

2021. 4. 2

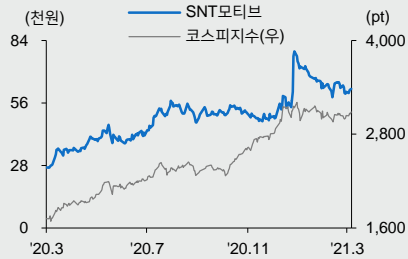


▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	54,000 원		
현재주가 (4.1)	62,300 원		
상승여력	-13.3%		
KOSPI	3,087.40pt		
시가총액	9,110억원		
발행주식수	1,462만주		
유동주식비율	54.00%		
외국인비중	23.56%		
52주 최고/최저가	79,200원/28,000원		
평균거래대금	95.5억원		
주요주주(%)			
S&T홀딩스	40.03		
국민연금공단	12.23		
Wellington Management Singapore	6.15		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	22.6	122.5
상대주가	-3.0	-7.5	21.5

주가그래프



SNT모티브 064960

발현되지 않는 프리미엄 부여 근거

- ✓ 지난 10년간 모터 사업에 대한 기대감은 SNT모티브의 주가 등락을 만든 핵심 기재
- ✓ 현대·기아 1세대 BEV 출시 시점인 15-16년과 2세대 BEV 출시 시점인 20-21년의 밸류에이션 확장·주가 상승은 신규 모터 수주 기대에 근거했다는 점에서 유사
- ✓ 프리미엄의 정당화를 위해서는 시장의 기대치를 충족시킬 수 있는 수주 확인 필요
- ✓ 기존 투자의견 Hold를 유지하며, 적정주가 54,000원 제시

밸류에이션 좌우하는 모터 사업, 그러나 실적을 좌우하지는 않았다

명약관화인 BEV 수요 성장 기대감과 함께, 지난 십 년간 시장은 SNT모티브의 모터 사업에 주목해왔다. 현대·기아의 1세대 BEV 모델들에 대한 모터 공급을 통해 실제로 모터 매출은 11년 이후 연평균 8.7%의 성장을 기록했다 (11년 1,761억원 → 20년 3,741억원). 연결 매출이 정체된 상황 (11년 9,105억원 → 19년 9,763억원·20년 9,407억원)이었기에 모터 매출 비중은 동기간 19%에서 40%로 크게 증가했다.

그러나 모터 사업의 실적 기여에 대해서는 의문이 존재한다. SNT모티브의 모터 사업은 현대모비스로부터의 위탁 제조이다. 발주자의 원가절감을 위한 대행 생산을 의미하며, 구조적으로 사업부의 수익성이 높을 수 없다. 물론 위탁 제조를 수주하는 것 또한 개별 기업의 기술 역량에 근거한다는 점은 분명하다. 그러나 모터 사업의 가파른 매출 비중 확대에도 영업이익 규모는 동행하지 않았다. 이는 정규직 대부분이 배정되어 있는 방산 사업의 실적 기여도가 지대하기 때문이다. 더불어 현재 SNT모티브는 시장의 기대를 모았던 2세대 BEV 수주를 확보하지 못했다. 모터 사업에 대한 기대감으로 밸류에이션 프리미엄을 부여하기 어렵다고 판단한다.

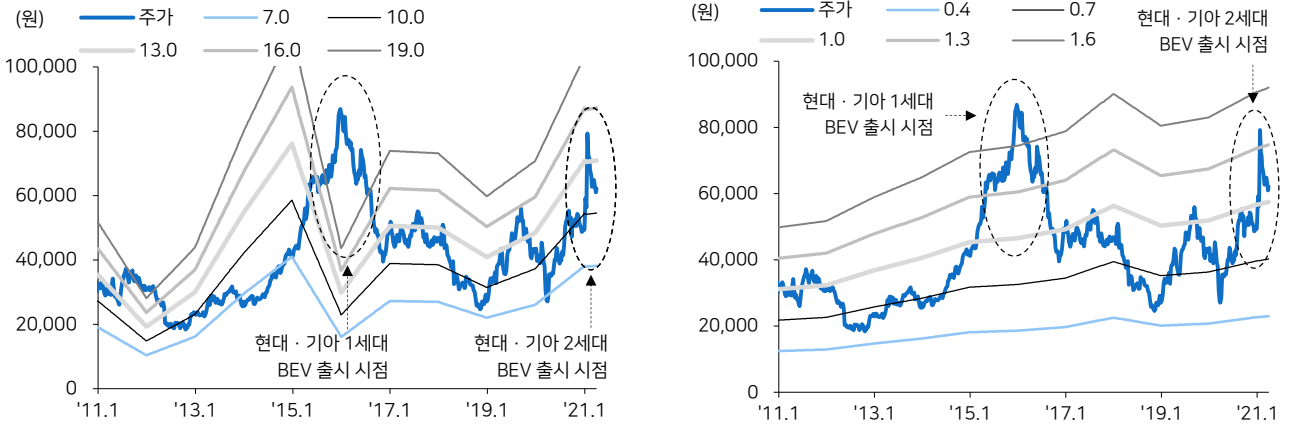
좋은 회사와 좋은 주식은 다르다

SNT모티브는 좋은 회사이다. 이자지급성 부채도 부재하고, 배당성향도 양호하다. 실적의 결정변수인 방산 사업도 안정적인 해외 수출 계약 확보로 21년에는 전년과 같은 약 1,200억원의 매출이 유지될 전망이다. 하지만 현 주가의 정당화 및 추가 상승을 위해서는 명백한 이익 성장 기제가 필요하다. 긴 시간 기대해왔던 2세대 BEV 모터 수주는 지연되고 있으며, 방산 사업은 중장기 수주 변동성이 너무 크다.

투자의견 Hold를 유지하며, 적정주가 54,000원을 제시한다. 적정주가는 C19 기저 효과가 발현될 21년 EPS 추정치 (기존, 20년 EPS 적용)에 모터 사업 기대감이 부재했던 18-20년 평균 1yr forward PER 10.2배를 적용해 산출했다

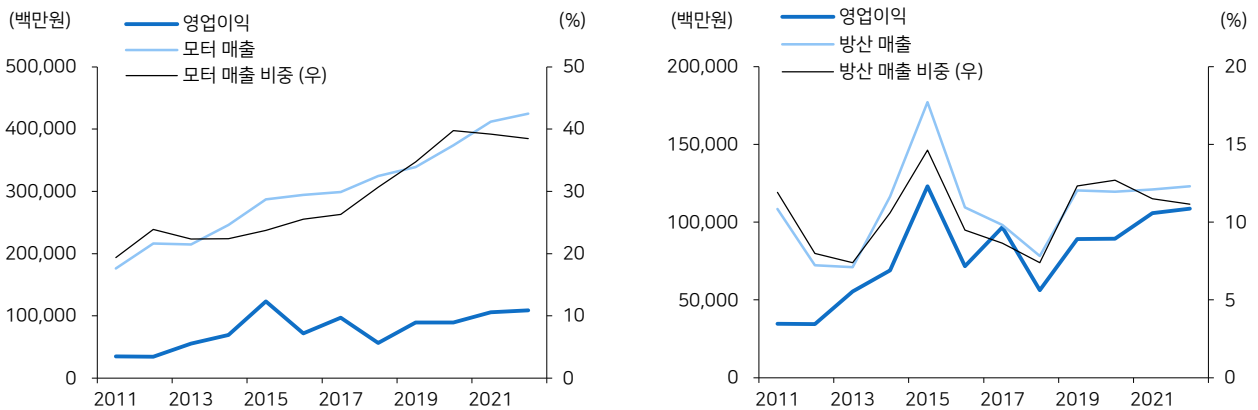
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,058.4	56.3	56.3	3,848	-1.0	56,404	16.4	1.1	8.0	6.8	45.1
2019	976.3	89.2	2.4	166	-95.7	50,329	380.6	1.3	5.2	0.3	41.2
2020	940.7	89.4	54.4	3,723	2,148.9	51,893	16.9	1.2	5.2	7.3	43.8
2021E	1,051.1	105.8	77.2	5,277	41.8	56,525	11.9	1.1	4.0	9.7	48.1
2022E	1,103.2	108.7	81.6	5,580	5.7	60,009	11.3	1.0	3.7	9.6	50.5

그림1 SNT모티브의 주가 등락을 만들어낸 핵심 기재 모터 사업 (좌 1yr forward P/E band · 우 1yr forward P/B band), 현재 기대를 모았던 현대 · 기아 2세대 BEV 모델 모터 수주는 확보하지 못한 상황, 밸류에이션 프리미엄 부여 근거 부재



자료: Gauntwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 모터의 이익 기여도 또한 매우 제한적, 오히려 이익은 모터가 아닌 방산 매출에 연동. 모터 기대감의 등락에 따른 밸류에이션 프리미엄 변동이라는 가치 평가 프레임의 지속 가능성 낮다고 판단



자료: SNT모티브, 메리츠증권 리서치센터

표1 1Q21E 영업이익, 시장 컨센서스 -12% 하회 전망

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	243.4	216.5	12.4	273.1	-10.9	253.4	-4.0
영업이익	21.5	18.8	14.4	29.3	-26.7	24.3	-11.7
세전이익	21.3	32.6	-34.6	9.5	124.8	26.0	-18.1
지배순이익	16.0	24.0	-33.4	6.7	138.6	19.7	-18.9
영업이익률 (%)	8.8	8.7		10.7		9.6	295.6
세전이익률 (%)	8.8	15.0		3.5		10.3	457.3
순이익률 (%)	6.6	11.1		2.5		7.8	478.4

자료: Bloomberg, SNT모티브, 메리츠증권 리서치센터

표2 21년 연간 영업이익, 방산의 실적 기여를 통해 컨센서스 부합 전망

(십억원)	2021E			2022E		
	당사 예상치	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,051.1	1,103.8	-4.8	1,103.2	1,197.3	-7.9
영업이익	105.8	102.1	3.6	108.7	109.8	-1.0
세전이익	105.2	114.3	-8.0	111.2	125.3	-11.2
순이익	77.2	83.6	-7.7	81.6	92.3	-11.6
영업이익률(%)	10.1	9.2	0.8%ppt	9.9	9.2	0.7%ppt
세전이익률(%)	10.0	10.4	-0.3%ppt	10.1	10.5	-0.4%ppt
순이익률(%)	7.3	7.6	-0.2%ppt	7.4	7.7	-0.3%ppt

자료: Bloomberg, SNT모티브, 메리츠증권 리서치센터

표3 21년 · 22년 영업이익, 기존 추정치를 큰 변동 없이 유지

(십억원)	2020	2021E	2022E
매출액 - 신규 추정	940.7	1,051.1	1,103.2
매출액 - 기존 추정	940.7	1,046.0	1,104.2
% change	0.0%	0.5%	-0.1%
영업이익 - 신규 추정	89.4	105.8	108.7
영업이익 - 기존 추정	89.4	106.6	109.8
% change	0.0%	-0.7%	-1.0%
세전이익 - 신규 추정	74.4	105.2	111.2
세전이익 - 기존 추정	74.4	105.9	110.4
% change	0.0%	-0.7%	0.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	54.4	77.2	81.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	54.4	77.9	81.9
% change	0.0%	-1.0%	-0.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,722.9	5,277.4	5,579.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,722.9	5,329.6	5,603.7
% change	0.0%	-1.0%	-0.4%

자료: SNT모티브, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	216.5	192.6	258.6	273.1	243.4	245.3	278.8	283.6	940.7	1,051.1	1,103.2
(% YoY)	-4.0	-23.7	7.8	5.6	12.4	27.4	7.8	3.8	-3.6	11.7	5.0
영업이익	18.8	13.1	28.2	29.3	21.5	22.8	29.1	32.5	89.4	105.8	108.7
(% YoY)	35.2	-42.0	3.7	15.0	14.4	73.5	3.0	11.0	0.2	18.4	2.8
세전이익	32.6	8.7	23.7	9.5	21.3	22.6	28.9	32.3	74.4	105.2	111.2
(% YoY)	77.1	-69.4	-31.4	-55.1	-34.6	161.5	21.9	241.2	-27.3	41.4	5.7
지배주주 순이익	24.0	6.2	17.5	6.7	16.0	16.5	21.4	23.3	54.4	77.2	81.6
(% YoY)	흑전	-70.9	-30.4	-54.1	-33.4	165.2	22.2	247.7	2,148.8	41.8	5.7
영업이익률 (%)	8.7	6.8	10.9	10.7	8.8	9.3	10.4	11.5	9.5	10.1	9.9
세전이익률 (%)	15.0	4.5	9.2	3.5	8.8	9.2	10.4	11.4	7.9	10.0	10.1
지배주주 순이익률 (%)	11.1	3.2	6.8	2.5	6.6	6.7	7.7	8.2	5.8	7.3	7.4

자료: SNT모티브, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (배, a)	10.2배
2021 EPS 추정치 (원, b)	5,277원
Fair Value (원, c = a x b)	53,826원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	54,000원
현재 주가 (4월 1일 기준 증가)	62,300원
과리율 (%)	-13.3%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SNT 모티브 (064960)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,058.4	976.3	940.7	1,051.1	1,103.2
매출액증가율 (%)	-6.9	-7.8	-3.6	11.7	5.0
매출원가	926.1	823.0	803.8	892.3	936.0
매출총이익	132.4	153.3	137.0	158.8	167.1
판매관리비	76.1	64.1	47.6	53.0	58.4
영업이익	56.3	89.2	89.4	105.8	108.7
영업이익률	5.3	9.1	9.5	10.1	9.9
금융손익	15.0	9.2	-7.4	-2.1	0.9
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.3	4.0	-7.6	1.5	1.5
세전계속사업이익	76.5	102.3	74.4	105.2	111.2
법인세비용	19.3	98.7	20.0	28.0	29.6
당기순이익	57.2	3.7	54.4	77.2	81.6
지배주주지분 순이익	56.3	2.4	54.4	77.2	81.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	680.1	625.9	661.8	792.0	886.4
현금및현금성자산	201.1	295.5	301.0	357.4	397.1
매출채권	226.8	187.1	207.0	252.3	286.8
재고자산	133.2	130.1	141.1	168.2	187.5
비유동자산	516.5	413.1	429.2	431.8	434.4
유형자산	484.1	376.3	392.3	393.6	394.6
무형자산	19.6	16.5	14.9	13.9	13.1
투자자산	8.5	2.7	2.6	2.9	3.0
자산총계	1,196.5	1,038.9	1,091.0	1,223.8	1,320.8
유동부채	281.5	241.1	273.0	335.3	380.8
매입채무	191.3	144.1	138.8	155.1	162.8
단기차입금	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	90.2	61.8	59.2	61.9	62.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	371.7	302.9	332.2	397.2	443.3
자본금	73.1	73.1	73.1	73.1	73.1
자본잉여금	60.6	69.5	69.5	69.5	69.5
기타포괄이익누계액	20.4	18.9	18.9	18.9	18.9
이익잉여금	613.0	599.0	624.1	691.9	742.8
비지배주주지분	97.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	824.8	736.0	758.8	826.6	877.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	90.4	99.3	61.2	77.2	87.7
당기순이익(손실)	57.2	78.7	54.4	77.2	81.6
유형자산상각비	25.9	25.5	26.1	28.7	29.0
무형자산상각비	3.7	3.3	2.6	2.5	2.3
운전자본의 증감	-11.2	-35.9	-39.8	-58.8	-50.0
투자활동 현금흐름	-60.9	-7.0	-22.4	2.5	-23.1
유형자산의증가(CAPEX)	-27.1	-32.5	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.6	10.9	-124.9	-0.3	-0.1
재무활동 현금흐름	-53.9	1.2	-31.3	-23.4	-24.9
차입금의 증감	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	1.0	1.0	2.0	3.0
현금의 증가(감소)	-25.3	94.4	5.5	56.3	39.8
기초현금	226.4	201.1	295.5	301.0	357.4
기말현금	201.1	295.5	301.0	357.4	397.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	72,380	66,762	64,333	71,876	75,439
EPS(지배주주)	3,848	166	3,723	5,277	5,580
CFPS	7,756	10,027	8,871	9,298	9,420
EBITDAPS	5,873	8,067	8,077	9,370	9,574
BPS	56,404	50,329	51,893	56,525	60,009
DPS	1,200	1,400	1,600	1,700	1,800
배당수익률(%)	1.9	2.2	2.5	2.7	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	380.6	16.9	11.9	11.3
PCR	8.1	6.3	7.1	6.8	6.7
PSR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0
EBITDA	85.9	118.0	118.1	137.0	140.0
EV/EBITDA	8.0	5.2	5.2	4.0	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.8	0.3	7.3	9.7	9.6
EBITDA 이익률	8.1	12.1	12.6	13.0	12.7
부채비율	45.1	41.2	43.8	48.1	50.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	40,783.9	100.8	n.a	n.a	n.a
매출채권회전율(x)	4.4	4.7	4.8	4.6	4.1
재고자산회전율(x)	8.0	5.9	5.4	5.7	5.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SNT 모터브 (064960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

