

오텍 (067170.KQ)

계절성에 가려진 꽃길

분기 실적 계절성으로 인해 종합 공조회사로서의 성장을 주가에 반영하지 못하고 있다는 판단. 미국 UTC와의 파트너십 강화는 내년 기회 요인

종합 공조회사로서의 경쟁력 강화로 실적 성장

오텍은 에어컨을 제조 및 판매하는 자회사 오텍캐리어의 매출 비중(71.3%)이 높아 연결실적에서 뚜렷한 계절성을 보임. 따라서 오텍의 주가도 에어컨 성수기인 2, 3분기 실적에 연동됨. 이러한 계절성으로 인해 동사의 주가는 구조적인 실적 성장을 아직 반영하지 못하고 있는 것으로 판단

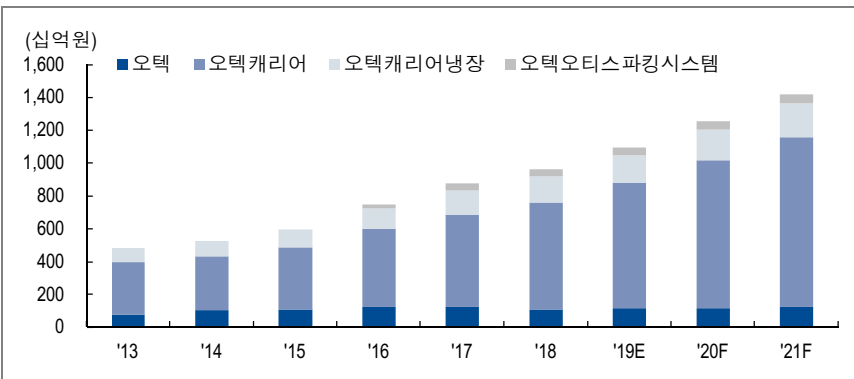
동사의 실적 성장은 더운 여름이 아닌 종합 공조회사로서의 경쟁력 강화에 기인한 것. 올해 여름 평균기온은 28.9도로 지난해 30.5도보다 1.6도가 낮았지만, 오텍캐리어의 2분기 매출액, 당기순이익은 각각 2,548억원(+29% y-y), 113억원(+259% y-y)을 기록. 주요 경쟁력은 1) 기존에 강점을 지닌 경상업용 시장 성장 2) 판매채널 확대 3) BIS 공조솔루션 매출 증가(IFC, 인천공항) 4) 신규제품(공기청정기) 출시임. 다양한 분야 경쟁력 강화로 여름에 치우쳐 있는 동사의 계절성 완화와 수익성 개선이 가능할 전망

UTC 그룹과의 파트너십 강화

미국 UTC 그룹은 사업부로 캐리어(에어컨)와 오티스(엘리베이터)를 보유. UTC의 글로벌 진출 전략은 JV 설립 혹은 지분투자 형태로, 오텍은 UTC의 한국 사업(오텍캐리어, 오텍캐리어냉장, 오티스파킹시스템) 파트너. 오텍은 UTC의 해외 파트너 중 가장 높은 매출액 성장을 기록 중

캐리어, 오티스와의 구체적인 파트너십 강화는 내년 성장 요인. 현재 진행 중인 UTC의 기업 분할은 2020년 2분기 완료 예정. 향후 1) 신규 제품 판매를 통한 한국 시장 점유율 확대 2) 글로벌 캐리어 판매망을 활용한 수출 확대 3) 동남아시아 시장 직접 진출 4) 오티스와의 신규 사업 등 성장을 지속해나갈 것으로 기대

사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부 전망

Not Rated

현재가 ('19/09/19)

11,950원

업종

운송장비, 부품

KOSPI / KOSDAQ

2,080.35 / 645.71

시가총액(보통주)

183.9십억원

발행주식수(보통주)

15.4백만주

52주 최고가 ('19/03/28)

14,350원

최저가 ('18/10/29)

8,690원

평균거래대금(60일)

4,423백만원

배당수익률 (2019E)

0.84%

외국인지분율

19.5%

주요주주

강성희 외 2인

28.3%

Scion Asset Management외 4인

9.8%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

-5.2

-13.7

11.7

상대수익률 (%)

5.4

0.1

43.0

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	918.7	1,030.7	1,184.9	1,340.4
증감률	11.5	12.2	15.0	13.1
영업이익	29.8	42.7	54.9	68.9
증감률	-18.0	43.2	28.4	25.5
영업이익률	3.2	4.1	4.6	5.1
(지배지분)순이익	14.8	25.1	32.7	41.4
EPS	965	1,633	2,125	2,689
증감률	-31.7	69.3	30.1	26.5
PER	10.9	7.3	5.6	4.4
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	3.9	2.7	1.7
ROE	11.3	16.7	18.4	19.4
부채비율	184.5	177.6	169.8	158.3
순차입금	7.2	-41.6	-80.7	-129.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이현동

02)768-7423, hyundong.lee@nhqv.com

RA 장재호

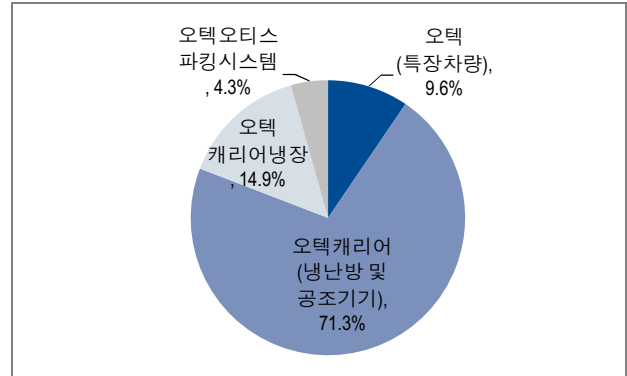
02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

기업개요

- 오텍은 특수차량 제조 전문기업으로 기존 내장/냉동탑차에서 장애인차, 특수형 구급차 등으로 제품을 다각화하였으며 정부의 복지정책 확대에 따른 조달 물량 증가로 연간 약 1,000억원 이상의 안정적인 매출액 기록
- 연결 차회사 현황 : 1) 오텍캐리어(지분율: 80.1%): 냉난방 및 공조기기, 2) 오텍캐리어냉장(지분율: 50.1%) : 냉동/냉장 설비, 3) 오텍오티스파킹시스템(지분율: 80.1%): 기계식 주차 설비
- 최대주주는 강성희 대표이사로 28.3% 지분 보유. 최근 Scion Asset Management LLC가 경영참가를 목적으로 지분을 추가 확보하며 8.6%에서 9.8%로 지분율 확대

제품 및 매출 비중

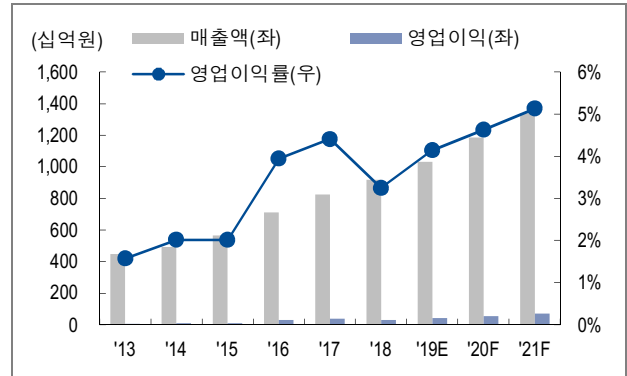
- 19년 상반기 매출액 기준 사업별 비중은 오텍캐리어 71.3%, 오텍캐리어냉장 14.9%, 오텍(특장차량) 9.6%, 오텍오티스파킹시스템 4.3%임



주: 연결조정을 제외한 2019년 상반기 매출 기준
자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부

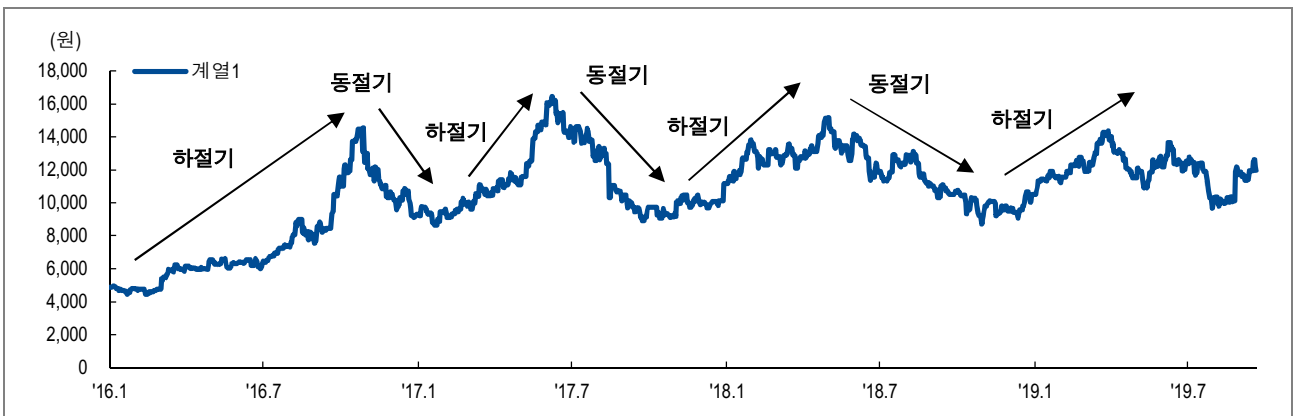
영업 실적 추이

- 작년 기준 연결 매출액 9,187억원(+11.5% y-y) 기록. 매출에서 가장 큰 부분을 차지하는 오텍캐리어의 매출 증가가 전사 매출 성장 견인(2018년 기준 매출액 6,501억원(+15.6% y-y) 기록)
- 오텍캐리어 2분기 매출액 2,548억원(+29% y-y), 당기순이익 113억원(+259% y-y) 기록. 올해 여름 평균기온이 작년에 비해 낮았음을 감안하면 동사의 실적 성장은 더운 여름이 아닌 종합 공조회사로서의 경쟁력 강화에 기인한 것으로 판단



자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

UTC(United Technologies)와 오텍의 파트너십

항공, 방위, 인프라,
공조 산업을 영위하는
복합 산업제조 기업

유나이티드 테크놀로지스(UTC, United Technologies)는 1925년 프랫&윙트니(P&W)로 시작한 글로벌 복합 제조 기업으로 항공우주 사업(Aerospace Business)과 상업용 사업(Commercial Business)을 영위하고 있다.

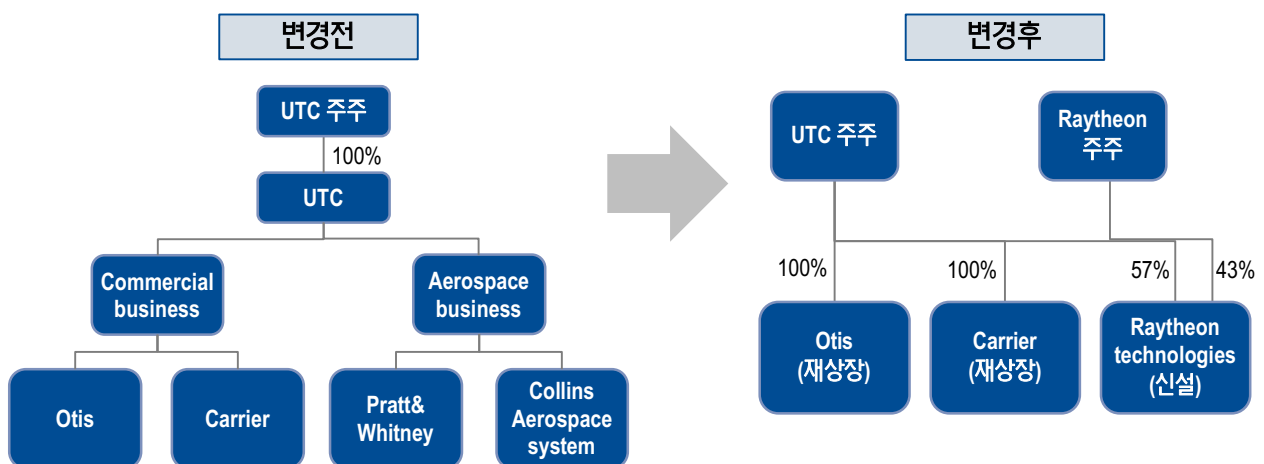
UTC는 항공우주 사업 관련 기업으로 프랫&윙트니(P&W)와 콜린 에어로스페이스(Collins Aerospace Systems)를 보유하고 있다. 프랫&윙트니는 에어버스, 보잉, 록히드마틴 등 글로벌 항공사에 항공기 엔진을 공급하는 글로벌 5위(시장 점유율 약 9%)의 항공 엔진기업이다. 콜린 에어로스페이스는 상업용 항공기, 방산 무기, 우주선 등의 부품 및 시스템을 생산하는 기업이다.

상업용 사업 관련 기업으로는 에어컨 제조사로 유명한 캐리어(Carrier)와 엘리베이터 제조사 오티스(Otis)를 보유하고 있다. 1915년 설립된 캐리어는 1979년 UTC에 인수되었다. 주요 생산 제품은 냉난방환기시스템(HVAC), 에어컨, 히터, 화재경보기, 냉동 운송장치 등이며, 이 중 HVAC부문에서 글로벌 1위이다. 1853년 설립된 오티스는 1976년 UTC에 인수된 글로벌 1위(시장 점유율 21%) 엘리베이터 생산 기업이다. 주력 제품으로는 엘리베이터, 에스컬레이터, 무빙워크 등이 있다.

2020년 2Q까지
캐리어 & 오티스
분사 및 재상장 예정

UTC의 현재 시가총액은 약 148조원이며, 이중 사업을 영위하는 복합그룹의 특성상 지속적인 기업 가치 향인을 받아왔다. UTC는 기업 가치 상승을 위해 방산 사업부인 에어로스페이스, 록웰 콜린스(항공 시스템), 레이시온(미사일 제조)과의 합병을 진행 중이다. 캐리어, 오티스 분사 및 재상장 계획도 발표했는데, 이는 2020년 2분기 완료 예정이다.

그림1. UTC 기업 구조도



자료: UTC, NH투자증권 리서치본부 정리

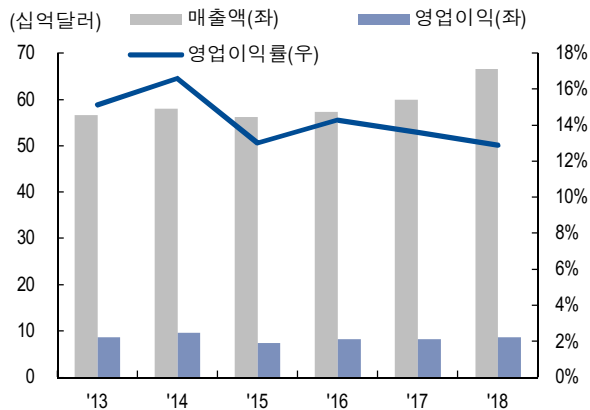
UTC의 글로벌 전략 : JV 설립 & 지분투자

유통 비용 절감, 판매 채널 다변화, 현지화, 제품 포트폴리오 구축, 신규 기술 도입 등을 위해 UTC는 각 지역의 파트너 기업들을 선정한다. 이후 JV 설립이나 지분투자를 통한 파트너십으로 북미 외 지역에서 사업을 영위하고 있으며 2018년 기준 파트너십 구축을 위해 취득한 지분의 가치가 60억달러에 달한다. 특히 Midea(중국), Toshiba(일본), 오텍(한국) 등과 같은 아시아 기업과의 파트너십으로 Ductless VRF(Variable Refrigerant Flow, 실외기가 있는 에어컨)의 글로벌 시장 점유율은 지난 4년간 3배 이상 성장하였다. 파트너사를 통해 VRF 수요가 급증하는 아시아 시장에 빠르게 진출하고, 파트너사가 개발한 VRF 제품을 북미시장에 역출시한 덕분이다. 이로 인해 캐리어는 2018년 기준 영업이익률 약 20%를 달성했다. 이는 UTC내 사업 부문 중 가장 높은 수준이다.

UTC와의 신규 협업이 기대되는 2020년

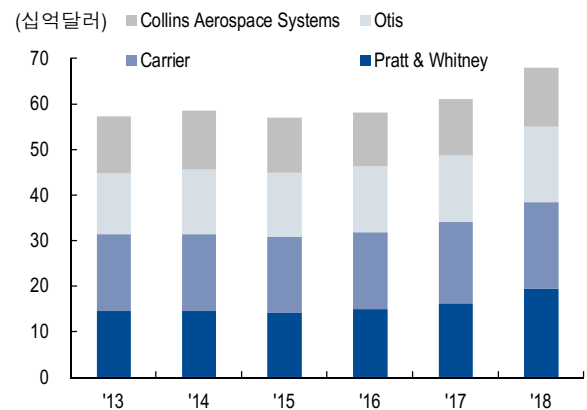
앞으로도 UTC는 고수익성 제품 개발에 집중하고 파트너십을 통해 유통/설치 등의 사업을 아웃소싱할 예정이다. 또한 지속적으로 파트너 기업들과 제품 포트폴리오 확대를 진행 중이다. 오텍은 파트너사 중 지난 5년간 가장 높은 매출액 증가를 기록하였으며 향후에도 1) 신규 제품 판매를 통한 한국 시장 점유율 확대 2) 글로벌 캐리어 판매망을 활용한 수출 확대 3) 중국, 일본 외 아시아 시장 직접 진출 4) Otis와의 신규 사업 등 UTC 파트너십 강화를 통해 성장을 지속해나갈 예정이다.

그림2. UTC 연간 실적 추이



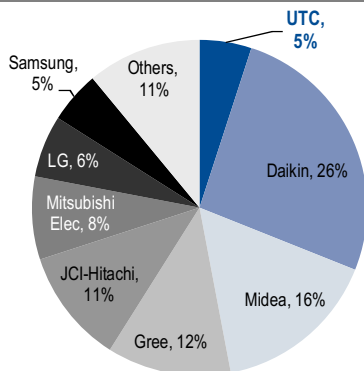
자료: UTC, NH투자증권 리서치본부

그림3. UTC 사업 부문별 연간 매출 추이



자료: UTC, NH투자증권 리서치본부

그림4. 글로벌 VRF 시장 점유율



주: 2017년 기준, 자료: Midea, NH투자증권 리서치본부

표1. UTC 글로벌 파트너 기업 리스트

분류	기업명	지역	사업 내용
캐리어	Watsco	북미	북미 HVAC 제품 유통 1위
	Midea Group	중국	중국 최대 가전기업
	Toshiba	일본	상업용 건물 공조
	오텍	한국	특장차, HVAC, 자동차 PSB
오티스	Ecobee	캐나다	가정/상업용 온도 자동화
	Xizi Elevator	중국	엘리베이터 및 자동차 PSB
	Darwish Elevator	카타르	오티스 유통 및 설치/수리

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

계절성이 아닌 경쟁력 강화에 기인한 구조적 성장

오텍캐리어의 성장은 계절성이 아닌 경쟁력 강화에 기인한 구조적 성장

오텍은 자회사 오텍캐리어의 매출 비중이 71.3%로 높아 연결실적에서 뚜렷한 계절성을 보인다. 에어컨 제조 및 판매를 하는 오텍캐리어는 2, 3분기가 성수기, 1, 4분기가 비수기로 주가도 성수기의 실적을 따라간다.

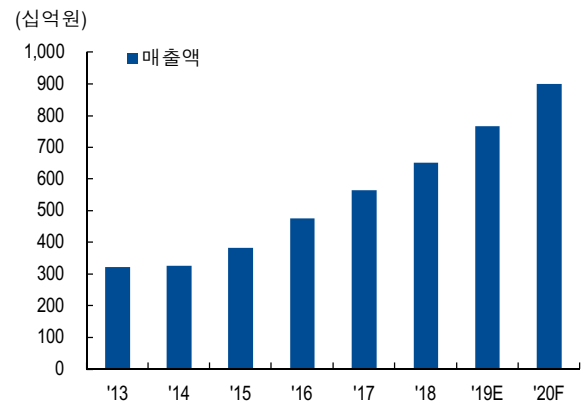
이러한 분기 계절성에도 불구하고 오텍캐리어의 매출액은 2014년 3,261억원에서 2018년 6,510억원으로 지난 5년간 연평균 15.2% 성장했다. 지난 2년간 지속된 폭염으로 인한 일시적인 성장이라는 시장의 오해도 존재한다. 올해 여름(6~8월) 평균 기온은 28.9도로 지난해 30.5도보다 1.6도가 낮았다. 그럼에도 오텍캐리어의 2분기 매출액과 당기순이익은 각각 2,548억원(+29%, y-y), 113억원(+259%, y-y)을 기록했다. 동사의 성장은 계절성이 아닌 경쟁력 강화에 기인한 것으로 판단된다.

그림5. 오텍캐리어가 생산 중인 에어컨



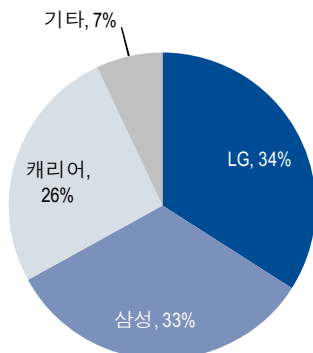
자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부

그림6. 오텍캐리어 매출액 추이 및 전망



자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부 전망

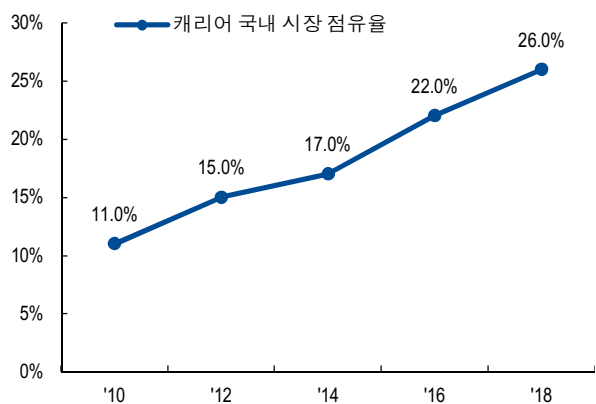
그림7. 국내 에어컨시장 점유율



주: 2018년 기준

자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부

그림8. 캐리어의 국내 에어컨 시장 점유율 추이



자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부

에어컨 시장의 경쟁력이 강화되고 있 으며 신규 사업도 확 대 중

동사의 에어컨 시장 성장의 경쟁력은 1) 판매 채널 확장: 280개의 판매점 구축 및 홈쇼핑, 온라인 매출 증가 2) 높은 기술력: 난방용 히트펌프와 전기료 절감 기술을 바탕으로 계절성이 적은 경공업용 시장에서 시장 점유율 1위 기록 3) 가정용 판매 시장 확대: 디자인 개선 및 브랜드 이미지 등이다.

에어컨 외 성장 동력으로 통합 건물관리 시스템인 BIS(Building & Industrial Systems) 사업을 확대 중이다. 동사의 BIS 기술은 UTC와의 파트너십을 통해 도입한 에너지 소비량 계산 기술인 어드반텍(Advantec)을 통해 기존 냉난방공조시스템에서 진화한 에너지 효율화 스마트빌딩 솔루션이다. 현재 동사의 BIS 시스템은 여의도 IFC, 파크원 인천국제공항, 국립 중앙박물관에 적용되어 있다. 또한 공기청정기, 히트 펌프 보일러 등 다양한 분야의 사업 경쟁력 강화로 여름에 치우친 동사의 분기 계절성 완화와 전사 수익성 개선이 기대된다.

그림9. IFC에 적용된 동사의 BIS 시스템



자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부

그림10. 다양화되는 오텍캐리어의 제품



자료: 오텍, NH투자증권 리서치본부

2019년 기준 PER 7.7배로 저평가 판단

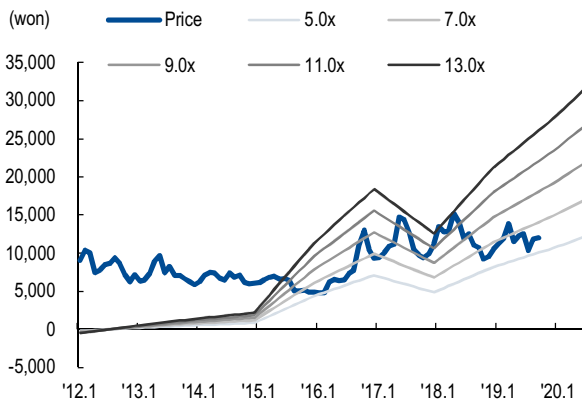
자회사 성장으로 2019년 실적 성장

주요 자회사인 오텍캐리어는 강점을 지니고 있는 기존 에어컨 시장의 매출 성장과 신규사업의 확대로 2019년 매출액 7,642억원(+17.4%, y-y)을 기록할 전망이다. 이러한 자회사의 성장으로 2019년 동사의 연결 매출액은 1조307억원(+12.2%, y-y) 영업이익은 427억원(+43.2%, y-y), 지배지분 당기순이익 251억원(+69.5%, y-y)으로 성장할 것으로 전망한다.

UTC 파트너십 강화는 Valuation re-rating 으로 이어질 전망

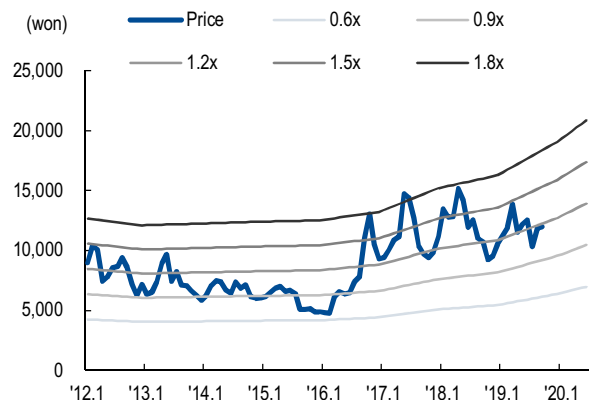
이러한 실적 성장에도 불구하고 동사의 현재 주가 기준 2019년 PER 7.3배, PBR 1.1배에 불과하다. 특히 동사의 Valuation 밴드는 자회사 오텍캐리어의 고성장이 시작된 2016년 이후 최하단에 위치하고 있다. 또한 국내 유사 가전업체(위니아당채, 위닉스, 쿠쿠홀딩스)의 2019년 평균 PER 12.4배 대비 저평가된 상태이다. 1) 타 가전 업체 대비 높은 실적 성장성 2) BIS, 공기청정기 등 계절성을 완화시켜 줄 신규 사업의 확대 3) 2020년 UTC의 기업 분할 이후 견고해질 글로벌 캐리어, 오티스와의 파트너십 강화를 통한 해외 매출 성장은 Valuation Re-rating으로 이어질 전망이다.

그림11. Forward PER Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림12. Trailing PBR Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표2. 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

부문별		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	오텍(특장차량)	103.8	106.8	121.7	120.5	107.9	113.3	115.5	121.3
	오텍캐리어(냉난방 및 공조기기)	326.1	380.5	475.0	563.0	651.0	764.2	898.0	1,032.7
	오텍캐리어냉장(냉동냉장설비)	95.3	107.8	125.5	150.4	159.8	168.0	188.2	207.0
	오텍오티스파킹시스템(기계식주차설비)	-	-	23.8	42.7	43.2	47.5	52.2	57.4
	연결조정	-31.3	-30.7	-36.4	-52.5	-43.3	-62.3	-69.0	-78.0
합계		493.9	564.4	709.7	824.1	918.7	1,030.7	1,184.9	1,340.4
영업이익		10.0	11.4	28.0	36.4	29.8	42.7	54.9	68.9
영업이익률(%)		2.0%	2.0%	3.9%	4.4%	3.2%	4.1%	4.6%	5.1%
(지배지분)순이익		1.2	1.9	10.6	19.7	14.8	25.1	32.7	41.4
(지배지분)순이익률(%)		0.2%	0.3%	1.5%	2.4%	1.6%	2.4%	2.8%	3.1%

자료: 오텍, NH 투자증권 리서치본부 전망

표3. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 배, %)

회사명		오텍	United technologies corp	Midea Group	위니아딤채	위닉스	쿠쿠홀딩스
주가 (9/19)		11,950	137.7	7.4	2,615	19,650	108,000
시가총액		183.9	118,789.4	51,615.1	94.1	351.2	768.1
매출액	2018	918.7	66,501	39,367	557.4	330.6	493.3
	2019E	1,030.7	77,032	39,912	601.1	403.3	553.3
	2020F	1,184.9	80,668	43,655	617.1	463.8	N/A
영업이익	2018	29.8	8,553.0	3,454.6	-1.2	20.6	67.9
	2019E	42.7	10,149	3,949.8	7.8	50.1	83.4
	2020F	54.9	11,201	4,487.0	8.5	70.6	N/A
순이익	2018	14.8	5,269.0	3,060.8	-13.4	18.9	104.5
	2019E	25.1	6,295.8	3,339.8	4.3	40.6	118.6
	2020F	32.7	7,269.9	3,810.4	4.4	60.1	N/A
PER	2018	10.9	14.2	12.0	N/A	13.8	9.0
	2019E	7.3	17.1	15.2	21.9	8.7	6.5
	2020F	5.6	15.7	13.4	21.4	5.8	N/A
PBR	2018	1.2	2.4	2.9	1.3	1.8	1.3
	2019E	1.1	2.8	3.6	1.0	2.0	1.3
	2020F	0.9	2.6	3.1	1.0	1.5	N/A
ROE	2018	11.3	15.5	25.8	-16.8	17.5	17.5
	2019E	16.7	16.7	24.7	5.3	29.5	N/A
	2020F	18.4	16.9	23.9	4.7	32.5	N/A

주: 오텍은 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준

자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2019년 9월 13일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
77.7%	22.3%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '오택'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.