

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이지훈  
sa75you@sk.com  
02-3773-8880

## Company Data

자본금	175 억원
발행주식수	3,492 만주
자사주	20 만주
액면가	500 원
시가총액	2,451 억원
주요주주	
글로벌오토틴(외1)	56.95%
신영자산운용(외2)	6.78%
외국인지분률	10.30%
배당수익률	1.40%

## Stock Data

주가(16/10/24)	6,920 원
KOSPI	2047.74 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	9,890 원
52주 최저가	5,330 원
60일 평균 거래대금	14 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.7%	-17.6%
6개월	3.7%	3.1%
12개월	10.4%	10.9%

## 화신 (010690/KS | Not Rated)

### 해외법인이 주도하는 실적개선 지속

하반기에도 실적의 키워드는 환율이다. 헤알화 강세 등 환율의 우호적인 움직임으로 어닝서프라이즈는 지속될 것이다. 거래처 다변화도 결실을 맺고 있다. 테슬라를 시작으로 중국 로컬업체에 대한 매출이 순조롭게 이루어지고 있다. 내수부문의 주축인 실적에도 불구하고 해외법인의 고른 선전으로 실적호조는 지속될 전망이다. 2016년 연결기준 예상 매출액 1.26조원, 영업이익 710억원, 순이익은 672억원이다.

### 하반기도 키워드는 환율

하반기에도 실적의 키워드는 환율이다. 상반기 헤알화 강세 등 환율의 우호적인 움직임으로 어닝서프라이즈를 기록했다. 국내는 완성차 출하량이 정체 상태를 보이고 있어 큰 이슈가 없다. 해외법인의 실적이 전체 실적을 좌우할 수 밖에 없다. 특히 헤알화의 움직임이 극적이다. 연초에 원/헤알 환율이 저점을 형성한 후 꾸준히 올라오고 있다. 10/21일 현재 360 원/헤알까지 회복하였다.

### 거래처 다변화의 시작

매출의 대부분은 현대기아차그룹에서 발생한다. 그렇다 보니 향후 성장과 수익성의 개선을 위해서는 매출처 다변화는 필수적인 요인이다. 그 첫 단추는 테슬라였다. 지난해 5월 모델 S를 시작으로 7월에는 모델 X에도 브레이크페달을 공급하고 있다. 중국 로컬업체에 대한 직납품의 중요성도 커지고 있다. 2015년 6월 중국 로컬업체인 해남천과 JV를 설립하였다. 최근 화신해남천 JV가 중국 로컬업체로의 매출발생이 시작된 것으로 알려지고 있으며 물량증가 가능성이 높아진 상황이다.

### 해외법인이 주도하는 실적개선 지속

2016년 연결기준 매출액 1.26조원, 영업이익 710억원, 순이익 672억원으로 텐어라운드가 확실시 되고 있다. 내수부문의 주축인 실적에도 불구하고 해외법인의 고른 선전이 예상되기 때문이다. 브라질법인은 헤알화의 강세 반전, 인도법인은 크레타 물량증가와 단기인상으로 인한 ASP 상승 효과, 미국법인은 산타페 생산 증가, 중국법인은 기저효과 및 북경현대 출고량 증가의 수혜가 예상된다. 특히 헤알화의 강세가 이어지고 있어 3분기에도 실적호조에는 변함이 없을 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	14,904	16,261	14,835	13,136	12,517
yoY	%	N/A(IFRS)	9.1	-8.8	-11.5	-4.7
영업이익	억원	714	989	664	412	192
yoY	%	N/A(IFRS)	38.6	-32.9	-38.0	-53.4
EBITDA	억원	1,082	1,429	1,106	883	698
세전이익	억원	555	864	304	233	-138
순이익(지배주주)	억원	347	236	10	440	-232
영업이익률%	%	4.8	6.1	4.5	3.1	1.5
EBITDA%	%	7.3	8.8	7.5	6.7	5.6
순이익률	%	2.6	1.5	0.1	3.3	-2.0
EPS	원	993	677	29	1,259	-664
PER	배	12.6	14.9	399.2	5.8	N/A
PBR	배	1.3	1.0	1.2	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.4	3.1	4.8	4.7	6.3
ROE	%	N/A(IFRS)	7.0	0.3	12.4	-6.3
순차입금	억원	146	641	1,329	1,548	2,180
부채비율	%	144.5	132.9	133.6	145.6	147.8

## 하반기에도 키워드는 환율

**하반기에도 실적의 키워드는 환율,  
상반기 해알화 강세로  
어닝서프라이즈 기록, 하반기에도  
지속될 것으로 전망**

하반기에도 실적의 키워드는 환율이다. 상반기 해알화 강세 등 환율의 우호적인 움직임으로 어닝서프라이즈를 기록했다. 국내는 완성차 출하량이 정체 상태를 보이고 있어 큰 이슈가 없다. 해외법인의 실적이 전체 실적을 좌우할 수 밖에 없다. 특히 해알화의 움직임이 극적이다. 유가 하락 등 브라질의 경제불안이 고조되면서 2015년초 413 원/해알 환율이 연말에는 297 원/해알까지 하락하였고 브라질 법인의 실적은 크게 악화되었다. 2016년에는 그 반대의 현상이 나타나고 있다. 연초에 원/해알 환율이 저점을 형성한 후 꾸준히 올라오고 있다. 10/21일 현재 360 원/해알까지 회복하였다.

**해외법인, 매출은 현지통화로  
CKD 수입은 달러로 인식**

해외법인의 경우 매출은 현지통화로, 원재료인 CKD는 달러로 인식된다. 부채도 대부분 달러표시 통화이다. 지난해 해알화와 루피화의 약세가 심화되면서 해당 법인의 실적은 악화일로였다. 특히 브라질법인은 해알화가 급락하면서 연간 순이익률이 -72%까지 하락하였다. 금년 들어 해알화의 강세 전환으로 상반기 순이익률은 50%까지 개선되었다. 이에 반해 가동률과 생산성 등 생산관련 지표는 안정적이다. 하반기에도 브라질법인의 호실적에는 변함이 없을 것으로 전망된다. 하반기 매출액 281 억원, 순이익률 49.8%를 기록할 것으로 전망된다.

브라질법인 실적추이		(단위: 억원)			
		2013	2014	2015	2016E
브라질법인	매출액	707	780	602	572
	순이익	(216)	(127)	(428)	278
	순이익률	-30.6%	-16.3%	-71.1%	48.6%

자료: 화신 SK증권 추정



자료: Bloomberg



자료: Bloomberg

## 거래처 다변화의 시작

### 매출처 다변화의 시작은 테슬라로부터

매출의 대부분은 현대기아차그룹에서 발생한다. 그렇다 보니 향후 성장과 수익성의 개선을 위해서는 매출처 다변화는 필수적인 요인이다. 그 첫 단추는 테슬라였다. 지난해 5 월 모델 S를 시작으로 7 월에는 모델 X에도 브레이크페달(패드, 핀 모듈 등)을 공급하고 있다(브레이크페달에 국한되어 절대적인 매출은 아직 크지 않은 상황). 내년 출시 예정인 모델 3 공급에는 실패했으나 샤시 등 단가가 높고 동사의 주력품목에 대해서는 추가적인 선정가능성은 여전히 열려있다.

### 중국 로컬업체에 대한 직납품도 개시

실질적인 의미에서는 중국 로컬업체에 대한 직납품의 중요성을 무시할 수 없다. 2015년 6 월 중국 로컬업체인 해납천과 JV(화신해납천기차부건유한공사)를 설립하였다. 지분율은 화신 26%, 북경화신 25%, 해납천이 49%이다. 북경현대차 창주공장에 대한 안정적 부품 공급과 아울러 현지 로컬 완성차업체에 대한 공급을 염두한 것으로 판단된다. 참고로 해납천은 북경기차의 자회사로 30 개 부품사를 보유한 부품 지주회사이다. 최근 화신해납천 JV 가 중국 로컬업체로의 매출발생이 시작된 것으로 알려지고 있으며 물량증가 가능성이 높아진 상황이다.

#### 테슬라 부품 공급 현황

일시	모델명	공급 부품
2015.06	Model S	Brake Pedal Assy, Pad, Pin Assy, Clip
2015.07	Model X	Brake Pedal Assy, Pad, Pin Assy, Clip

자료: 화신 언론자료

#### 화신해납천기차부건유한공사 지분율 (단위: %)

주주	지분율
화신	26%
북경화신	26%
해납천	49%

자료: 화신

## 해외법인 개선에 힘입어 텐어라운드는 지속

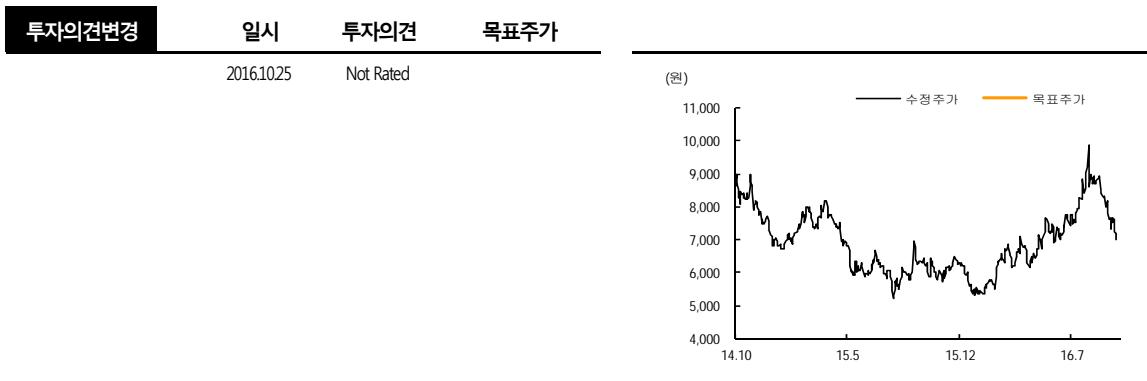
### 내수부문의 주춤한 실적에도

불구하고 해외법인의 고른 선전이  
텐어라운드를 견인

2016년 연결기준 매출액 1,26조원, 영업이익 710억원, 순이익 672억원으로 텐어라운드가 확실시되고 있다. 내수부문의 주춤한 실적에도 불구하고 해외법인의 고른 선전이 예상되기 때문이다. 브라질법인은 헤알화의 강세 반전, 인도법인은 크레타 물량증가와 단가인상으로 인한 ASP 상승 효과, 미국법인은 산타페 생산 증가, 중국법인은 기저 효과 및 북경현대 출고량 증가의 수혜가 예상된다. 특히 헤알화의 강세가 이어지고 있어 3분기에도 실적호조에는 변함이 없을 것으로 예상된다.

실적추이		(단위: 억원)			
		2013	2014	2015	2016E
화신	매출액	6,643	5,984	5,968	5,908
	순이익	508	706	512	472
	순이익률	7.6%	11.8%	8.6%	8.0%
새화신	매출액	1,374	1,424	1,318	1,287
	순이익	23	122	3	(22)
	순이익률	1.7%	8.6%	0.2%	-1.7%
중국법인	매출액	3,056	2,914	2,600	2,530
	순이익	292	249	132	221
	순이익률	9.6%	8.5%	5.1%	8.7%
미국법인	매출액	3,587	3,621	3,985	4,120
	순이익	25	(80)	(27)	60
	순이익률	0.7%	-2.2%	-0.7%	1.5%
인도법인	매출액	2,155	1,757	1,885	1,944
	순이익	(303)	(134)	(179)	(86)
	순이익률	-14.1%	-7.6%	-9.5%	-4.4%
브라질법인	매출액	707	780	602	572
	순이익	(216)	(127)	(428)	278
	순이익률	-30.6%	-16.3%	-71.1%	48.6%
연결합	매출액	14,835	13,136	12,517	12,611
	영업이익	664	412	192	710
	영업이익률	4.5%	3.1%	1.5%	5.6%
	세전이익	304	233	-138	907
	순이익	16	439	-246	672

자료: 화신 SK 증권 추정



### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 10월 25일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>비유동자산</b>	5,787	4,969	4,156	5,173	4,515
장기금융자산	1,329	872	944	1,620	912
유형자산	2,749	2,569	1,642	1,626	1,756
무형자산	1,238	1,151	1,129	1,375	1,424
<b>유동자산</b>	3,092	3,567	3,660	4,102	4,490
현금 및 현금성자산	260	283	252	280	239
매출채권 및 기타채권	2,746	3,186	3,305	3,737	4,018
재고자산	52	47	47	46	47
<b>자산총계</b>	8,879	8,536	7,816	9,275	9,005
<b>비유동부채</b>	4,150	3,725	3,123	3,982	3,683
장기금융부채	744	795	1,334	2,053	1,705
장기매입채무 및 기타채무	3,063	2,727	1,577	1,778	1,759
장기충당부채				11	8
<b>유동부채</b>	1,096	1,146	1,348	1,517	1,688
단기금융부채	788	727	958	1,198	1,429
매입채무 및 기타채무					
단기충당부채	102	93	85	50	34
<b>부채총계</b>	5,247	4,872	4,470	5,499	5,371
<b>지배주주지분</b>	3,360	3,401	3,327	3,759	3,628
자본금	175	175	175	175	175
자본잉여금	199	191	60	60	60
기타자본구성요소	-10	-31	-40	-40	-40
자기주식	-10	-31	-40	-40	-40
이익잉여금	3,053	3,235	3,277	3,661	3,397
<b>비자주주지분</b>	272	263	18	17	6
<b>자본총계</b>	3,632	3,664	3,346	3,776	3,634
<b>부채와자본총계</b>	8,879	8,536	7,816	9,275	9,005

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	676	549	302	700	291
당기순이익(순실)	379	246	16	439	-246
비현금성항목등	674	1,138	956	391	890
유형자산감가상각비	363	437	440	469	503
무형자산상각비	5	3	3	3	2
기타	306	698	513	-81	385
운전자본감소(증가)	-229	-284	-309	-193	-204
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-192	-340	1,682	110	-42
재고자산감소(증가)	-298	9	-27	-241	-75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	285	200	-1,839	87	-94
기타	-408	-833	3,239	71	-78
법인세납부	-173	-548	-339		-86
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,034	-1,026	-793	-922	-831
금융자산감소(증가)	-51	16	23	-105	91
유형자산감소(증가)	-975	-1,050	-809	-830	-762
무형자산감소(증가)	-8	-1	-3	-2	-4
기타	2	9	5	3	1
<b>재무활동현금흐름</b>	710	97	530	901	-177
단기금융부채증가(감소)	222	77	939	-64	-925
장기금융부채증가(감소)	526	93	18	1,004	778
자본증가(감소)					
배당금의 지급	38	38	38	39	33
기타	2	1	0	3	
<b>현금의 증가(감소)</b>	352	-456	72	676	-708
<b>기초현금</b>	977	1,329	872	944	1,620
<b>기말현금</b>	1,329	872	944	1,620	912
<b>FCF</b>	N/A(IFRS)	-323	-332	173	8

자료 : 화신 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	14,904	16,261	14,835	13,136	12,517
<b>매출원가</b>	13,551	14,569	13,264	11,811	11,370
<b>매출총이익</b>	1,353	1,691	1,572	1,325	1,147
매출총이익률 (%)	9.1	10.4	10.6	10.1	9.2
<b>판매비와관리비</b>	639	702	908	914	955
영업이익	714	989	664	412	192
영업이익률 (%)	4.8	6.1	4.5	3.1	1.5
비영업손익	-159	-126	-359	-178	-330
<b>순금융비용</b>	-8	-3	42	48	65
외환관련손익	-202	-129	-270	-45	-267
<b>관계기업투자등 관련손익</b>			1	4	-13
세전계속사업이익	555	864	304	233	-138
세전계속사업이익률 (%)	3.7	5.3	2.1	1.8	-1.1
계속사업법인세	175	618	288	-206	108
<b>계속사업이익</b>	379	246	16	439	-246
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	379	246	16	439	-246
<b>순이익률 (%)</b>	2.6	1.5	0.1	3.3	-2.0
<b>지배주주</b>	347	236	10	440	-232
<b>지배주주구속 순이익률 (%)</b>	233	145	0.07	3.35	-1.85
<b>비지배주주</b>	33	9	6	-1	-14
<b>총포괄이익</b>	347	112	38	464	-109
<b>지배주주</b>	320	109	34	464	-99
<b>비지배주주</b>	27	3	4	-1	-11
<b>EBITDA</b>	1,082	1,429	1,106	883	698

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	N/A(IFRS)	9.1	-8.8	-11.5	-4.7
영업이익	N/A(IFRS)	38.6	-32.9	-38.0	-53.4
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	55.7	-64.8	-23.4	적전
EBITDA	N/A(IFRS)	32.1	-22.6	-20.2	-21.0
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	-31.8	-95.8	4,311.0	적전
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	N/A(IFRS)	7.0	0.3	12.4	-6.3
ROA	N/A(IFRS)	2.8	0.2	5.1	-2.7
EBITDA/마진	7.3	8.8	7.5	6.7	5.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	139.4	133.4	133.1	129.9	122.6
부채비율	144.5	132.9	133.6	145.6	147.8
순차입금/자기자본	4.0	17.5	39.7	41.0	60.0
EBITDA/이자비용(배)	27.8	31.5	17.0	9.6	6.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	993	677	29	1,259	-664
BPS	9,652	9,827	9,644	10,880	10,504
CFPS	2,046	1,936	1,296	2,611	785
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER      최고	224	203	539.3	10.5	N/A
최저	12.5	12.1	343.6	5.8	N/A
PBR      최고	2.3	1.4	1.6	1.2	0.8
최저	1.3	0.8	1.0	0.7	0.5
PCR	6.1	5.2	8.8	2.8	8.1
EV/EBITDA    최고	7.6	4.0	6.1	7.0	7.3
최저	4.4	2.6	4.3	4.7	5.8