나 투자의견은 중립으로 하향

차량부품 회복 지속

2020 년 4 분기 실적은 매출액 1 조 8,483 억원(YoY +2.8%), 영업이익 397 억원(YoY +96.6%, OPM 2.1%), 당기순이익 261 억원(YoY 71.4%, NIM 1.4%)으로 전망한다. 사업부별로 차량부품 영업이익은 생산물량 증가와 옵션채택 확대 영향으로 지난 분기 대비 증가한 468 억원(OPM 2.8%), 기계부품은 -71 억원(OPM -4.0%)으로 영업적자는 이어지겠으나 과거와 같은 일회성 비용반영 가능성은 제한적이라 예상한다

달라질 중장기 제품 포트폴리오

연초 이후 2023 년 출시 예정인 E-GMP 차종 대상으로 열관리 시스템을 수주하며, 신규로 진출한 사업부의 경쟁력을 보임과 동시에 내연기관에서 전동화로의 변화에 대응할 수 있음을 보여주었다. 관련 제품의 매출효과가 현재 주력제품 대비 낮고, 적용시점까지 시간이 소요된다는 점은 부담이나 내연기관 위주의 제품 포트폴리오로 인해 동사가 지금까지 받아왔던 우려를 희석시킬 수 있는 요인이라는 판단이다. 중장기적인 자동차 산업 변화에 빠르게 대응하고 있음은 긍정적이나 단기적인 실적에도 주목할 필요가 있다. PEER 대비 높은 valuation 을 부여받고 있는 상황에서 수급차질로 주요 고객사의 생산량이 기존 예상대비 낮아질 수 있다는 점, 특히 중국 엔진법인의 지분확대가 결정된 상황에서 중국 산업수요의 가시성이 낮아졌다는 점은 부담요인이다. 수주를 기반으로 점진적으로 달라질 제품라인업을 반영하여 목표주가는 기존 47,000 원에서 2021 년 예상 EPS(기계사업부 제외)에 Target Multiple 16 배를 적용한 94,000 원으로 상향한다. Target Multiple 은 매출처 다변화 등이 진행 중인 글로벌 PEER 평균을 적용하였다. 다만 투자의견은 주가상승여력을 감안하여 중립으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

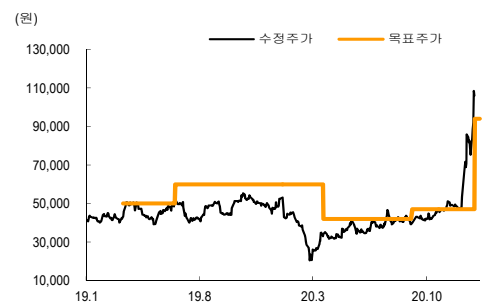
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	74,874	78,805	73,146	65,491	73,559	78,332
yoy	%	-1.3	5.3	-7.2	-10.5	12.3	6.5
영업이익	억원	167	50	1,019	989	1,894	2,219
yoy	%	-93.6	-69.9	1,926.1	-3.0	91.6	17.2
EBITDA	억원	2,653	2,661	3,632	3,855	6,250	6,377
세전이익	억원	-971	-706	495	1,769	1,729	2,281
순이익(지배주주)	억원	-630	-556	552	1,367	1,436	1,856
영업이익률%	%	0.2	0.1	1.4	1.5	2.6	2.8
EBITDA%	%	3.5	3.4	5.0	5.9	8.5	8.1
순이익률	%	-0.8	-0.7	0.8	1.9	1.8	2.2
EPS(계속사업)	원	-2,317	-2,043	2,030	5,028	5,281	6,823
PER	배	N/A	N/A	24.7	10.6	20.1	15.5
PBR	배	0.6	0.3	0.4	0.5	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	9.5	7.8	6.1	6.5	6.0	5.5
ROE	%	-2.0	-1.8	1.8	4.3	4.4	5.4
순차입금	억원	7,449	10,801	8,502	6,317	4,236	2,055
부채비율	%	129.1	134.0	119.1	111.8	108.9	103.9

<표 1> 현대위아 실적추이 및 전망

(단위: 억원)											
	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q(F)	21.1Q(F)	21.2Q(F)	21.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	16,478	12,137	18,394	18,483	17,817	18,209	18,306	19,227	73,146	65,492	73,559
차량부품	14,708	10,511	16,683	16,713	16,135	16,551	16,575	17,435	64,551	58,615	66,696
기계	1,770	1,626	1,711	1,770	1,681	1,658	1,732	1,791	8,595	6,877	6,863
영업이익	845	-386	132	397	367	496	412	618	1,020	988	1,894
%	5.1	-3.2	0.7	2.1	2.1	2.7	2.3	3.2	1.4	1.5	2.6
차량부품	747	-348	185	468	420	530	464	663	1,707	1,052	2,076
%	5.1	-3.3	1.1	2.8	2.6	3.2	2.8	3.8	2.6	1.8	3.1
기계	98	-38	-54	-71	-52	-33	-52	-45	-687	-64	-182
%	5.6	-2.3	-3.1	-4.0	-3.1	-2.0	-3.0	-2.5	-8.0	-0.9	-2.7
세전이익	1,293	-549	681	343	327	456	371	575	495	1,768	1,729
%	7.8	-4.5	3.7	1.9	1.8	2.5	2.0	3.0	0.7	2.7	2.4
당기순이익	765	-484	704	261	249	346	282	437	553	1,246	1,314
%	4.6	-4.0	3.8	1.4	1.4	1.9	1.5	2.3	0.8	1.9	1.8

자료: 현대위아, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	중립	94,000원	6개월		
2020.09.28	매수	47,000원	6개월	12.33%	130.85%
2020.04.27	매수	42,000원	6개월	-9.68%	11.19%
2020.04.14	매수	42,000원	6개월	-19.99%	-16.31%
2020.01.30	매수	60,000원	6개월	-25.93%	-7.83%
2019.07.11	매수	60,000원	6개월	-19.86%	-7.83%
2019.04.04	매수	50,000원	6개월	-7.55%	1.40%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 1월 25일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	38,908	35,691	39,656	42,681	45,206
현금및현금성자산	3,358	3,826	11,663	12,744	13,926
매출채권및기타채권	18,322	15,475	12,443	13,608	14,491
재고자산	8,031	6,652	5,956	6,689	7,123
비유동자산	32,167	32,052	37,369	36,047	35,219
장기금융자산	613	582	961	961	961
유형자산	25,695	25,610	32,015	30,587	29,318
무형자산	2,132	1,702	2,167	1,996	1,863
자산총계	71,074	67,743	77,025	78,728	80,426
유동부채	18,628	18,614	18,873	19,677	19,949
단기금융부채	3,579	6,251	8,281	7,781	7,281
매입채무 및 기타채무	14,050	10,885	9,471	10,638	11,328
단기충당부채	263	300	268	302	321
비유동부채	22,077	18,211	21,791	21,360	21,036
장기금융부채	19,227	15,367	18,887	18,387	17,887
장기매입채무 및 기타채무	16	16	16	16	16
장기충당부채	2,056	2,343	2,368	2,463	2,629
부채총계	40,705	36,825	40,664	41,037	40,985
지배주주지분	30,369	30,918	32,251	33,652	35,472
자본금	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
자본잉여금	5,005	5,005	5,005	5,005	5,005
기타자본구성요소	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132
자기주식	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132
이익잉여금	25,204	25,495	26,718	27,968	29,638
비지배주주지분	0	0	4,110	4,039	3,968
자본총계	30,369	30,918	36,361	37,691	39,441
부채외자본총계	71,074	67,743	77,025	78,728	80,426

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-779	4,843	7,207	5,269	5,385
당기순이익(손실)	-556	552	1,245	1,314	1,733
비현금성항목등	3,867	3,676	2,092	4,936	4,644
유형자산감가상각비	2,040	2,076	2,401	3,828	3,669
무형자산감가상각비	571	536	466	528	489
기타	569	650	-1,136	-56	17
운전자본감소(증가)	-4,110	728	4,715	-566	-445
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,519	2,801	4,137	-1,165	-883
재고자산감소(증가)	951	1,458	2,236	-734	-434
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	-3,646	-2,821	1,167	690
기타	-534	114	1,163	166	182
법인세납부	20	-113	-846	-415	-547
투자활동현금흐름	-4,387	-2,226	-642	-2,560	-2,548
금융자산감소(증가)	-2,803	-601	1,238	0	0
유형자산감소(증가)	-1,467	-1,699	-2,400	-2,400	-2,400
무형자산감소(증가)	-369	-357	-357	-357	-357
기타	252	430	877	196	209
재무활동현금흐름	-815	-2,183	1,326	-1,627	-1,656
단기금융부채증가(감소)	-1,328	-2,100	-4,304	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	1,311	729	6,364	-500	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-159	-159	-186	-186	-186
기타	-639	-653	-548	-441	-470
현금의 증가(감소)	-5,956	468	7,837	1,081	1,181
기초현금	9,313	3,358	3,826	11,663	12,744
기말현금	3,358	3,826	11,663	12,744	13,926
FCF	-2,410	3,307	2,725	2,473	2,643

자료 : 현대위아, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	78,805	73,146	65,491	73,559	78,332
매출원가	75,784	69,179	61,779	68,377	72,734
매출총이익	3,021	3,967	3,712	5,182	5,598
매출총이익률 (%)	3.8	5.4	5.7	7.0	7.2
판매비와관리비	2,970	2,948	2,724	3,288	3,379
영업이익	50	1,019	989	1,894	2,219
영업이익률 (%)	0.1	1.4	1.5	2.6	2.8
비영업손익	-757	-525	780	-165	62
순금융비용	457	388	316	245	261
외환관련손익	49	122	85	-123	-131
관계기업투자등 관련손익	-169	5	438	147	470
세전계속사업이익	-706	495	1,769	1,729	2,281
세전계속사업이익률 (%)	-0.9	0.7	2.7	2.4	2.9
계속사업법인세	-151	-57	524	415	547
계속사업이익	-556	552	1,245	1,314	1,733
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-556	552	1,245	1,314	1,733
순이익률 (%)	-0.7	0.8	1.9	1.8	2.2
지배주주	-556	552	1,367	1,436	1,856
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.71	0.75	2.09	1.95	2.37
비지배주주	0	0	-122	-122	-122
총포괄이익	-872	708	1,447	1,516	1,936
지배주주	-872	708	1,518	1,587	2,007
비지배주주	0	0	-71	-71	-71
EBITDA	2,661	3,632	3,855	6,250	6,377

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	5.3	-7.2	-10.5	12.3	6.5
영업이익	-69.9	1,926.1	-3.0	91.6	17.2
세전계속사업이익	적지	흑전	257.6	-2.3	31.9
EBITDA	0.3	36.5	6.1	62.1	2.0
EPS(계속사업)	적지	흑전	147.7	5.0	29.2
수익성 (%)					
ROE	-1.8	1.8	4.3	4.4	5.4
ROA	-0.8	0.8	1.7	1.7	2.2
EBITDA마진	3.4	5.0	5.9	8.5	8.1
안정성 (%)					
유동비율	208.9	191.7	210.1	216.9	226.6
부채비율	134.0	119.1	111.8	108.9	103.9
순차입금/자기자본	35.6	27.5	17.4	11.2	5.2
EBITDA/이자비용(배)	4.0	5.7	7.5	14.2	13.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,043	2,030	5,028	5,281	6,823
BPS	111,672	113,690	118,590	123,742	130,436
CFPS	7,556	11,637	15,568	21,300	22,114
주당 현금배당금	600	700	700	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	27.2	10.6	20.6	15.9
PER(최저)	N/A	17.5	4.1	13.0	10.1
PBR(최고)	0.6	0.5	0.5	0.9	0.8
PBR(최저)	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5
PCR	4.8	4.3	3.4	5.0	4.8
EV/EBITDA(최고)	10.9	6.5	6.5	6.1	5.6
EV/EBITDA(최저)	7.2	5.0	4.2	4.3	3.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com.kr

02-3773-8882

Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	13 만주
액면가	100 원
시가총액	96,084 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스(외)	69.99%
1) 국민연금공단	6.02%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(21/01/22)	18,000 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	18,450 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	348 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.7%	2.4%
6개월	90.3%	35.0%
12개월	60.7%	16.0%

한온시스템 (018880/KS | 중립(하향) | T.P 18,000 원(상향))

추가상향을 위한 신규수주의 확대가 중요

전동화부품의 매출과 이익기여도는 점차 증가할 것으로 기대. 상대적으로 낮은 수익성은 빠르게 개선될 전망. 다변화된 고객과 선도기술, 글로벌 생산거점 운영은 valuation 에 이미 반영 중. 추가적인 상향을 위해서는 열관리 분야에서 독보적인 우위를 보여줄 필요. 향후 신규수주와 수주잔고의 반등에 주목. 목표주가는 2021 년 예상 EPS 에 과거 고점 Target Multiple 26 배를 적용한 18,000 원으로 상향하나 투자의견은 중립으로 하향

전동화 부품의 확대

2020 년 4 분기 실적은 매출액 2.0 조원(YoY +3.2%), 영업이익 1,755 억원(YoY +2.6 %. OPM 8.7%), 당기순이익 1,287 억원(YoY +7.9% NIM 6.4%)으로 전망한다. 비우호적인 환율 환경과 유럽 판매 감소에도 불구하고, 주요 고객사의 생산증가와 VW ID3 를 비롯한 전동화 부품 매출 확대, 비용관리의 긍정적 영향이 컸으리라 판단한다.

추가상향을 위한 신규수주의 확대가 중요

기존 출시된 전동화차량의 물량증가와 현대차의 아이오닉 5, VW ID4 등 기수주한 차량의 신규 출시로 전동화부품 매출과 이익기여도는 점차 증가할 것으로 기대한다. 현재 까지 내연기관 대비 낮은 수익성을 보이고 있으나 외형 성장에 힘입어 빠르게 개선될 전망이다. 전동화로의 변화에 대응하여 다양한 고객으로부터 수주를 받았고, 많은 선도 기술과 글로벌 생산거점을 운영하고 있다는 점은 동사가 현재 부여받고 있는 높은 valuation 에 반영되고 있다는 판단이다.

다만 추가적인 상향을 위해서는 실적 개선과 함께 경쟁업체 대비 열관리 분야에서 독보적인 우위를 보여줄 필요가 있다. COVID19 여파로 지연되었던 수주가 재개됨에 따라 신규수주와 수주잔고의 의미있는 반등 여부가 점차 중요해질 전망이다. 투자의견은 주가상승여력을 감안하여 중립으로 하향하나 목표주가는 기존 13,500 원에서 2021 년 예상 EPS 에 Target Multiple 26 배를 적용한 18,000 원으로 상향한다. 2021 년 예상 EPS 에 Target Multiple 은 과거 전동화 부품 수주 당시 받았던 고점 PER 을 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	55,857	59,376	71,542	67,963	80,026	83,961
yoy	%	-2.1	6.3	20.5	-5.0	17.8	4.9
영업이익	억원	4,684	4,338	4,838	2,970	5,607	6,151
yoy	%	10.9	-7.4	11.5	-38.6	88.8	9.7
EBITDA	억원	6,699	7,014	8,645	10,000	15,877	15,457
세전이익	억원	4,215	3,796	4,073	1,978	4,966	5,395
순이익(지배주주)	억원	2,886	2,776	3,185	1,500	3,723	4,061
영업이익률%	%	8.4	7.3	6.8	4.4	7.0	7.3
EBITDA%	%	12.0	11.8	12.1	14.7	19.8	18.4
순이익률	%	5.3	4.8	4.5	2.2	4.8	5.0
EPS(계속사업)	원	541	520	597	281	697	761
PER	배	25.7	20.8	18.7	57.8	25.8	23.7
PBR	배	3.8	2.8	2.7	3.9	3.9	3.5
EV/EBITDA	배	11.5	9.4	9.6	10.8	7.1	6.9
ROE	%	15.2	13.8	15.0	6.7	15.9	15.7
순차입금	억원	1,320	6,244	20,321	17,842	12,575	7,227
부채비율	%	102.8	151.3	203.0	223.6	208.9	184.5

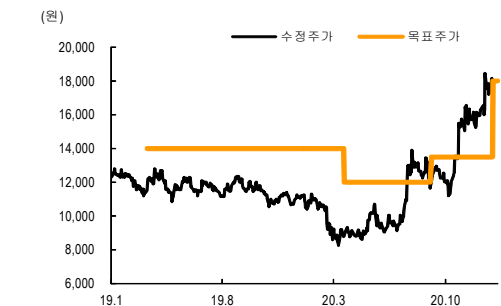
<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q(F)	21.1Q(F)	21.2Q(F)	21.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	16,748	11,954	19,014	20,246	17,539	18,594	21,371	22,523	71,542	67,962	80,026
아시아	9,412	8,181	11,497	12,758	9,630	9,506	11,979	13,705	42,805	41,848	44,819
미주	4,539	1,771	4,633	4,350	4,403	3,720	4,772	4,568	16,894	15,294	17,463
유럽	8,767	5,272	9,488	8,983	7,891	10,017	9,962	9,881	34,531	32,510	37,751
영업이익	597	-578	1,196	1,755	1,151	1,292	1,428	1,736	4,839	2,970	5,607
%	3.6	-4.8	6.3	8.7	6.6	6.9	6.7	7.7	6.8	4.4	7.0
세전이익	453	-810	641	1,694	1,011	1,143	1,257	1,556	4,073	1,978	4,966
%	2.7	-6.8	3.4	8.4	5.8	6.1	5.9	6.9	5.7	2.9	6.2
당기순이익	332	-604	509	1,287	778	880	968	1,198	3,226	1,524	3,824
%	2.0	-5.1	2.7	6.4	4.4	4.7	4.5	5.3	4.5	2.2	4.8
지배주주	341	-590	492	1,258	752	860	953	1,158	3,185	1,501	3,723
%	2.0	-4.9	2.6	6.2	4.3	4.6	4.5	5.1	4.5	2.2	4.7

자료: 한온시스템, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	중립	18,000원	6개월		
2020.09.28	매수	13,500원	6개월	8.39%	36.67%
2020.08.12	매수	12,000원	6개월	-13.41%	15.83%
2020.04.14	매수	12,000원	6개월	-20.96%	-8.33%
2019.11.07	매수	14,000원	6개월	-19.63%	-8.57%
2019.08.16	매수	14,000원	6개월	-15.79%	-8.57%
2019.07.11	매수	14,000원	6개월	-15.43%	-8.57%
2019.04.04	매수	14,000원	6개월	-15.18%	-8.57%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	28,592	29,224	35,375	42,554	46,515
현금및현금성자산	10,178	6,867	15,526	19,293	22,141
매출채권및기타채권	9,904	12,086	10,733	12,638	13,259
재고자산	5,058	6,128	5,097	6,002	6,297
비유동자산	24,966	41,600	40,924	37,714	35,224
장기금융자산	99	94	64	64	64
유형자산	15,515	21,304	19,549	16,952	15,121
무형자산	5,640	15,928	16,649	15,555	14,660
자산총계	53,558	70,824	76,299	80,269	81,739
유동부채	18,671	20,915	23,815	27,007	28,385
단기금융부채	4,923	4,361	8,648	9,148	9,648
매입채무 및 기타채무	10,780	12,750	11,554	13,604	14,273
단기충당부채	57	30	28	33	35
비유동부채	13,570	26,534	28,907	27,275	24,626
장기금융부채	11,867	23,098	25,340	23,340	20,340
장기매입채무 및 기타채무	132	128	128	128	128
장기충당부채	498	567	642	715	748
부채총계	32,241	47,449	52,722	54,282	53,012
지배주주지분	20,367	22,168	22,323	24,596	27,208
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-215	-199	-169	-169	-169
기타자본구성요소	0	0	-11	-11	-11
자기주식	0	0	-11	-11	-11
이익잉여금	21,796	23,182	22,950	25,072	27,531
비지배주주지분	949	1,207	1,254	1,391	1,519
자본총계	21,317	23,375	23,577	25,987	28,727
부채외자본총계	53,558	70,824	76,299	80,269	81,739

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	4,766	8,270	11,247	13,768	13,864
당기순이익(손실)	2,837	3,226	1,525	3,824	4,154
비현금성항목등	4,689	5,867	9,069	12,053	11,302
유형자산감가상각비	2,337	3,120	5,431	7,097	6,331
무형자산감가상각비	338	687	1,599	3,174	2,975
기타	914	661	751	320	336
운전자본감소(증가)	-1,875	-112	1,269	-968	-351
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-820	1,854	1,806	-1,905	-621
재고자산감소(증가)	-446	584	1,018	-905	-295
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	640	-1,554	-1,728	2,051	669
기타	-1,249	-996	174	-208	-104
법인세납부	-885	-713	-616	-1,142	-1,241
투자활동현금흐름	-5,688	-19,281	-5,829	-6,313	-6,300
금융자산감소(증가)	-73	-18	-425	0	0
유형자산감소(증가)	-4,101	-4,248	-3,490	-4,500	-4,500
무형자산감소(증가)	-1,440	-2,080	-2,080	-2,080	-2,080
기타	-74	-12,935	166	267	280
재무활동현금흐름	5,505	7,736	3,564	-3,688	-4,717
단기금융부채증가(감소)	1,614	341	3,141	500	500
장기금융부채증가(감소)	5,354	9,457	2,589	-2,000	-3,000
자본의증가(감소)	0	0	-11	0	0
배당금의 지급	-1,725	-1,727	-1,529	-1,601	-1,601
기타	261	-336	-626	-587	-616
현금의 증가(감소)	4,505	-3,311	8,660	3,767	2,848
기초현금	5,673	10,178	6,867	15,526	19,293
기말현금	10,178	6,867	15,526	19,293	22,141
FCF	-1,420	-347	4,966	7,041	7,111

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	59,376	71,542	67,963	80,026	83,961
매출원가	50,249	61,199	59,579	68,426	71,706
매출총이익	9,127	10,343	8,384	11,600	12,255
매출총이익률 (%)	15.4	14.5	12.3	14.5	14.6
판매비와관리비	4,789	5,505	5,414	5,994	6,104
영업이익	4,338	4,838	2,970	5,607	6,151
영업이익률 (%)	7.3	6.8	4.4	7.0	7.3
비영업손익	-542	-766	-991	-640	-756
순금융비용	176	626	669	320	336
외환관련손익	-3	185	12	-160	-168
관계기업투자등 관련손익	63	40	31	160	84
세전계속사업이익	3,796	4,073	1,978	4,966	5,395
세전계속사업이익률 (%)	6.4	5.7	2.9	6.2	6.4
계속사업법인세	959	846	454	1,142	1,241
계속사업이익	2,837	3,226	1,525	3,824	4,154
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,837	3,226	1,525	3,824	4,154
순이익률 (%)	4.8	4.5	2.2	4.8	5.0
지배주주	2,776	3,185	1,500	3,723	4,061
지배주주귀속 순이익률(%)	4.68	4.45	2.21	4.65	4.84
비지배주주	61	41	25	102	94
총포괄이익	2,322	3,548	1,712	4,011	4,341
지배주주	2,278	3,493	1,652	3,875	4,213
비지배주주	44	55	60	137	129
EBITDA	7,014	8,645	10,000	15,877	15,457

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	6.3	20.5	-5.0	17.8	4.9
영업이익	-7.4	11.5	-38.6	88.8	9.7
세전계속사업이익	-9.9	7.3	-51.4	151.0	8.6
EBITDA	4.7	23.3	15.7	58.8	-2.7
EPS(계속사업)	-3.8	14.7	-52.9	148.2	9.1
수익성 (%)					
ROE	13.8	15.0	6.7	15.9	15.7
ROA	6.0	5.2	2.1	4.9	5.1
EBITDA마진	11.8	12.1	14.7	19.8	18.4
안정성 (%)					
유동비율	153.1	139.7	148.5	157.6	163.9
부채비율	151.3	203.0	223.6	208.9	184.5
순차입금/자기자본	29.3	86.9	75.7	48.4	25.2
EBITDA/이자비용(배)	28.7	12.1	11.9	27.1	25.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	520	597	281	697	761
BPS	3,816	4,153	4,182	4,608	5,097
CFPS	1,021	1,310	1,598	2,621	2,504
주당 현금배당금	320	320	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.4	21.5	58.9	26.5	24.3
PER(최저)	18.8	17.6	29.4	22.9	21.0
PBR(최고)	3.6	3.1	4.0	4.0	3.6
PBR(최저)	2.6	2.5	2.0	3.5	3.1
PCR	10.6	8.5	10.2	6.9	7.2
EV/EBITDA(최고)	11.6	10.6	10.9	7.2	7.1
EV/EBITDA(최저)	8.6	9.2	6.5	6.4	6.2

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.co.kr

02-3773-8882

Company Data

자본금	541 억원
발행주식수	10,417 만주
자사주	150 만주
액면가	500 원
시가총액	6,436 억원

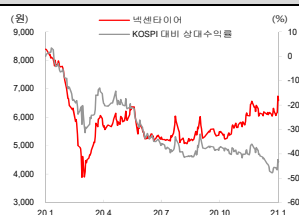
주요주주

넥센(외2)	66.95%
국민연금공단	6.95%
외국인지분률	7.40%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(21/01/22)	6,590 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	8,380 원
52주 최저가	3,890 원
60일 평균 거래대금	28 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.1%	-5.0%
6개월	24.3%	-11.8%
12개월	-21.5%	-43.3%

넥센타이어 (002350/KS | 중립(하향) | T.P 7,000 원(유지))

아쉬운 외부환경

2020 년 4 분기 실적은 매출액 4,504 억원(YoY -1.5%), 영업이익 315 억원(YoY -21.6%, OPM 7.0%), 당기순이익 35 억원(YoY -12.5%, NIM 5.2%) 전망. OE 생산 확대와 주요 지역에서 타이어 가격인상 등은 긍정적. 다만 단기적으로 주가는 미국 반덤핑 관세, 감가상각비용과 원/달러 환율 강세 등의 부정적 요인에 민감하게 반응할 것으로 판단. 목표주가 7,000 원을 유지하나 투자의견은 중립으로 하향

아쉬운 외부환경

2020 년 4 분기 실적은 매출액 4,504 억원(YoY -1.5%), 영업이익 315 억원(YoY -21.6%, OPM 7.0%), 당기순이익 35 억원(YoY -12.5%, NIM 5.2%)으로 전망한다. 전년 동기 높은 기저가 부담이나 원재료 투입단가 하락, 가동률 개선 등에 힘입어 전분기 대비 개선이 기대된다.

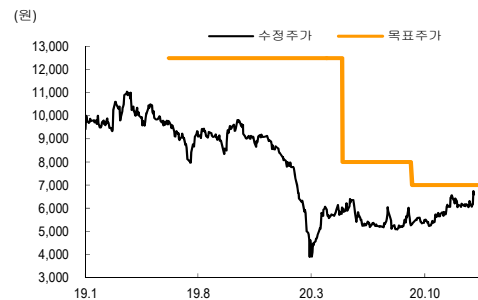
체코공장 가동과 신차용타이어(OE) 생산 확대, 주요 지역에서의 가격인상, 전기차 전용타이어의 수주, 카누(Canoo)와의 공급계약 체결 등은 중장기적으로 긍정적이나 주가는 단기 불확실성에 보다 민감하게 반응하리라 판단한다. 특히 올해 초에 발표된 미국 상무부의 승용차/경트럭 타이어(PVLT)에 대한 반덤핑 예비 판정은 외형과 이익에서 미국이 차지하는 비중이 높은 동사에 부담이다. 현지 공장을 보유한 경쟁사들과 달리 생산지 변경만을 통해 대응해야 한다는 점을 고려하면, 구체적인 판매전략이 수립되기 전까지 외형 성장 기대감을 낮출 필요가 있다. 이 밖에도 체코공장의 감가상각비용, 물류비용 증가, 전년 대비 강세로 전환한 원/달러 환율도 실적의 불확실성을 높이는 요인이다.

6 월 예정인 반덤핑 관세 최종 판결에서 변경될 가능성도 존재하나 이전까지는 주가와 실적의 상단은 제한될 가능성이 높다는 판단이다. 목표주가는 7,000 원을 유지하나 높은 불확실성과 낮은 주가상승여력을 감안하여 투자의견은 중립으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	19,648	19,840	20,223	16,915	18,018	18,904
yoy	%	3.7	1.0	1.9	-16.4	6.5	4.9
영업이익	억원	1,854	1,824	2,074	402	1,171	1,384
yoy	%	-25.2	-1.6	13.7	-80.6	191.1	18.2
EBITDA	억원	3,352	3,317	3,725	3,274	4,127	4,262
세전이익	억원	1,667	1,486	1,843	203	1,063	1,299
순이익(지배주주)	억원	1,250	1,036	1,182	123	808	987
영업이익률%	%	9.4	9.2	10.3	2.4	6.5	7.3
EBITDA%	%	17.1	16.7	18.4	19.4	22.9	22.5
순이익률	%	6.4	5.2	5.9	0.7	4.5	5.2
EPS(계속사업)	원	1,208	994	1,135	118	776	948
PER	배	9.8	9.2	8.0	52.6	8.5	7.0
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.1	6.4	5.7	5.4	4.1	3.7
ROE	%	9.9	7.5	7.9	0.8	5.1	5.9
순차입금	억원	6,064	9,419	9,370	8,802	7,499	6,383
부채비율	%	108.7	127.0	120.6	121.2	111.2	101.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.22	중립	7,000원	6개월		
2020.09.28	매수	7,000원	6개월	-16.74%	-3.71%
2020.05.20	매수	8,000원	6개월	-31.21%	-20.00%
2019.11.18	매수	12,500원	6개월	-35.83%	-21.44%
2019.06.28	매수	12,500원	6개월	-26.94%	-21.44%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	9,835	10,886	11,101	11,588	12,231
현금및현금성자산	1,377	1,473	3,176	3,679	3,994
매출채권및기타채권	3,880	3,722	3,302	3,157	3,312
재고자산	3,036	3,854	3,129	3,243	3,403
비유동자산	22,587	23,475	23,511	23,044	22,689
장기금융자산	444	604	767	767	767
유형자산	21,286	21,898	21,653	21,097	20,619
무형자산	177	226	380	459	538
자산총계	32,423	34,361	34,612	34,632	34,920
유동부채	6,350	6,184	7,466	7,131	6,878
단기금융부채	2,906	2,628	4,539	4,139	3,739
매입채무 및 기타채무	2,478	2,342	1,911	1,910	2,004
단기충당부채	106	118	98	105	110
비유동부채	11,792	12,597	11,499	11,104	10,715
장기금융부채	9,158	9,773	8,699	8,299	7,899
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	172	202	180	185	195
부채총계	18,141	18,781	18,965	18,235	17,593
지배주주지분	14,248	15,543	15,609	16,360	17,290
자본금	541	541	541	541	541
자본잉여금	674	674	674	674	674
기타자본구성요소	-30	-30	-30	-30	-30
자기주식	-30	-30	-30	-30	-30
이익잉여금	12,914	14,103	14,119	14,819	15,698
비지배주주지분	34	36	37	37	37
자본총계	14,282	15,579	15,647	16,397	17,327
부채외자본총계	32,423	34,361	34,612	34,632	34,920

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,708	3,044	4,506	3,950	3,766
당기순이익(손실)	1,035	1,185	123	808	987
비현금성항목등	2,845	3,104	3,554	3,319	3,274
유형자산감가상각비	1,492	1,652	2,872	2,956	2,878
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	727	696	498	18	-10
운전자본감소(증가)	-1,750	-659	1,155	78	-184
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-344	174	399	145	-155
재고자산감소(증가)	-404	-783	776	-114	-160
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	195	25	84	-2	94
기타	-1,197	-75	-103	49	37
법인세납부	-423	-585	-326	-255	-312
투자활동현금흐름	-4,460	-2,446	-2,476	-2,047	-2,025
금융자산감소(증가)	61	-327	60	0	0
유형자산감소(증가)	-4,786	-2,155	-2,600	-2,400	-2,400
무형자산감소(증가)	-2	-79	-79	-79	-79
기타	266	116	143	432	454
재무활동현금흐름	2,954	-479	-542	-1,401	-1,425
단기금융부채증가(감소)	0	0	-100	-400	-400
장기금융부채증가(감소)	3,251	-181	-91	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-103	-103	-108	-108	-108
기타	-194	-195	-243	-492	-517
현금의 증가(감소)	217	95	1,703	503	316
기초현금	1,160	1,377	1,473	3,176	3,679
기말현금	1,377	1,473	3,176	3,679	3,994
FCF	-2,631	127	1,156	1,445	1,266

자료 : 넥센타이어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	19,840	20,223	16,915	18,018	18,904
매출원가	14,222	14,057	12,589	13,313	14,044
매출총이익	5,618	6,166	4,326	4,705	4,860
매출총이익률 (%)	28.3	30.5	25.6	26.1	25.7
판매비와관리비	3,793	4,093	3,923	3,534	3,476
영업이익	1,824	2,074	402	1,171	1,384
영업이익률 (%)	9.2	10.3	2.4	6.5	7.3
비영업손익	-338	-230	-199	-108	-85
순금융비용	132	138	101	60	63
외환관련손익	-66	111	-2	-30	-32
관계기업투자등 관련손익	-18	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,486	1,843	203	1,063	1,299
세전계속사업이익률 (%)	7.5	9.1	1.2	5.9	6.9
계속사업법인세	451	659	80	255	312
계속사업이익	1,035	1,185	123	808	987
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,035	1,185	123	808	987
순이익률 (%)	5.2	5.9	0.7	4.5	5.2
지배주주	1,036	1,182	123	808	987
지배주주귀속 순이익률(%)	5.22	5.85	0.72	4.48	5.22
비지배주주	0	2	1	0	0
총포괄이익	996	1,400	174	859	1,038
지배주주	996	1,398	173	859	1,038
비지배주주	0	2	1	0	0
EBITDA	3,317	3,725	3,274	4,127	4,262

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	1.0	1.9	-16.4	6.5	4.9
영업이익	-1.6	13.7	-80.6	191.1	18.2
세전계속사업이익	-10.9	24.1	-89.0	422.4	22.2
EBITDA	-1.1	12.3	-12.1	26.0	3.3
EPS(계속사업)	-17.7	14.2	-89.6	559.1	22.2
수익성 (%)					
ROE	7.5	7.9	0.8	5.1	5.9
ROA	3.4	3.6	0.4	2.3	2.8
EBITDA마진	16.7	18.4	19.4	22.9	22.5
안정성 (%)					
유동비율	154.9	176.0	148.7	162.5	177.8
부채비율	127.0	120.6	121.2	111.2	101.5
순차입금/자기자본	66.0	60.2	56.3	45.7	36.8
EBITDA/이자비용(배)	17.3	17.9	13.1	8.4	8.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	994	1,135	118	776	948
BPS	13,678	14,921	14,985	15,705	16,598
CFPS	2,427	2,721	2,875	3,613	3,711
주당 현금배당금	100	105	105	105	105
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.9	9.7	76.1	8.7	7.1
PER(최저)	7.7	7.0	33.1	7.8	6.4
PBR(최고)	0.9	0.7	0.6	0.4	0.4
PBR(최저)	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4
PCR	3.8	3.4	2.2	1.8	1.8
EV/EBITDA(최고)	7.5	6.2	6.2	4.1	3.7
EV/EBITDA(최저)	5.9	5.4	4.7	3.9	3.5

memo
