



## 자동차 소외된 부품에도 관심을

- 1) 더 빠지고 덜 오른 부품사
- 2) 생산 증가+중국 회복+신규업체 성장 = 부품사 기회요인
- 3) 완성차와의 주가 기맞추기 예상

자동차·타이어. 권순우, 3773-8882





Analyst  
**권순우**

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

## 자동차

### 소외된 부품에도 관심을

부품사 주가는 완성차와 비교하여 더 빠지고 덜 오른 상황. 1)하반기부터 증가하고 있는 자동차 생산과 2)낮은 기저와 경쟁완화가 기대되는 중국의 회복, 3)신규 완성차업체의 등장과 성장은 부품사의 기회요인이라는 판단. 전반적인 회복이 예상됨에 따라 완성차와의 주가 키맞추기 기대. Top-pick 으로 만도, 차선후주 모비스를 제시하며, valuation 매력을 보유한 2~3 차 벤더에도 관심을 가질 필요

### 더 빠지고 덜 오른 부품사

자동차섹터는 COVID19 이후 실적과 주가 모두 빠른 회복을 보였다. 하지만 섹터 내에서 회복의 온도차는 존재한다. 가파른 상승을 보인 현대, 기아차와 달리 부품사 주가는 더 많이 빠지고, 덜 오르는 모습을 보였다. 물론 완성차는 물량감소 영향을 직접적으로 받았던 부품사와 달리 재고소진과 인센티브 저감, 신차효과를 누릴 수 있었다. 부품사 대비 완성차의 주가가 아웃퍼폼할 수 있던 요인은 맞지만, 이를 감안 하더라도 주가 괴리가 많이 발생했다는 점도 분명하다. 이제부터는 덜 오른 부품사에 관심을 가져볼 시점이라는 판단이다.

### 생산 증가 + 중국 회복 + 신규 완성차업체 성장 = 부품사의 기회요인

부품사의 기회요인은 1)생산 증가와 2)중국 회복, 3)테슬라를 필두로 하는 신규 완성차업체의 등장과 성장으로 요약할 수 있다. 상반기와 달리 3분기 생산량은 COVID 19 여파에서 벗어나며 전분기 대비 개선되었고, 4 분기에도 물량 증가가 예상된다. 외 부변수만 없다면 2021 년까지도 이어질 것으로 전망한다. 물량 증가와 신차출시에 따른 부품사의 수익성 개선도 기대된다.

특히 중국의 빠른 회복이 긍정적이다. 실제로 주간 단위로 발표되는 중국 소매/도매 판매도 전년과 유사하거나 증가하였다. 수요가 부진할 경우, 경기부양책이 기대된다 는 점도 중요하다. 낮은 기저와 경쟁완화도 수익성 개선에 기여할 전망이다. 또한 신규 완성차업체의 등장과 성장도 부품사의 고객다변화와 믹스개선 요인이다. 경쟁력을 보유한 부품사의 과점을 예상하며, 점차 주가에도 반영되리라 판단한다.

### 주가 키맞추기 예상, Top-pick 만도, 차선후주 모비스

부품사의 전반적인 회복이 기대됨에 따라 주가 또한 완성차와의 키맞추기가 진행될 것으로 예상된다. 특히 완성차 그룹의 주가 레벨이 Trailing PBR 기준으로 과거 3년 래 상위 85~90% 레벨에 위치해 있다는 점을 고려하면, 현재 PBR 이 낮고, 주가레 벨이 과거 3년래 평균 혹은 평균 아래에 위치한 업체에 투자하는 것도 가능하다. 당 사 커버리지 대부분이 이에 해당되며 2~3 차 벤더들도 다수 포함되어있다.

부품섹터 Top-pick 으로 만도, 차선후주 모비스를 제시하며, valuation 매력을 보 유한 에스엘, 세방전지, 성우하이텍, 평화정공, 서연이화, 화승알앤에이 등의 업체에 도 관심을 가질 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 (2020년 9월 28일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 소외된 부품에도 관심을

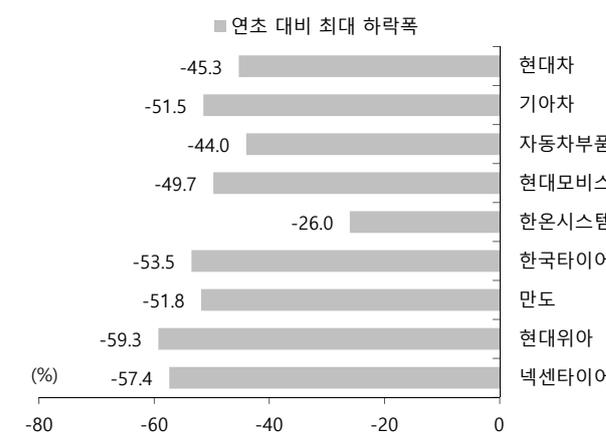
### 더 빠지고 덜 오른 부품사

자동차섹터는 COVID19 이후 실적과 주가 모두 빠른 회복을 보였다. 다양한 이유가 있겠지만, 당사에서는 1)안정적이었던 내수 시장과 2)경쟁업체 부진에 따른 반사수혜, 3)전기차 판매 호조, 수소경제 활성화, 다양한 신규투자 등에 힘입은 valuation 상향을 주된 요인으로 꼽고 있다.

하지만 자동차섹터 내에서도 회복의 온도차는 존재한다. 가파른 상승을 보인 현대차, 기아차와 달리 부품사 주가는 더 많이 빠지고, 덜 오르는 모습을 보였다. 물론 완성차는 물량감소 영향을 직접적으로 받았던 부품사와 달리 재고소진과 인센티브 저감, 신차 효과를 누릴 수 있었다. 앞선 요인이 부품사 대비 완성차의 주가가 아웃퍼폼할 수 있던 요인은 맞지만, 이를 감안하더라도 주가 괴리가 많이 발생했다는 점도 분명하다.

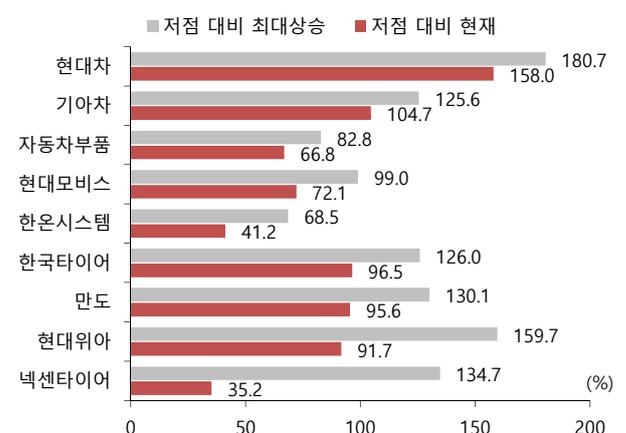
하반기는 COVID19 충격에서 벗어나 자동차수요와 생산의 점진적인 회복은 이어질 것으로 기대한다. PEER 대비 경쟁력있는 신차라인업도 국내자동차에 긍정적인 요인으로 완성차뿐만 아니라 부품사의 주가와 실적에 우호적인 환경은 지속될 전망이다. 지금까지 완성차 중심의 상승이었다면, 이제부터는 덜 오른 부품사에 관심을 가져볼 시점이라는 판단이다.

연초 대비 주가하락 - 대부분의 부품사가 완성차 대비 언더퍼폼



자료: Quantwise, SK 증권

저점 대비 주가 상승 - 반등 국면에서도 언더퍼폼은 반복



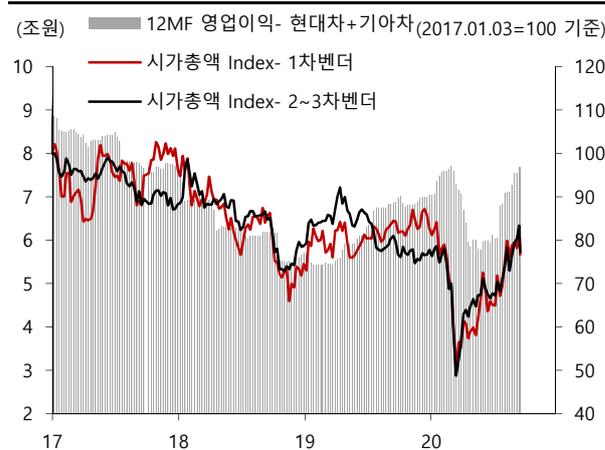
자료: Quantwise, SK 증권 주. 2020년 9월 25일 종가 기준

### 완성차 추정치의 하락 가능성은 제한적

완성차와 부품간 주가의 키밋추기가 이루어지기 위해 먼저 완성차 추정치의 하향 가능성을 확인할 필요가 있다. 아래 그림에서 확인할 수 있듯이 일반적으로 완성차의 추정치 변화와 1차 및 2~3차 벤더의 주가는 동일한 방향성을 보이기 때문이다.

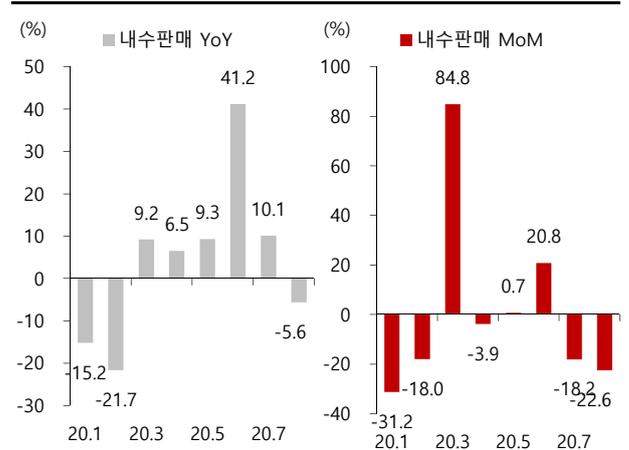
현재 시점에서 추정치가 하향될 수 있는 요인은 있다. COVID19 재확산을 제외한다면, 내수를 비롯한 주요 지역의 불확실한 수요환경이 대표적이다. 개별소비세 인하폭 축소 영향으로 내수수요의 증가를 기대하기 어려워졌고, 이를 만회하기 위한 수출 전략이 요구되는 시점이다. 다만 기존 출시된 차량의 판매호조와 투싼을 비롯한 경쟁력있는 볼륨 모델 중심의 신차라인업이 지속된다는 점을 고려하면, 추정치의 가파른 하향 가능성은 제한적이라는 판단이다.

완성차 추정치 변화와 1차 및 2~3차 벤더 시가총액 추이



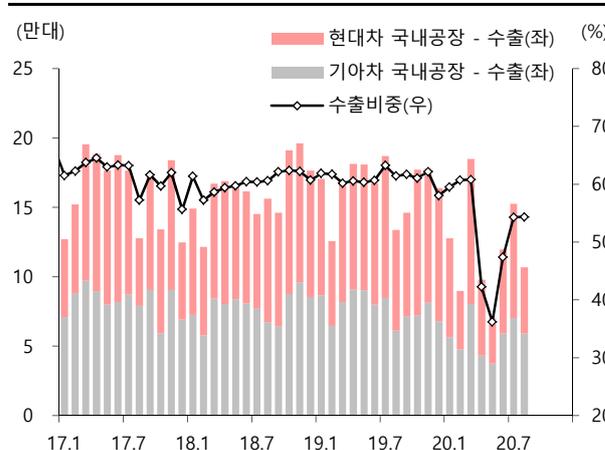
자료: Quantwise, SK 증권

개별소비세 인하폭 축소 영향으로 내수수요 부담은 존재



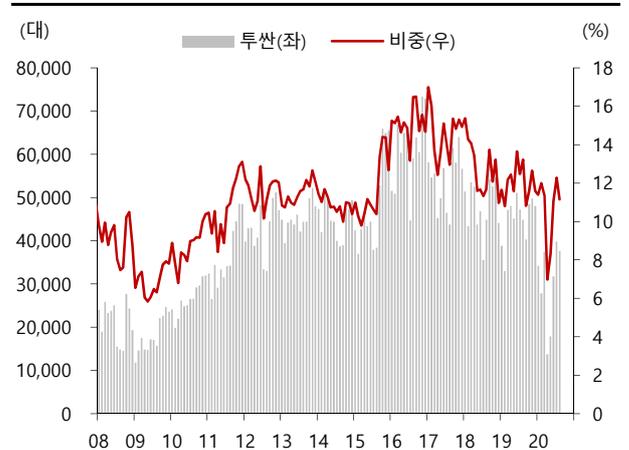
자료: KAMA, SK 증권

글로벌 수요 현황을 고려하면 수출전략도 중요한 상황



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

다만 경쟁력있는 신차라인업이 지속된다는 점은 긍정적



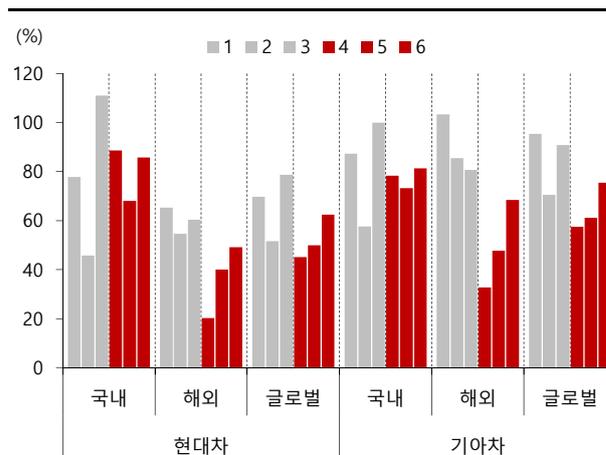
자료: 현대차, SK 증권 추정

### 생산 증가는 고정비 부담 완화로

지난 2020년 2 분기에 완성차와 부품사의 실적 차이가 극명했던 원인은 원가율 차이였다. 출하량 감소에도 원가가 반영된 재고를 소진함으로써 고정비 부담을 낮출 수 있었던 완성차와 달리 부품사는 생산량 감소의 타격이 그대로 실적 부진으로 연결되었기 때문이다.

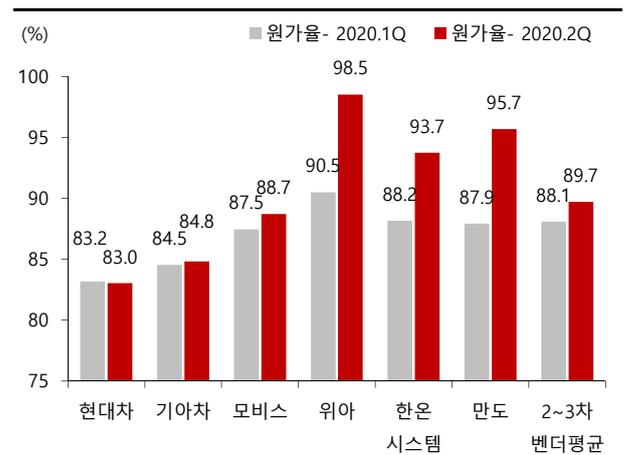
상반기와 달리 3 분기 생산량은 COVID 19 여파에서 벗어나며 전분기 대비 회복되었고, 4 분기에도 물량 증가가 예상된다. 외부변수만 없다면 출하량 증가는 2021년까지도 이어질 전망이다. 물량 증가에 따른 부품사의 수익성 개선이 기대된다. 또한 신차라인업이 확대되고, 구형모델 비중이 감소한다는 점도 부품사의 믹스개선에 긍정적인 요인이다.

현대차, 기아차 상반기 가동률 - 1 분기 대비 낮았던 2 분기 가동률



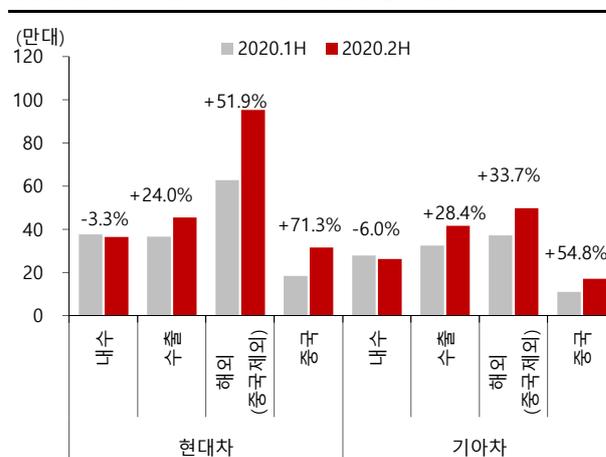
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

완성차와 부품사 간의 발생했던 원가율 차이



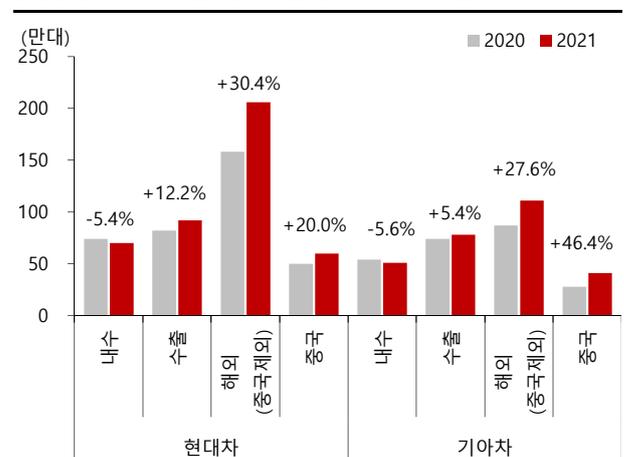
자료: Quantwise, SK 증권

공장별 출하량 - 상반기 대비 하반기 생산량 증가 전망



자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

공장별 출하량 - 외부변수만 없다면 출하량 증가는 내년까지 기대



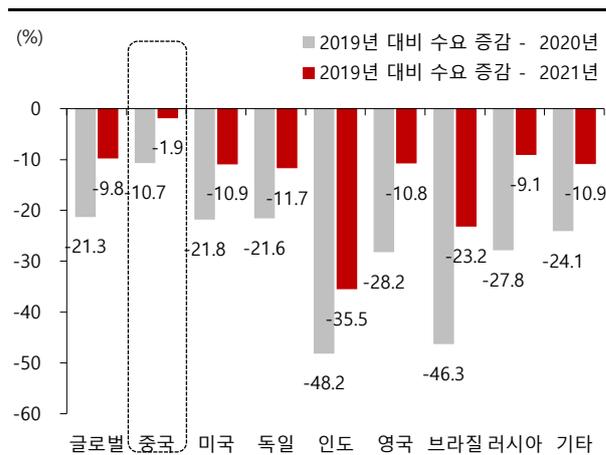
자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

### 포인트는 중국 - 수요회복과 낮은 기저

완성차와 차별화된 실적과 주가수익률을 기대할 수 있는 포인트는 부품사의 매출액과 영업이익에 반영되는 중국의 회복이다. COVID 19 이후 LMC에서 발표한 주요 국가별 수요전망치를 보면, 다른 지역 대비 중국의 빠른 회복을 전망하고 있다. 실제로 주간 단위로 발표되는 중국 소매/도매 판매도 전년과 유사하거나 증가하였다. 만약 수요가 부진할 경우, 경기부양책이 기대된다는 점도 중요하다.

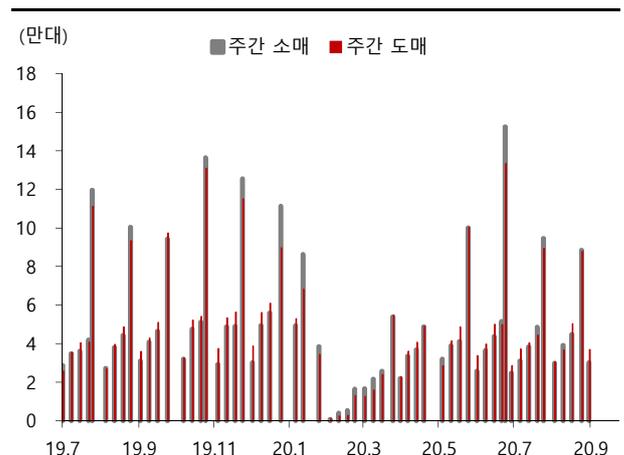
비록 회복되는 중국수요와 달리 현대차그룹의 판매와 생산이 부진하지만, 시간이 지날수록 낮은 기저효과가 기대된다는 점도 고려해야 한다. 현재 CAPA 계획에서 추가적인 감산계획이 없다는 점을 생각하면, 중국은 추가적인 악화보다는 회복에 초점을 맞출 필요가 있다.

주요 지역별 수요 전망치 - 다른 지역 대비 회복이 빠른 중국



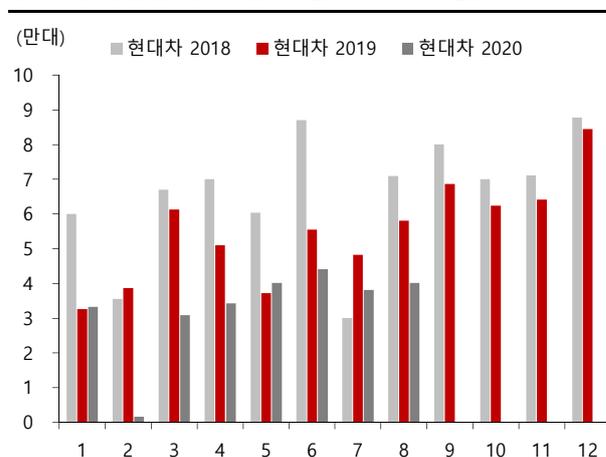
자료: LMC, SK 증권

중국 주간 판매량 - 도매/소매 판매 모두 회복 중



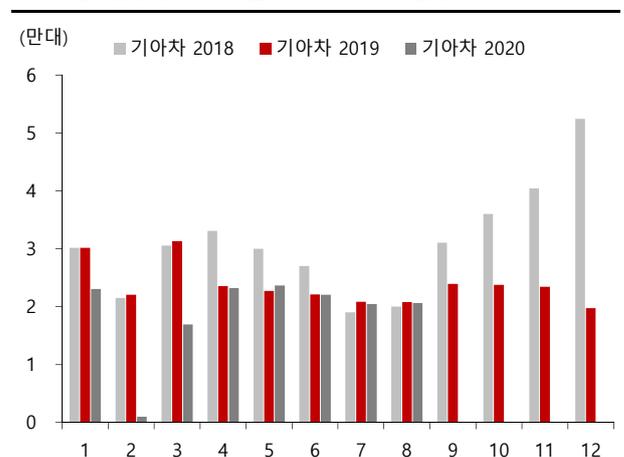
자료: CEIC, SK 증권

현대차 중국법인 출하량 - 시간이 지날수록 기저효과 발생



자료: 현대차, SK 증권

기아차 중국법인 출하량 - 9월 이후로 기저효과 발생

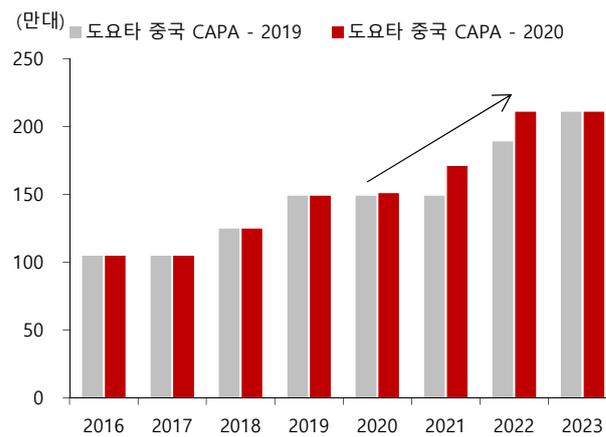


자료: 기아차, SK 증권

### 중국 내 경쟁강도 완화도 긍정적

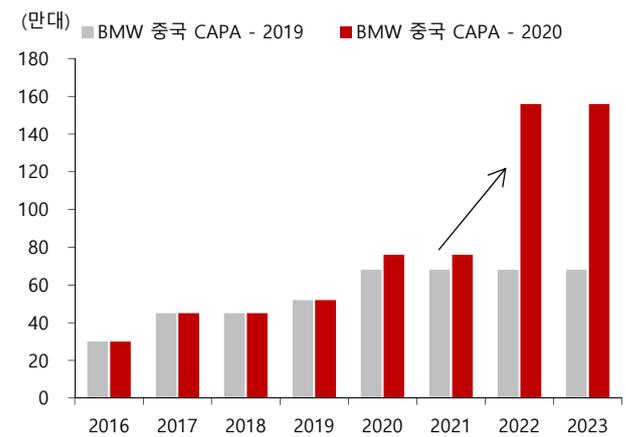
특히 중국 내에서 경쟁강도 완화가 예상된다. 점도 긍정적이다. 도요타처럼 증설계획을 앞당기거나 BMW 처럼 대규모 증설을 하는 업체도 물론 있지만, 상당수의 업체들은 공급과잉과 변동성이 높은 수요, 현지업체의 급부상과 이로 인한 수익성 악화를 이유로 감산 및 구조조정을 진행 중에 있다. 2019년에는 Suzuki가 기존 증설계획을 폐지하고 중국에서 철수한 바 있고, 최근 Volkswagen은 기존 CAPA 계획을 15% 하향, 르노-닛산 연합도 7% 하향하였다. 또한 PSA도 기존 계획 대비 24% 추가하향하며 구조조정을 가속화하고 있다. GM, Ford 등의 변화는 없었지만, 이미 2019년에 감산 계획을 밝힌 바 있다. 경쟁강도 완화는 완성차와 부품사의 실적 회복으로 이어지겠지만, 단기인하 압력도 낮아짐에 따라 부품사의 valuation에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

증설 계획을 앞당긴 도요타



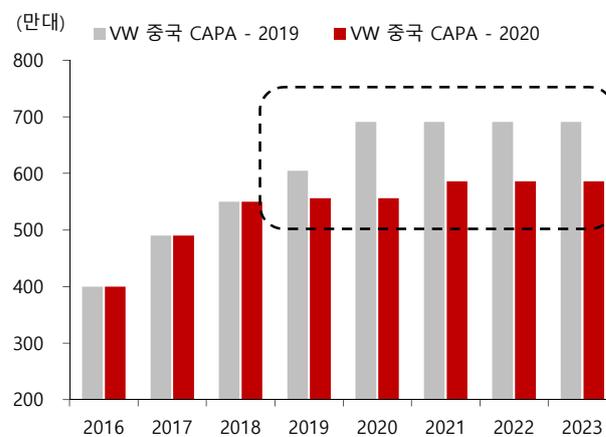
자료 산업자료, SK 증권

대규모 증설 계획을 밝힌 BMW



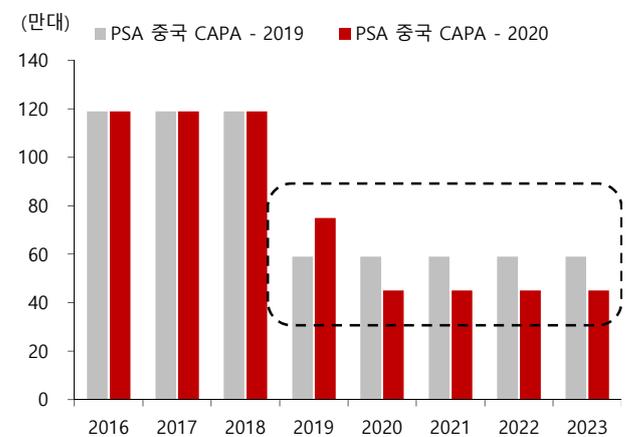
자료 산업자료, SK 증권

Volkswagen은 기존 계획을 15% 하향



자료 산업자료, SK 증권

PSA는 구조조정을 가속화. 기존 계획 대비 24% 추가 하향



자료 산업자료, SK 증권

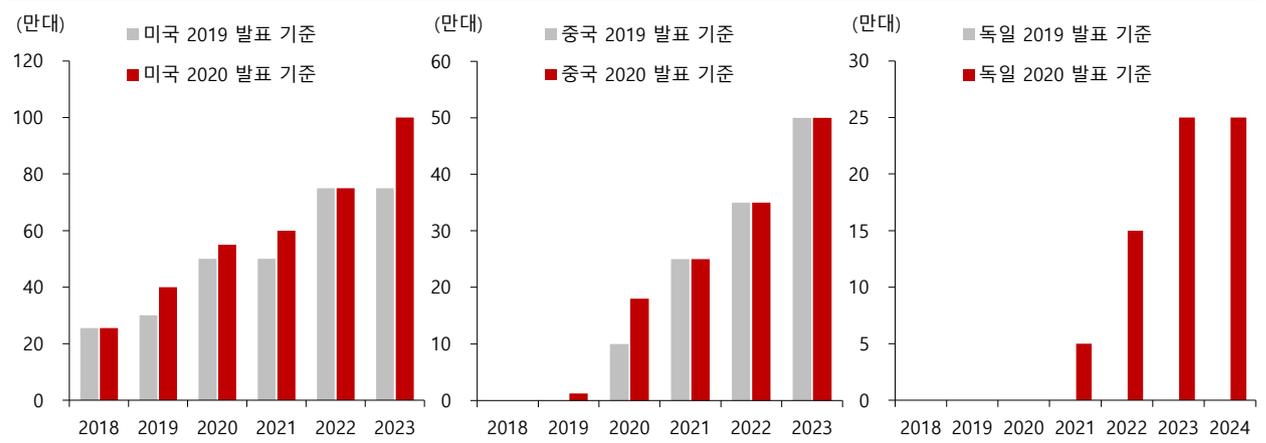
### 신규 고객들의 등장과 성장 - 고객다변화와 믹스개선

전통적인 완성차 업체 이외에 테슬라로 대표되는 신규 업체의 등장과 판매 확대도 부품사만의 기회요인이다. 고객다변화와 믹스 개선뿐만 아니라 기존 완성차업체를 상회하는 외형성장도 가능할 전망이다. 신규업체들은 현재 판매량이 증가하고 있을 뿐만 아니라 감산 혹은 구조조정을 진행 중인 기존 완성차 업체와 달리 공격적인 증설을 진행 중이기 때문이다.

실제 테슬라를 보더라도 미국과 중국뿐만 아니라 2020년 계획에서는 독일에 생산능력을 확보를 발표하며 유럽으로의 진출도 본격화하고 있다. 테슬라 이외에도 중국 전기차 스타트업인 NIO도 중국 이외에 유럽으로 진출을 검토할 정도로 성장을 이루었고, 루시드 모터스도 루시드 에어 출시를 발표하였다. 그 밖에 자율주행 구독 서비스 업체인 카누도 서비스를 하는 등 많은 신생 전기차/자율주행 브랜드의 차량 및 서비스 출시가 예정되어 있다. 신규 업체들의 시장점유율을 점차 높아질 가능성이 높다.

이미 기술력과 가격경쟁력을 보유한 부품사는 신규업체향으로 활발한 수주활동을 진행해왔고, 매출과 이익에 점차 반영되고 있다. 또한 수주이력 및 양산경험을 바탕으로 기존 양산차업체와 다른 신규업체로의 수주확대도 동반하고 있다. 경쟁력을 보유한 부품사의 과점은 점차 확대될 수 밖에 없다. 지금까지의 성장과 가치부여는 신규업체만 누려왔지만, 앞으로 상당 부분이 부품사로 이전되리라는 판단이다.

테슬라 CAPA 계획 - 감산, 구조조정을 진행 중인 기존 완성차 업체와 달리 공격적인 CAPA 확대 행보



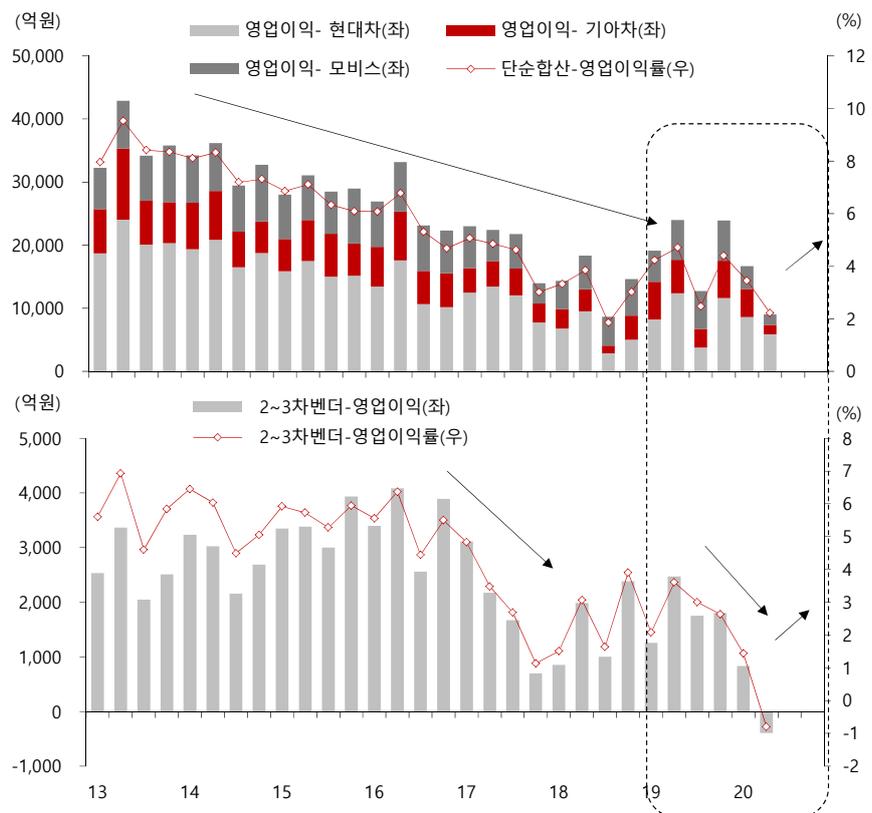
자료: 산업자료, SK증권

## 2~3 차 벤더 - 2Q 적자에서 벗어나 빠른 회복 기대

COVID19 여파에 따른 판매 및 생산차질은 완성차와 1차벤더보다 2~3차 벤더의 실적에 더욱 불리하게 작용하였다. 2020년 2분기 2~3차 벤더 합산 영업이익은 적자를 기록하며 2013년 이후 가장 부진한 실적을 보였을 정도이다.

하지만 하반기 생산량 증가, 중국의 회복, 신차라인업 및 옵션 확대에 따른 믹스개선효과에 힘입어 빠른 개선을 보일 것으로 기대된다. 특히 일반적으로 완성차그룹의 영업이익과 2~3차 벤더의 영업이익이 동행하는 모습을 보였다는 점을 감안하면, 벌어진 괴리는 축소될 전망이다. 완성차그룹의 일부 추정치 하향도 가능하겠지만, 그보다는 2~3차 벤더의 2분기 대비 회복을 통한 축소를 예상한다. 실적 회복이 이루어진다면, 추가 또한 반등할 가능성이 높다는 판단이다.

### 완성차그룹 영업이익과 2~3차 벤더 영업이익 추이 - 괴리는 축소될 전망. 부품사의 회복 기대



자료: Quantwise, SK 증권

### 투자전략 주가 키밋추기 예상

지금까지 전기차 및 수소차, 자율주행 등과 연관된 종목의 상승이 컸고, 당분간도 이어 지리라는 판단이다. 하지만 부품사의 전반적인 회복이 기대되고, 주가 또한 완성차와의 키밋추기가 예상됨에 따라 자동차부품 내에서도 투자대상을 넓힐 필요가 있다.

특히 완성차 그룹의 주가 레벨이 Trailing PBR 기준으로 과거 3년래 상위 90%, 85% 레벨에 위치해 있다는 점을 감안하면, 현재 PBR 이 낮고, 주가레벨이 과거 3년래 평균 혹은 평균 아래에 위치한 업체에 투자하는 것도 가능하다. 현대모비스, 만도, 한국타이어엔테크놀로지 등 당사의 커버리지 업체 대부분이 이에 해당된다.

부품섹터 Top-pick 만도, 차선호주로 모비스를 제시하며, valuation 매력을 보유한 에스엘, 세방전지, 성우하이텍, 평화정공, 서연이화, 화승알앤에이 등의 업체에도 관심을 가질 필요가 있다.

지난 3년 간 PBR 최대 최소와 현재 PBR 위치를 비교하면 많은 부품사가 평균 혹은 평균 아래에 위치

PBR 최대-최소-현재 Index	현재 PBR	PBR 최대-최소-현재 Index	현재 PBR
현대차  -----◆ 90	0.64	HDC현대EP  -----◆ 46	0.52
기아차  -----◆ 85	0.61	한스컴퍼레이션  -----◆ 25	0.46
현대모비스  -----◆ 49	0.63	평화정공  -----◆ 31	0.27
한온시스템  -----◆ 50	2.91	유니크  -----◆ 41	1.44
한국타이어  -----◆ 25	0.52	동아화성  -----◆ 77	1.16
만도  -----◆ 32	1.10	아이에이  -----◆ 13	1.88
한국테크놀로지그룹  -----◆ 41	0.43	지엠비코리아  -----◆ 49	0.58
현대위아  -----◆ 36	0.33	삼기오토모티브  -----◆ 81	0.85
금호타이어  -----◆ 51	0.89	인지컨트롤스  -----◆ 87	0.67
S&T모티브  -----◆ 63	0.87	DRB동일  -----◆ 53	0.33
에스엘  -----◆ 16	0.43	현대공업  -----◆ 82	0.97
넥센타이어  -----◆ 6	0.35	유니테크노  -----◆ 9	1.66
한국단자  -----◆ 33	0.63	유라테크  -----◆ 67	1.09
한국아트라스비엑스  -----◆ 18	0.48	화승알앤에이  -----◆ 33	0.42
모토닉  -----◆ 57	0.58	서연이화  -----◆ 23	0.17
세방전지  -----◆ 0	0.33	삼보모터스  -----◆ 44	0.48
금호에이치티  -----◆ 80	1.53	대원산업  -----◆ 24	0.34
한라홀딩스  -----◆ 11	0.36	계양전기  -----◆ 32	0.53
코리아오토클라스  -----◆ 27	0.74	화신  -----◆ 60	0.36
성우하이텍  -----◆ 27	0.25	세원  -----◆ 40	2.34
대원강업  -----◆ 50	0.52	아진산업  -----◆ 50	0.47
세종공업  -----◆ 71	0.51	삼원강재  -----◆ 31	0.43
디티알오토모티브  -----◆ 1	0.32	대유에이텍  -----◆ 27	0.82
엠에스오토텍  -----◆ 66	1.48	영화테크  -----◆ 66	1.69

자료: Quantwise, SK 증권, 주: Trailing PBR 기준

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

## Company Data

자본금	4,911 억원
발행주식수	9,506 만주
자사주	162 만주
액면가	5,000 원
시가총액	211,021 억원
주요주주	
기아자동차(외4)	30.81%
국민연금공단	11.26%
외국인지분률	43.90%
배당수익률	1.40%

## Stock Data

주가(20/09/25)	222,000 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	267,000 원
52주 최저가	129,000 원
60일 평균 거래대금	1,048 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.1%	5.0%
6개월	31.0%	-2.0%
12개월	-12.9%	-20.8%

현대모비스 (012330/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(상향))

## 우려보다는 실적과 valuation 회복에 초점

2020년 3분기 실적은 생산량 증가와 경제활동 재개 등에 힘입어 모듈, AS 부문 모두 전분기 대비 회복 기대. 턴어라운드는 3분기 이후로도 지속 예상. 비용만 반영되던 전동화, 전장제품의 탑재비중도 점차 확대되며 외형과 수익성에 기여할 전망. 경쟁우위를 보이는 제품라인업의 외부고객향 수주가 결실을 맺는다면 valuation 추가 상향 가능. 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 기존 240,000 원에서 290,000 원으로 상향

## 모듈, AS 모두 회복 기대

2020년 3분기 실적은 매출액 9 조원(YoY -4.7%), 영업이익 4,833 억원(YoY -20.0%, OPM 5.4%), 당기순이익 5,275 억원(YoY -9.6%, NIM 5.9%)으로 전망한다. 사업부별로 보면, A/S 부문은 전분기 부진한 실적의 주요인이었던 차량운행감소, 딜러 영업중단이 완화됨에 따라 영업이익 3,981 억원(OPM 21.0%)으로 회복이 예상된다. 모듈부문은 1분기 중국/국내, 2분기 미국/유럽 중심의 출하량 감소로 영업적자를 기록하였지만, 금번 분기는 생산량 회복과 제품믹스 개선에 힘입어 영업이익은 853 억원(OPM 1.2%)을 기록할 전망이다.

## 우려보다는 실적과 valuation 회복에 초점

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 실적 회복과 valuation 기대감을 반영하여 기존 240,000 원에서 290,000 원으로 상향한다. 12MF BPS 에 Target Multiple 은 직전 12 개월 고점 PBR 0.8 배를 적용하였다. 상반기 COVID19 영향으로 현대차그룹을 포함한 주요 고객사의 생산감소와 주요 지역의 락다운 등이 발생하며 모듈과 AS 부문 모두 부진한 실적을 기록했다. 하지만 이후 제한적이지만 경제활동이 재개되고 있고, 생산물량도 3분기부터 회복되고 있다. 또한 그 동안 비용만 반영되던 전동화, 전장제품도 고가 라인업 확대와 옵션채택률 증가, 전기차 판매 확대와 이후 전용플랫폼 출시로 점차 외형 확대와 수익성 개선에 기여할 전망이다. 연료전지시스템처럼 경쟁우위를 보이고 있는 제품라인업의 외부고객향 수주활동이 결실을 맺는다면 valuation 의 추가 상향도 가능하다. 긍정적인 변화를 바탕으로 완성차 주가와외의 키맞추기가 예상된다. 우려보다는 실적과 valuation 회복에 초점을 맞출 시기다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	351,446	351,492	380,488	350,048	400,382	442,639
yoy	%	-8.2	0.0	8.3	-8.0	14.4	10.6
영업이익	억원	20,249	20,250	23,593	16,655	24,155	28,851
yoy	%	-30.3	0.0	16.5	-29.4	45.0	19.4
EBITDA	억원	27,348	27,392	31,803	27,358	44,093	48,853
세전이익	억원	27,344	24,749	32,143	23,164	33,718	36,305
순이익(지배주주)	억원	15,682	18,888	22,907	17,365	25,025	26,864
영업이익률%	%	5.8	5.8	6.2	4.8	6.0	6.5
EBITDA%	%	7.8	7.8	8.4	7.8	11.0	11.0
순이익률	%	4.4	5.4	6.0	5.0	6.3	6.1
EPS(계속사업)	원	16,109	19,403	23,867	18,264	26,319	28,253
PER	배	16.3	9.8	10.7	12.2	8.4	7.9
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	7.2	4.1	5.2	4.6	2.7	2.1
ROE	%	5.4	6.3	7.3	5.2	7.1	7.2
순차입금	억원	-60,609	-74,958	-81,156	-85,932	-95,243	-108,309
부채비율	%	42.2	40.3	43.8	39.2	37.4	35.2

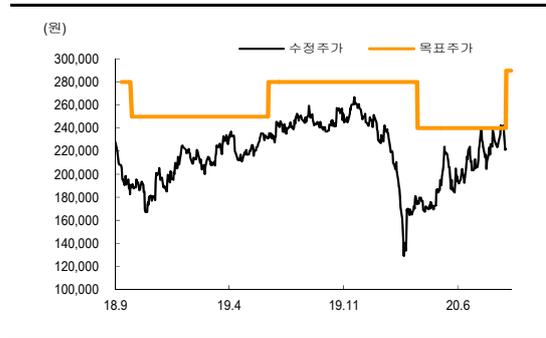
<표 1> 현대모비스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	87,378	94,623	94,449	104,037	84,230	75,355	90,003	100,459	380,487	350,048	400,382
모듈부문	69,289	75,782	75,106	84,650	65,361	60,925	71,047	80,879	304,827	278,211	326,391
A/S 부문	18,089	18,841	19,343	19,387	18,869	14,430	18,956	19,581	75,660	71,836	73,991
매출원가	76,051	81,415	81,364	89,366	73,660	66,848	77,444	86,192	328,196	304,145	341,791
%	87.0	86.0	86.1	85.9	87.5	88.7	86.0	85.8	86.3	86.9	85.4
판매비	6,390	6,935	7,046	8,327	6,961	6,819	7,726	7,741	28,698	29,247	34,436
%	7.3	7.3	7.5	8.0	8.3	9.0	8.6	7.7	7.5	8.4	8.6
영업이익	4,937	6,273	6,039	6,344	3,609	1,688	4,833	6,526	23,593	16,656	24,155
%	5.7	6.6	6.4	6.1	4.3	2.2	5.4	6.5	6.2	4.8	6.0
모듈부문	392	1,408	1,105	1,620	-899	-1,145	853	2,022	4,525	831	7,137
%	0.6	1.9	1.5	1.9	-1.4	-1.9	1.2	2.5	1.5	0.3	2.2
A/S 부문	4,545	4,865	4,934	4,724	4,508	2,833	3,981	4,504	19,068	15,825	17,018
%	25.1	25.8	25.5	24.4	23.9	19.6	21.0	23.0	25.2	22.0	23.0
영업외손익	2,224	2,500	1,674	2,154	1,409	910	2,200	1,988	8,551	6,508	9,563
%	2.5	2.6	1.8	2.1	1.7	1.2	2.4	2.0	2.2	1.9	2.4
세전이익	7,161	8,773	7,713	8,497	5,018	2,598	7,033	8,514	32,144	23,164	33,718
%	8.2	9.3	8.2	8.2	6.0	3.4	7.8	8.5	8.4	6.6	8.4
당기순이익	4,858	6,446	5,819	5,821	3,488	2,347	5,275	6,385	22,944	17,496	25,288
%	5.6	6.8	6.2	5.6	4.1	3.1	5.9	6.4	6.0	5.0	6.3
지배주주	4,830	6,428	5,772	5,878	3,484	2,342	5,220	6,319	22,908	17,365	25,025
%	5.5	6.8	6.1	5.6	4.1	3.1	5.8	6.3	6.0	5.0	6.3

자료: 현대모비스, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	290,000원	6개월		
2020.04.14	매수	240,000원	6개월	-14.73%	1.04%
2020.02.03	매수	280,000원	6개월	-17.13%	-4.64%
2019.10.25	매수	280,000원	6개월	-12.18%	-4.64%
2019.07.25	매수	280,000원	6개월	-13.23%	-7.32%
2019.07.11	매수	280,000원	6개월	-16.93%	-15.89%
2019.04.04	매수	250,000원	6개월	-16.08%	-5.20%
2019.01.28	매수	250,000원	6개월	-19.78%	-10.00%
2019.01.15	매수	250,000원	6개월	-23.44%	-14.00%
2018.10.29	매수	250,000원	6개월	-24.54%	-17.80%
2018.10.10	매수	280,000원	6개월	-31.17%	-26.61%



**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 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 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	197,205	215,046	209,071	226,648	243,642
현금및현금성자산	23,351	33,420	52,163	58,474	64,540
매출채권및기타채권	65,776	71,191	63,871	71,854	79,438
재고자산	27,629	30,342	26,254	29,228	32,313
<b>비유동자산</b>	233,507	251,014	264,653	273,851	283,919
장기금융자산	1,270	5,726	5,822	5,822	5,822
유형자산	80,295	86,054	90,580	89,317	89,923
무형자산	9,314	9,140	8,832	8,525	8,286
<b>자산총계</b>	430,711	466,061	473,724	500,498	527,560
<b>유동부채</b>	82,422	89,623	80,315	84,279	87,601
단기금융부채	16,424	15,925	16,402	14,902	10,902
매입채무 및 기타채무	51,930	56,851	48,414	51,649	57,100
단기충당부채	5,285	6,510	5,989	6,850	7,573
<b>비유동부채</b>	41,255	52,342	53,141	51,971	49,871
장기금융부채	10,592	14,100	14,466	12,966	9,966
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,796	7,621	8,046	8,368	9,248
<b>부채총계</b>	123,677	141,964	133,457	136,250	137,472
<b>지배주주지분</b>	306,305	323,300	339,355	363,069	388,622
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	13,960	13,979	13,979	13,979	13,979
기타자본구성요소	-3,600	-4,142	-3,612	-3,612	-3,612
자기주식	-3,388	-3,930	-3,401	-3,401	-3,401
이익잉여금	300,955	316,568	330,299	352,521	376,581
비지배주주지분	729	796	912	1,180	1,466
<b>자본총계</b>	307,034	324,096	340,267	364,249	390,088
<b>부채외자본총계</b>	430,711	466,061	473,724	500,498	527,560

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	19,803	23,086	26,312	29,949	36,329
당기순이익(손실)	18,882	22,943	17,496	25,288	27,147
비현금성항목등	12,163	12,244	10,844	18,805	21,707
유형자산감가상각비	6,389	7,515	10,003	19,263	19,394
무형자산상각비	753	696	700	676	609
기타	3,807	3,438	31	-1,001	221
운전자본감소(증가)	-5,215	-3,978	5,527	-5,715	-3,366
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,044	-4,447	8,144	-7,983	-7,584
재고자산감소(증가)	-902	-1,947	4,422	-2,974	-3,085
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,852	1,730	-5,622	3,235	5,451
기타	-3,121	687	-1,416	2,008	1,851
법인세납부	-6,027	-8,123	-7,555	-8,429	-9,159
<b>투자활동현금흐름</b>	-12,529	-3,218	-4,086	-16,768	-18,598
금융자산감소(증가)	-11,747	-312	13,223	0	0
유형자산감소(증가)	-5,086	-7,514	-15,000	-18,000	-20,000
무형자산감소(증가)	-287	-369	-369	-369	-369
기타	4,590	4,976	-1,939	1,602	1,771
<b>재무활동현금흐름</b>	-7,818	-10,349	-3,999	-6,871	-11,664
단기금융부채증가(감소)	-6,298	-4,395	-1,498	-1,500	-4,000
장기금융부채증가(감소)	2,417	2,603	1,071	-1,500	-3,000
자본의증가(감소)	0	-3,225	0	0	0
배당금의 지급	-3,325	-4,750	-2,821	-2,803	-2,803
기타	-612	-582	-751	-1,068	-1,861
<b>현금의 증가(감소)</b>	-728	10,069	18,743	6,311	6,066
기초현금	24,079	23,351	33,420	52,163	58,474
기말현금	23,351	33,420	52,163	58,474	64,540
FCF	17,618	17,303	9,810	13,971	17,840

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	351,492	380,488	350,048	400,382	442,639
<b>매출원가</b>	305,822	328,196	304,145	341,791	377,420
<b>매출총이익</b>	45,670	52,292	45,903	58,591	65,219
매출총이익률 (%)	13.0	13.7	13.1	14.6	14.7
<b>판매비와관리비</b>	25,420	28,699	29,247	34,436	36,368
<b>영업이익</b>	20,250	23,593	16,655	24,155	28,851
영업이익률 (%)	5.8	6.2	4.8	6.0	6.5
<b>비영업손익</b>	4,499	8,550	6,508	9,563	7,454
순금융비용	-1,267	-1,532	-851	-534	90
외환관련손익	-611	-3	-510	267	-45
관계기업투자등 관련손익	3,925	7,089	5,421	7,761	7,811
<b>세전계속사업이익</b>	24,749	32,143	23,164	33,718	36,305
세전계속사업이익률 (%)	7.0	8.5	6.6	8.4	8.2
<b>계속사업법인세</b>	5,867	9,200	5,668	8,429	9,159
<b>계속사업이익</b>	18,882	22,943	17,496	25,288	27,147
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세회과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	18,882	22,943	17,496	25,288	27,147
순이익률 (%)	5.4	6.0	5.0	6.3	6.1
<b>지배주주</b>	18,888	22,907	17,365	25,025	26,864
지배주주귀속 순이익률(%)	5.37	6.02	4.96	6.25	6.07
<b>비지배주주</b>	-6	36	130	264	283
<b>총포괄이익</b>	16,769	24,899	18,992	26,784	28,643
<b>지배주주</b>	16,777	24,865	18,858	26,517	28,356
<b>비지배주주</b>	-8	34	134	267	287
<b>EBITDA</b>	27,392	31,803	27,358	44,093	48,853

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.0	8.3	-8.0	14.4	10.6
영업이익	0.0	16.5	-29.4	45.0	19.4
세전계속사업이익	-9.5	29.9	-27.9	45.6	7.7
EBITDA	0.2	16.1	-14.0	61.2	10.8
EPS(계속사업)	20.5	23.0	-23.5	44.1	7.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.3	7.3	5.2	7.1	7.2
ROA	4.5	5.1	3.7	5.2	5.3
EBITDA마진	7.8	8.4	7.8	11.0	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	239.3	240.0	260.3	268.9	278.1
부채비율	40.3	43.8	39.2	37.4	35.2
순차입금/자기자본	-24.4	-25.0	-25.3	-26.2	-27.8
EBITDA/이자비용(배)	43.0	42.4	32.9	41.3	26.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	19,403	23,867	18,264	26,319	28,253
BPS	314,650	339,207	356,995	381,942	408,823
CFPS	26,740	32,423	29,520	47,289	49,290
주당 현금배당금	4,000	4,000	3,000	3,000	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.9	11.2	13.8	9.6	8.9
PER(최저)	8.6	7.8	7.1	4.9	4.6
PBR(최고)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3
PCR	7.1	7.9	7.5	4.7	4.5
EV/EBITDA(최고)	6.9	5.5	5.7	3.3	2.8
EV/EBITDA(최저)	3.2	3.2	1.4	0.7	0.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

## Company Data

자본금	1,360 억원
발행주식수	2,720 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,660 억원
주요주주	
현대자동차(외3)	40.75%
국민연금공단	11.68%
외국인지분률	10.50%
배당수익률	1.80%

## Stock Data

주가(20/09/25)	39,200 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.69
52주 최고가	55,300 원
52주 최저가	20,450 원
60일 평균 거래대금	134 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.4%	-1.8%
6개월	50.5%	12.6%
12개월	-22.1%	-29.1%

현대위아 (011210/KS | 매수(유지) | T.P 47,000 원(상향))

## 해외공장의 정상화로 수익성 개선 기대

2020년 3분기 실적은 매출액 1조 5,853 억원(YoY -10.7%), 영업이익 1 억원(YoY -58.5%, OPM 1.0%) 전망. SUV 중심의 신차믹스와 안정적인 국내공장 가동률은 지속되는 가운데 상반기 부진했던 해외공장 정상화를 통해 수익성 개선 기대. 중국의 수요가 회복되고 있다는 점이 긍정적. 낮은 valuation 하에서 실적회복에 기반한 주가 상승은 가능하다는 판단. 투자 의견 매수, 목표주가 42,000 원에서 47,000 원으로 상향

## 차량부품 회복

2020년 3분기 실적은 매출액 1조 5,853 억원(YoY -10.7%), 영업이익 155 억원(YoY -58.5%, OPM 1.0%), 당기순이익 100 억원(YoY -49.52%, NIM 0.6%)으로 전망한다. 사업부별로 차량부품 영업이익은 생산물량 증가와 옵션채택 확대 영향으로 210 억원(OPM 0.5%)을 예상한다. 기계부문은 -55 억원(OPM -3.0%)으로 영업적자가 이어지겠지만 일회성 요인을 제외하면 상반기 대비 소폭 개선될 것으로 기대한다.

## 해외공장의 정상화로 수익성 개선 기대

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 42,000 원에서 12MF BPS 에 Target Multiple 0.4 배를 적용한 47,000 원으로 상향한다. Target Multiple 은 직전 12개월 평균 PBR 을 적용하였다. 연초 이후 지속되고 있는 완성차그룹의 SUV 신차 라인업 확대와 안정적인 국내공장 가동률 유지는 동사의 믹스와 고정비 부담 완화에 도움을 주고 있다. 상반기 부진요인이었던 해외공장도 정상화가 기대됨에 따라 하반기부터 2021년 까지 점진적인 차량부품의 수익성 개선이 가능할 전망이다. 특히 중국 엔진법인의 지분 확대(30%→42.9%)가 결정된 상황에서 중국 산업수요가 회복되고 있다는 점도 긍정적이다. 전동화 부품의 매출 반영 시점까지는 다소 오랜 기간이 요구됨에 따라 빠른 valuation 상향을 기대하기는 어렵지만, PBR 기준 0.3 배 수준의 낮은 valuation 하에서 실적회복에 기반한 주가상승은 충분히 가능하다는 판단이다.

## 영업실적 및 투자지표

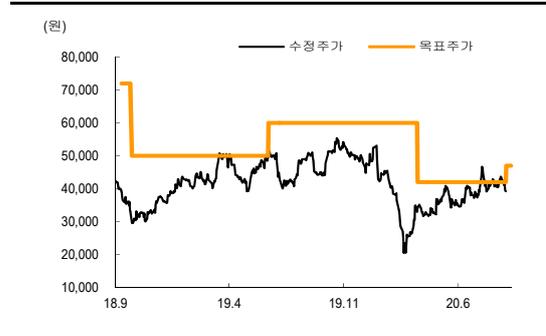
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	74,874	78,805	73,146	62,069	70,728	73,494
yoy	%	-1.3	5.3	-7.2	-15.1	14.0	3.9
영업이익	억원	167	50	1,019	1,000	1,893	2,036
yoy	%	-93.6	-69.9	1,926.1	-2.0	89.4	7.6
EBITDA	억원	2,653	2,661	3,632	3,761	5,284	5,285
세전이익	억원	-971	-706	495	1,264	2,052	2,201
순이익(지배주주)	억원	-630	-556	552	675	1,559	1,673
영업이익률%	%	0.2	0.1	1.4	1.6	2.7	2.8
EBITDA%	%	3.5	3.4	5.0	6.1	7.5	7.2
순이익률	%	-0.8	-0.7	0.8	1.1	2.2	2.3
EPS(계속사업)	원	-2,317	-2,043	2,030	2,481	5,734	6,152
PER	배	N/A	N/A	24.7	15.8	6.8	6.4
PBR	배	0.6	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	9.5	7.8	6.1	4.2	2.7	2.3
ROE	%	-2.0	-1.8	1.8	2.2	4.8	4.9
순차입금	억원	7,449	10,801	8,502	4,882	3,349	1,468
부채비율	%	129.1	134.0	119.1	114.5	110.8	104.4

&lt;표 1&gt; 현대위아 실적추이 및 전망

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
(단위: 억원)											
매출액	18,494	18,920	17,749	17,983	16,478	12,137	15,853	17,603	73,146	62,069	70,728
차량부품	16,156	16,695	15,469	16,230	14,708	10,511	14,006	15,745	64,551	54,970	63,415
기계	2,338	2,225	2,280	1,753	1,770	1,626	1,847	1,858	8,595	7,100	7,313
영업이익	146	299	373	202	845	-386	155	385	1,020	1,000	1,893
%	0.8	1.6	2.1	1.1	5.1	-3.2	1.0	2.2	1.4	1.6	2.7
차량부품	285	479	499	444	747	-348	210	441	1,707	1,050	2,039
%	1.8	2.9	3.2	2.7	5.1	-3.3	1.5	2.8	2.6	1.9	3.2
기계	-139	-180	-126	-242	98	-38	-55	-56	-687	-50	-146
%	-5.9	-8.1	-5.5	-13.8	5.6	-2.3	-3.0	-3.0	-8.0	-0.7	-2.0
세전이익	159	60	304	-28	1,293	-549	132	386	495	1,264	2,052
%	0.9	0.3	1.7	-0.2	7.8	-4.5	0.8	2.2	0.7	2.0	2.9
당기순이익	138	65	198	152	765	-484	100	294	553	675	1,559
%	0.7	0.3	1.1	0.8	4.6	-4.0	0.6	1.7	0.8	1.1	2.2

자료: 현대위아, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	47,000원	6개월		
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	-17.57%	1.40%
2018.10.29	매수	50,000원	6개월	-23.90%	-9.80%
2018.10.10	매수	72,000원	6개월	-50.10%	-46.04%



**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 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 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	38,908	35,691	36,209	38,869	40,529
현금및현금성자산	3,358	3,826	9,207	9,739	10,620
매출채권및기타채권	18,322	15,475	11,793	13,085	13,596
재고자산	8,031	6,652	5,644	6,432	6,683
<b>비유동자산</b>	32,167	32,052	31,449	30,809	30,332
장기금융자산	613	582	613	613	613
유형자산	25,695	25,610	25,078	23,888	22,831
무형자산	2,132	1,702	1,612	1,567	1,533
<b>자산총계</b>	71,074	67,743	67,659	69,678	70,861
<b>유동부채</b>	18,628	18,614	17,073	17,974	17,921
단기금융부채	3,579	6,251	7,036	6,536	6,036
매입채무 및 기타채무	14,050	10,885	8,977	10,229	10,629
단기충당부채	263	300	254	290	301
<b>비유동부채</b>	22,077	18,211	19,045	18,656	18,272
장기금융부채	19,227	15,367	16,231	15,731	15,231
장기매입채무 및 기타채무	16	16	16	16	16
장기충당부채	2,056	2,343	2,255	2,349	2,441
<b>부채총계</b>	40,705	36,825	36,118	36,630	36,193
<b>지배주주지분</b>	30,369	30,918	31,541	33,048	34,668
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	26,025	27,398	28,886
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	30,369	30,918	31,541	33,048	34,668
<b>부채외자본총계</b>	71,074	67,743	67,659	69,678	70,861

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	-779	4,843	6,458	4,136	4,495
당기순이익(손실)	-556	552	675	1,559	1,673
비현금성항목등	3,867	3,676	2,566	3,724	3,612
유형자산감가상각비	2,040	2,076	2,334	2,990	2,858
무형자산감가상각비	571	536	428	401	391
기타	569	650	-1,160	15	16
운전자본감소(증가)	-4,110	728	3,982	-655	-261
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,519	2,801	3,568	-1,291	-512
재고자산감소(증가)	951	1,458	1,050	-787	-252
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	-3,646	-1,784	1,252	400
기타	-534	114	1,148	171	102
법인세납부	20	-113	-765	-492	-528
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,387	-2,226	-1,823	-1,983	-1,976
금융자산감소(증가)	-2,803	-601	133	0	0
유형자산감소(증가)	-1,467	-1,699	-1,800	-1,800	-1,800
무형자산감소(증가)	-369	-357	-357	-357	-357
기타	252	430	201	174	181
<b>재무활동현금흐름</b>	-815	-2,183	769	-1,621	-1,638
단기금융부채증가(감소)	-1,328	-2,100	-2,693	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	1,311	729	4,122	-500	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-159	-159	-186	-186	-186
기타	-639	-653	-475	-435	-452
<b>현금의 증가(감소)</b>	-5,956	468	5,381	532	881
기초현금	9,313	3,358	3,826	9,207	9,739
기말현금	3,358	3,826	9,207	9,739	10,620
FCF	-2,410	3,307	3,533	2,018	2,378

자료 : 현대위아, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	78,805	73,146	62,069	70,728	73,494
<b>매출원가</b>	75,784	69,179	58,195	65,736	68,233
<b>매출총이익</b>	3,021	3,967	3,874	4,992	5,261
매출총이익률 (%)	3.8	5.4	6.2	7.1	7.2
<b>판매비와관리비</b>	2,970	2,948	2,874	3,099	3,225
<b>영업이익</b>	50	1,019	1,000	1,893	2,036
영업이익률 (%)	0.1	1.4	1.6	2.7	2.8
<b>비영업손익</b>	-757	-525	264	159	165
순금융비용	457	388	273	261	271
외환관련손익	49	122	13	-131	-136
관계기업투자등 관련손익	-169	5	-15	566	588
<b>세전계속사업이익</b>	-706	495	1,264	2,052	2,201
세전계속사업이익률 (%)	-0.9	0.7	2.0	2.9	3.0
<b>계속사업법인세</b>	-151	-57	589	492	528
<b>계속사업이익</b>	-556	552	675	1,559	1,673
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세회과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-556	552	675	1,559	1,673
순이익률 (%)	-0.7	0.8	1.1	2.2	2.3
<b>지배주주</b>	-556	552	675	1,559	1,673
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.71	0.75	1.09	2.2	2.28
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-872	708	808	1,693	1,807
지배주주	-872	708	808	1,693	1,807
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,661	3,632	3,761	5,284	5,285

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.3	-7.2	-15.1	14.0	3.9
영업이익	-69.9	1,926.1	-2.0	89.4	7.6
세전계속사업이익	적지	흑전	155.4	62.4	7.3
EBITDA	0.3	36.5	3.6	40.5	0.0
EPS(계속사업)	적지	흑전	22.2	131.1	7.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-1.8	1.8	2.2	4.8	4.9
ROA	-0.8	0.8	1.0	2.3	2.4
EBITDA마진	3.4	5.0	6.1	7.5	7.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	208.9	191.7	212.1	216.3	226.2
부채비율	134.0	119.1	114.5	110.8	104.4
순차입금/자기자본	35.6	27.5	15.5	10.1	4.2
EBITDA/이자비용(배)	4.0	5.7	8.2	12.1	11.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-2,043	2,030	2,481	5,734	6,152
BPS	111,672	113,690	115,979	121,520	127,480
CFPS	7,556	11,637	12,636	18,203	18,097
주당 현금배당금	600	700	700	700	700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	27.2	21.4	9.3	8.6
PER(최저)	N/A	17.5	8.2	3.6	3.3
PBR(최고)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR(최저)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	4.8	4.3	3.1	2.2	2.2
EV/EBITDA(최고)	10.9	6.5	5.2	3.4	3.0
EV/EBITDA(최저)	7.2	5.0	2.8	1.7	1.4

# 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	62,188 억원
주요주주	
1) 한앤코오토홀딩스(외)	69.99%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	20.80%
배당수익률	0.70%

### Stock Data

주가(20/09/25)	11,650 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	13,900 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	279 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.7%	-7.3%
6개월	26.1%	-5.7%
12개월	-5.7%	-14.2%

한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 13,500 원(상향))

## 유럽의 회복과 전동화 확대

20년 3분기 실적은 매출액 1.69 조원(YoY -9.2%), 영업이익 953 억원(YoY -10.9 OPM 5.6%)으로 전망. 유럽 중심으로 수요 및 생산 증가하며 수익성 회복 예상. 기존 전망 대비 빠르게 전동화 비중이 높아짐에 따라 선도기술과 양산경험을 보유하고 있고, 대응가능한 글로벌 생산거점을 운영하고 있는 동사에 대한 관심은 재차 높아질 수 있다는 판단. 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 기존 12,000 원에서 13,500 원으로 상향

### 유럽의 회복

20년 3분기 실적은 매출액 1.69 조원(YoY -9.2%), 영업이익 953 억원(YoY -10.9 OPM 5.6%), 당기순이익 666 억원(YoY -12.0% NIM 3.9%)으로 전망한다. 지난 2분기 COVID19로 주요 지역에서 고객사의 생산차질로 고정비 부담이 증가하며 외형 및 수익성 감소가 이루어졌고, 구조조정에 따른 일회성 비용도 반영됨에 따라 영업적자를 기록하였다. 하지만 3분기는 유럽을 중심으로 수요 및 생산이 증가하며 전분기 대비 빠른 수익성 회복이 예상된다. 내연기관의 물량회복으로 전기차량 매출비중은 다소 낮아지겠지만, 절대 수준의 증가는 지속될 것으로 기대한다.

### 선도기술과 양산경험으로 언제나 재부각 가능

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 실적 회복을 반영하여 기존 12,000 원에서 13,500 원으로 상향한다. 12MF BPS에 Target Multiple은 직전 12개월 평균인 PBR 3배를 적용하였다. COVID19 여파와 이후 회복으로 완성차업체의 수주 계획이 지연됨에 따라 수주 확대가 기대치를 상회하기는 어렵다. 이로 인해 신규수주 및 수주잔고의 반등엔 시간이 필요할 것으로 예상된다. 하지만 테슬라를 비롯하여 많은 신규 업체들이 전기차 시장에 뛰어들고 있고, 기존 전망치 대비 빠르게 전동화 차량 비중이 높아지고 있는 자동차산업 변화에 주목할 필요가 있다. 히트펌프와 친환경 냉매기술을 포함하여 많은 선도기술을 보유하고 있고, 전기차와 수소차량 수주 및 양산 경험과 대응가능한 글로벌 생산거점을 운영하고 있음을 감안하면 동사에 대한 관심은 수주와 주가 측면에서 언제나 재차 부각될 수 있다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	55,857	59,376	71,542	64,966	72,272	75,731
yoy	%	-2.1	6.3	20.5	-9.2	11.3	4.8
영업이익	억원	4,684	4,338	4,838	2,699	4,769	5,249
yoy	%	10.9	-7.4	11.5	-44.2	76.7	10.1
EBITDA	억원	6,699	7,014	8,645	10,266	14,731	14,182
세전이익	억원	4,215	3,796	4,073	2,257	4,281	4,738
순이익(지배주주)	억원	2,886	2,776	3,185	1,691	3,144	3,492
영업이익률%	%	8.4	7.3	6.8	4.2	6.6	6.9
EBITDA%	%	12.0	11.8	12.1	15.8	20.4	18.7
순이익률	%	5.3	4.8	4.5	2.6	4.4	4.7
EPS(계속사업)	원	541	520	597	317	589	654
PER	배	25.7	20.8	18.7	36.8	19.8	17.8
PBR	배	3.8	2.8	2.7	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	배	11.5	9.4	9.6	8.0	5.2	5.1
ROE	%	15.2	13.8	15.0	7.6	13.5	13.9
순차입금	억원	1,320	6,244	20,321	16,649	11,482	6,831
부채비율	%	102.8	151.3	203.0	213.2	199.0	177.7

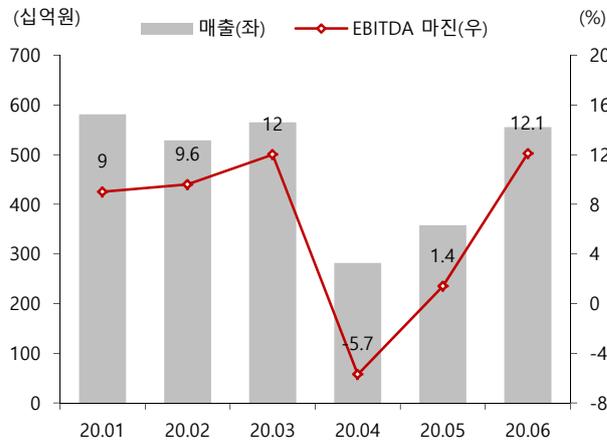
<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	14,291	19,041	18,599	19,611	16,748	11,954	16,897	19,367	71,542	64,966	72,272
아시아	9,586	10,761	10,486	11,972	9,412	8,181	10,053	12,758	42,805	40,403	45,385
미주	2,978	4,721	4,616	4,579	4,539	1,771	4,016	4,350	16,894	14,677	16,285
유럽	7,143	9,594	9,073	8,721	8,767	5,272	7,893	7,849	34,531	29,782	32,511
영업이익	935	1,123	1,070	1,711	597	-578	953	1,726	4,839	2,699	4,769
%	6.5	5.9	5.8	8.7	3.6	-4.8	5.6	8.9	6.8	4.2	6.6
세전이익	764	898	965	1,446	453	-810	877	1,737	4,073	2,257	4,281
%	5.3	4.7	5.2	7.4	2.7	-6.8	5.2	9.0	5.7	3.5	5.9
당기순이익	565	711	757	1,193	332	-604	666	1,320	3,226	1,715	3,211
%	4.0	3.7	4.1	6.1	2.0	-5.1	3.9	6.8	4.5	2.6	4.4
지배주주	560	708	754	1,163	341	-590	651	1,290	3,185	1,691	3,144
%	3.9	3.7	4.1	5.9	2.0	-4.9	3.9	6.7	4.5	2.6	4.4

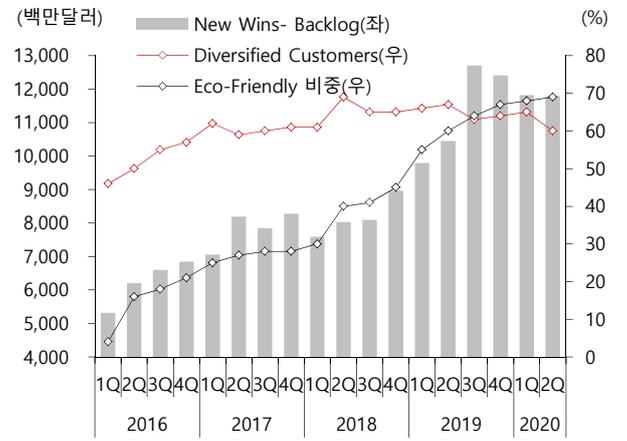
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

한온시스템 월간 매출 및 EBITDA 마진 추이 - 4월 이후 회복



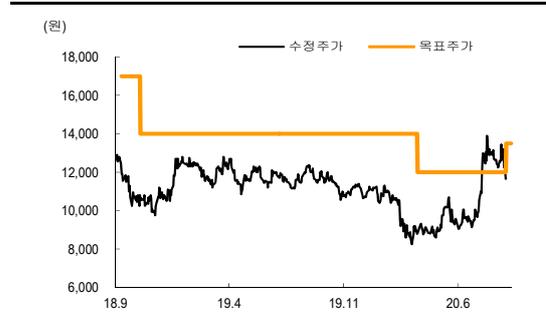
자료: 한온시스템 SK 증권

신규수주 백로그와 수주별 비중 - 친환경 비중 확대



자료: 한온시스템 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	13,500원	6개월		
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	-19.26%	-8.57%
2019.08.16	매수	14,000원	6개월	-16.76%	-8.57%
2019.07.11	매수	14,000원	6개월	-16.87%	-8.57%
2019.04.04	매수	14,000원	6개월	-16.99%	-8.57%
2019.01.15	매수	14,000원	6개월	-18.28%	-8.57%
2018.11.14	매수	14,000원	6개월	-24.36%	-19.29%
2018.10.10	매수	17,000원	6개월	-34.79%	-30.00%



**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 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 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	28,592	29,224	34,290	40,024	43,154
현금및현금성자산	10,178	6,867	15,307	18,974	21,125
매출채권및기타채권	9,904	12,086	10,260	11,413	11,960
재고자산	5,058	6,128	4,872	5,420	5,680
<b>비유동자산</b>	24,966	41,600	40,071	36,303	33,656
장기금융자산	99	94	37	37	37
유형자산	15,515	21,304	19,217	16,365	14,355
무형자산	5,640	15,928	16,302	15,271	14,428
<b>자산총계</b>	53,558	70,824	74,361	76,327	76,811
<b>유동부채</b>	18,671	20,915	24,654	26,784	28,056
단기금융부채	4,923	4,361	10,155	10,655	11,155
매입채무 및 기타채무	10,780	12,750	11,044	12,286	12,874
단기충당부채	57	30	27	30	31
<b>비유동부채</b>	13,570	26,534	25,964	24,012	21,093
장기금융부채	11,867	23,098	22,403	20,403	17,403
장기매입채무 및 기타채무	132	128	128	128	128
장기충당부채	498	567	614	624	653
<b>부채총계</b>	32,241	47,449	50,618	50,796	49,149
<b>지배주주지분</b>	20,367	22,168	22,491	24,191	26,238
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-215	-199	-199	-199	-199
기타자본구성요소	0	0	13	13	13
자기주식	0	0	-11	-11	-11
이익잉여금	21,796	23,182	23,062	24,563	26,411
비지배주주지분	949	1,207	1,253	1,340	1,423
<b>자본총계</b>	21,317	23,375	23,744	25,531	27,661
<b>부채외자본총계</b>	53,558	70,824	74,361	76,327	76,811

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,766	8,270	11,998	13,192	12,690
당기순이익(손실)	2,837	3,226	1,715	3,211	3,553
비현금성항목등	4,689	5,867	9,030	11,520	10,629
유형자산감가상각비	2,337	3,120	5,431	6,851	6,010
무형자산감가상각비	338	687	2,136	3,110	2,923
기타	914	661	400	107	114
운전자본감소(증가)	-1,875	-112	1,928	-468	-307
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-820	1,854	2,403	-1,154	-546
재고자산감소(증가)	-446	584	1,253	-548	-259
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	640	-1,554	-1,635	1,242	588
기타	-1,249	-996	-93	-9	-90
법인세납부	-885	-713	-677	-1,070	-1,184
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,688	-19,281	-5,712	-5,633	-5,611
금융자산감소(증가)	-73	-18	-437	0	0
유형자산감소(증가)	-4,101	-4,248	-3,490	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-1,440	-2,080	-2,080	-2,080	-2,080
기타	-74	-12,935	295	447	469
<b>재무활동현금흐름</b>	5,505	7,736	2,090	-3,892	-4,928
단기금융부채증가(감소)	1,614	341	4,568	500	500
장기금융부채증가(감소)	5,354	9,457	-279	-2,000	-3,000
자본의증가(감소)	0	0	-11	0	0
배당금의 지급	-1,725	-1,727	-1,580	-1,644	-1,644
기타	261	-336	-607	-749	-784
<b>현금의 증가(감소)</b>	4,505	-3,311	8,441	3,667	2,151
기초현금	5,673	10,178	6,867	15,307	18,974
기말현금	10,178	6,867	15,307	18,974	21,125
FCF	-1,420	-347	5,531	6,991	6,483

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	59,376	71,542	64,966	72,272	75,731
<b>매출원가</b>	50,249	61,199	56,753	61,790	64,672
<b>매출총이익</b>	9,127	10,343	8,213	10,482	11,059
매출총이익률 (%)	15.4	14.5	12.6	14.5	14.6
<b>판매비와관리비</b>	4,789	5,505	5,514	5,712	5,810
<b>영업이익</b>	4,338	4,838	2,699	4,769	5,249
영업이익률 (%)	7.3	6.8	4.2	6.6	6.9
<b>비영업손익</b>	-542	-766	-441	-488	-511
순금융비용	176	626	423	302	315
외환관련손익	-3	185	125	-151	-158
관계기업투자등 관련손익	63	40	12	72	76
<b>세전계속사업이익</b>	3,796	4,073	2,257	4,281	4,738
세전계속사업이익률 (%)	6.4	5.7	3.5	5.9	6.3
<b>계속사업법인세</b>	959	846	542	1,070	1,184
<b>계속사업이익</b>	2,837	3,226	1,715	3,211	3,553
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	2,837	3,226	1,715	3,211	3,553
순이익률 (%)	4.8	4.5	2.6	4.4	4.7
<b>지배주주</b>	2,776	3,185	1,691	3,144	3,492
지배주주귀속 순이익률(%)	4.68	4.45	2.6	4.35	4.61
<b>비지배주주</b>	61	41	24	66	62
<b>총포괄이익</b>	2,322	3,548	1,935	3,431	3,774
<b>지배주주</b>	2,278	3,493	1,890	3,343	3,691
<b>비지배주주</b>	44	55	45	88	83
<b>EBITDA</b>	7,014	8,645	10,266	14,731	14,182

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.3	20.5	-9.2	11.3	4.8
영업이익	-7.4	11.5	-44.2	76.7	10.1
세전계속사업이익	-9.9	7.3	-44.6	89.7	10.7
EBITDA	4.7	23.3	18.7	43.5	-3.7
EPS(계속사업)	-3.8	14.7	-46.9	85.9	11.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.8	15.0	7.6	13.5	13.9
ROA	6.0	5.2	2.4	4.3	4.6
EBITDA마진	11.8	12.1	15.8	20.4	18.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	153.1	139.7	139.1	149.4	153.8
부채비율	151.3	203.0	213.2	199.0	177.7
순차입금/자기자본	29.3	86.9	70.1	45.0	24.7
EBITDA/이자비용(배)	28.7	12.1	14.3	19.7	18.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	520	597	317	589	654
BPS	3,816	4,153	4,213	4,532	4,915
CFPS	1,021	1,310	1,734	2,455	2,328
주당 현금배당금	320	320	308	308	308
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	26.4	21.5	43.9	23.6	21.3
PER(최저)	18.8	17.6	26.0	14.0	12.6
PBR(최고)	3.6	3.1	3.3	3.1	2.8
PBR(최저)	2.6	2.5	2.0	1.8	1.7
PCR	10.6	8.5	6.7	4.7	5.0
EV/EBITDA(최고)	11.6	10.6	9.2	6.0	6.0
EV/EBITDA(최저)	8.6	9.2	6.2	4.0	3.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sksec.co.kr

02-3773-8882

## Company Data

자본금	470 억원
발행주식수	4,696 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	15,566 억원

## 주요주주

한라홀딩스(외4)	30.26%
국민연금공단	14.22%
외국인지분률	22.20%
배당수익률	1.70%

## Stock Data

주가(20/09/25)	33,150 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.43
52주 최고가	39,000 원
52주 최저가	16,950 원
60일 평균 거래대금	315 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.6%	15.9%
6개월	56.0%	16.7%
12개월	-7.3%	-15.6%

만도 (204320/KS | 매수(유지) | T.P 42,000 원(상향))

## 신기술 적용과 확산의 선순환

2020년 3분기 실적 매출액 1 조 4,353 억원(YoY -2.2%), 영업이익 464 억원(YoY -34.1%, OPM 3.2%) 전망. 주요 고객사의 신차출시와 물량 증가, 중국 수요 회복 등을 감안하면 실적 턴어라운드는 당분간 지속될 전망. 핵심기술을 바탕으로 활발한 수주활동 진행. 신규 업체에 적용된 신기술은 기존 양산차업체로 이어지며 점차 확대될 것으로 기대. 투자 의견 매수, 목표주가는 기존 34,000 원에서 42,000 원으로 상향

## 상반기 부진에서 회복 중인 하반기

2020년 3분기 실적은 매출액 1 조 4,353 억원(YoY -2.2%), 영업이익 464 억원(YoY -34.1%, OPM 3.2%), 당기순이익 336 억원(YoY -35.9%, NIM 2.3%)으로 전망한다. 중국과 유럽, 미국 등 주요 거점에서 이루어진 수요 및 생산 확대가 회복의 주된 요인이다. 인도를 비롯한 기타지역의 회복에는 시간이 필요하지만, 북미에서 신규차종 추가 및 기존 고객사의 물량 증가, 신규 고객들의 전기차 판매 호조, ADAS 증가에 따른 믹스개선이 이를 상쇄하였다. 이와 같은 우호적인 환경은 4분기에도 지속될 것으로 예상된다.

## 신기술 적용과 확산의 선순환

투자 의견 매수 유지, 목표주가는 기존 34,000 원에서 42,000 원으로 상향한다. 2021년 예상 BPS에 Target Multiple은 직전 12개월 고점 PBR 1.2 배를 적용하였다. 주요 고객사의 신차출시와 물량 확대가 이어지고 있는 긍정적인 환경이다. 그 중에서도 비용부담을 많이 낮춘 중국의 자동차수요 회복은 수익성 개선에 크게 기여할 전망이다. 선제적인 구조조정과 생산회복을 통해 실적 턴어라운드 당분간 지속되리라 판단한다.

현재 동사는 조향/현가/제동에서의 핵심 기술력을 바탕으로 컨벤셔널 및 전장제품 수주활동을 점차 확대하고 있다. 특히 신기술 적용에 우호적인 신규 자동차업체 수주는 기존 양산차업체로 이어지며 물량은 점차 확대될 전망이다. 전장제품의 탑재율 증가와 함께 전기차, 수소차에서도 확대되는 수주도 점차 valuation에 반영될 것으로 기대한다.

## 영업실적 및 투자지표

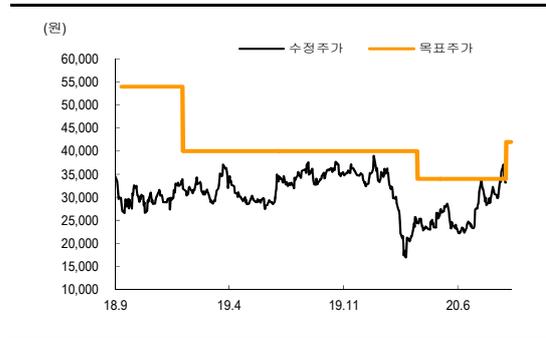
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	56,847	56,648	59,819	53,898	60,946	62,638
yoy	%	-3.1	-0.4	5.6	-9.9	13.1	2.8
영업이익	억원	835	1,974	2,186	547	2,390	2,577
yoy	%	-72.6	136.4	10.7	-75.0	337.1	7.8
EBITDA	억원	3,286	4,691	5,192	3,891	6,206	6,201
세전이익	억원	193	1,414	1,765	125	2,336	2,522
순이익(지배주주)	억원	48	1,057	1,105	-302	1,590	1,725
영업이익률%	%	1.5	3.5	3.7	1.0	3.9	4.1
EBITDA%	%	5.8	8.3	8.7	7.2	10.2	9.9
순이익률	%	0.3	2.0	2.0	-0.4	2.9	3.0
EPS(계속사업)	원	102	2,250	2,354	-644	3,386	3,673
PER	배	605.8	12.9	15.0	N/A	9.8	9.0
PBR	배	2.1	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	12.8	5.8	5.9	7.4	4.3	4.0
ROE	%	0.3	7.6	7.6	-2.0	10.2	9.9
순차입금	억원	11,827	12,506	13,464	12,267	10,229	7,848
부채비율	%	215.2	199.5	189.8	208.9	190.4	168.3

<표 1> 만도 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	14,151	14,636	14,671	16,361	13,101	10,134	14,353	16,309	59,819	53,898	60,946
한국	7,776	8,392	8,064	9,002	7,639	5,447	7,742	8,551	33,234	29,379	31,882
중국	3,196	2,788	3,351	3,975	1,840	3,048	3,385	3,856	13,311	12,128	13,563
미국	2,170	2,292	2,413	2,370	2,520	1,180	2,172	2,417	9,245	8,289	10,070
기타	2,547	2,745	2,911	3,037	2,841	1,054	2,475	3,098	11,241	9,468	10,731
영업이익	321	518	704	643	185	-759	464	656	2,186	547	2,390
%	2.3	3.5	4.8	3.9	1.4	-7.5	3.2	4.0	3.7	1.0	3.9
세전이익	250	397	838	280	139	-1,095	443	638	1,765	125	2,336
%	1.8	2.7	5.7	1.7	1.1	-10.8	3.1	3.9	3.0	0.2	3.8
당기순이익	187	326	525	145	96	-1,119	336	485	1,182	-202	1,764
%	1.3	2.2	3.6	0.9	0.7	-11.0	2.3	3.0	2.0	-0.4	2.9
지배주주	169	311	510	116	83	-1,123	314	423	1,105	-302	1,590
%	1.2	2.1	3.5	0.7	0.6	-11.1	2.2	2.6	1.8	-0.6	2.6

자료: 만도, SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	42,000원	6개월		
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%
2019.01.15	매수	54,000원	6개월	-44.53%	-37.13%
2018.10.29	매수	54,000원	6개월	-45.49%	-39.63%
2018.10.10	매수	54,000원	6개월	-47.74%	-45.09%



**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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	19,727	21,098	23,852	26,988	28,886
현금및현금성자산	1,176	2,053	7,191	8,229	9,610
매출채권및기타채권	13,772	13,739	12,379	13,998	14,386
재고자산	3,186	3,368	2,803	3,108	3,195
<b>비유동자산</b>	24,645	24,858	24,238	23,418	22,824
장기금융자산	587	980	1,037	1,037	1,037
유형자산	19,430	19,466	18,926	17,973	17,174
무형자산	2,122	1,713	1,453	1,291	1,168
<b>자산총계</b>	44,373	45,956	48,091	50,406	51,710
<b>유동부채</b>	18,358	17,568	16,617	17,662	17,433
단기금융부채	5,596	4,458	4,805	4,305	3,705
매입채무 및 기타채무	11,373	11,595	10,448	11,814	12,142
단기충당부채	317	293	264	299	307
<b>비유동부채</b>	11,197	12,532	15,903	15,387	15,006
장기금융부채	8,258	11,526	14,808	14,308	13,908
장기매입채무 및 기타채무	33	67	67	67	67
장기충당부채	1,805	273	297	306	315
<b>부채총계</b>	29,555	30,100	32,521	33,050	32,439
<b>지배주주지분</b>	14,158	15,117	14,794	16,470	18,281
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	6,946	8,279	9,746
비지배주주지분	660	739	776	886	990
<b>자본총계</b>	14,818	15,856	15,570	17,356	19,271
<b>부채외자본총계</b>	44,373	45,956	48,091	50,406	51,710

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,187	3,094	4,904	5,069	5,414
당기순이익(손실)	1,414	1,765	-134	1,764	1,892
비현금성항목등	3,860	3,856	4,216	4,442	4,309
유형자산감가상각비	2,189	2,452	2,884	3,453	3,299
무형자산감가상각비	528	554	460	363	325
기타	615	298	354	7	7
운전자본감소(증가)	-1,708	-2,362	1,278	-564	-157
매출채권및기타채권의 감소(증가)	554	-61	1,386	-1,619	-389
재고자산감소(증가)	-52	-175	565	-306	-86
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-759	355	-891	1,366	328
기타	-1,451	-2,481	217	-6	-10
법인세납부	-380	-164	-455	-572	-631
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,901	-2,930	-2,367	-2,543	-2,538
금융자산감소(증가)	107	-745	247	0	0
유형자산감소(증가)	-2,555	-2,141	-2,200	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-423	-101	-201	-201	-201
기타	-29	58	-213	159	163
<b>재무활동현금흐름</b>	-293	706	2,554	-1,488	-1,495
단기금융부채증가(감소)	-4,806	-4,622	105	-500	-600
장기금융부채증가(감소)	5,129	6,118	3,353	-500	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-224	-340	-301	-258	-258
기타	-392	-450	-604	-231	-237
<b>현금의 증가(감소)</b>	-11	877	5,137	1,038	1,381
기초현금	1,188	1,176	2,053	7,191	8,229
기말현금	1,176	2,053	7,191	8,229	9,610
FCF	346	323	1,888	2,354	2,699

자료 : 만도, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	56,648	59,819	53,898	60,946	62,638
<b>매출원가</b>	49,405	51,478	47,316	52,292	53,242
<b>매출총이익</b>	7,244	8,341	6,582	8,654	9,396
매출총이익률 (%)	12.8	13.9	12.2	14.2	15.0
<b>판매비와관리비</b>	5,269	6,156	6,035	6,265	6,819
<b>영업이익</b>	1,974	2,186	547	2,390	2,577
영업이익률 (%)	3.5	3.7	1.0	3.9	4.1
<b>비영업손익</b>	-560	-421	-422	-53	-55
순금융비용	341	414	-3	72	74
외환관련손익	-43	3	-17	-36	-37
관계기업투자등 관련손익	-65	-65	22	61	63
<b>세전계속사업이익</b>	1,414	1,765	125	2,336	2,522
세전계속사업이익률 (%)	2.5	3.0	0.2	3.8	4.0
<b>계속사업법인세</b>	285	582	327	572	631
<b>계속사업이익</b>	1,129	1,182	-202	1,764	1,892
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,129	1,182	-202	1,764	1,892
순이익률 (%)	2.0	2.0	-0.4	2.9	3.0
<b>지배주주</b>	1,057	1,105	-302	1,590	1,725
지배주주귀속 순이익률(%)	1.87	1.85	-0.56	2.61	2.75
<b>비지배주주</b>	73	77	100	174	167
<b>총포괄이익</b>	926	1,355	78	2,044	2,172
<b>지배주주</b>	864	1,276	41	1,934	2,069
<b>비지배주주</b>	62	79	37	110	103
<b>EBITDA</b>	4,691	5,192	3,891	6,206	6,201

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.4	5.6	-9.9	13.1	2.8
영업이익	136.4	10.7	-75.0	337.1	7.8
세전계속사업이익	634.1	24.8	-92.9	1,771.2	8.0
EBITDA	42.8	10.7	-25.1	59.5	-0.1
EPS(계속사업)	2,109.3	4.6	적전	흑전	8.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.6	7.6	-2.0	10.2	9.9
ROA	2.5	2.6	-0.4	3.6	3.7
EBITDA마진	8.3	8.7	7.2	10.2	9.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	107.5	120.1	143.5	152.8	165.7
부채비율	199.5	189.8	208.9	190.4	168.3
순차입금/자기자본	84.4	84.9	78.8	58.9	40.7
EBITDA/이자비용(배)	11.3	10.7	43.2	26.9	26.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,250	2,354	-644	3,386	3,673
BPS	30,151	32,193	31,504	35,074	38,931
CFPS	8,036	8,755	6,478	11,513	11,391
주당 현금배당금	500	550	550	550	550
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	27.5	16.0	N/A	11.5	10.6
PER(최저)	11.8	11.6	N/A	5.0	4.6
PBR(최고)	2.1	1.2	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.4
PCR	3.6	4.0	5.1	2.9	2.9
EV/EBITDA(최고)	9.1	6.2	8.1	4.8	4.4
EV/EBITDA(최저)	5.6	5.2	5.4	3.1	2.7

# 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	3,105 억원
주요주주	
정몽원(외7)	28.48%
국민연금공단	14.00%
외국인지분률	9.60%
배당수익률	6.70%

### Stock Data

주가(20/09/25)	29,650 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	48,350 원
52주 최저가	24,450 원
60일 평균 거래대금	19 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	9.0%
6개월	7.4%	-19.6%
12개월	-30.8%	-37.0%

한라홀딩스 (060980/KS | 매수(유지) | T.P 38,000 원(하향))

## 자회사 회복과 높아지는 배당 매력

2020 년 3 분기 실적은 매출액 1,867 억원(YoY -9.8%), 영업이익 242 억원(YoY -10.9%, OPM 13.0%), 당기순이익 168 억원(YoY -11.1%, NIM 9.0%)으로 전망. 건설사업의 턴어라운드 지속과 기타사업의 안정화, 자동차 생산 증가에 따른 자회사 실적 개선이 회복에 기여. 하반기 자회사 회복이 진행될 경우, 높은 배당매력이 점차 부각될 것으로 판단. 투자의견 매수, 목표주가 38,000 원으로 커버리지 재개

## 자회사 회복과 높아지는 배당 매력

지난 2 분기 실적에서는 건설을 제외한 주요 자회사 부진에 따른 지주부문의 수익성 약화와 COVID19 영향으로 인한 자체사업 매출 감소로 영업적자를 기록하였다. 다만 불확실한 업황을 대비한 회사채 발행과 리파이낸싱을 통한 이자비용 절감, 자체산업의 Non-captive 향 확대와 Fleet 시장 진출은 긍정적으로 바라볼 필요가 있다.

2020 년 3 분기 실적은 매출액 1,867 억원(YoY -9.8%), 영업이익 242 억원(YoY -10.9%, OPM 13.0%), 당기순이익 168 억원(YoY -11.1%, NIM 9.0%)으로 전망한다. 금번 분기에는 자동차생산이 증가하고, 자체사업 또한 정상화될 것으로 예상됨에 따라 전분기 대비 실적 회복이 기대된다. 특히 주요 생산거점인 중국과 인도의 산업수요 회복에 힘입은 만도헬라의 턴어라운드가 가시화될 경우, 실적과 valuation 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다. 건설업을 영위하는 한라도 선제적 구조조정 효과와 안정적인 수주활동으로 턴어라운드는 지속될 전망이며, 기타사업도 높아진 골프수요에 힘입어 하반기도 수익기여가 기대된다.

또한 하반기 자회사 회복이 진행되며 실적우려가 해소된다면 2018 년부터 주당 2,000 원으로 유지되고 있는 배당에 대한 매력이 점차 부각되리라는 판단이다. 투자의견 매수, 목표주가는 38,000 원으로 커버리지를 재개한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	8,907	7,002	7,984	6,723	6,934	7,077
yoy	%	5.5	-21.4	14.0	-15.8	3.1	2.1
영업이익	억원	637	-1,284	754	487	689	714
yoy	%	-31.9	적전	흑전	-35.4	41.5	3.6
EBITDA	억원	750	-1,188	988	812	1,211	1,194
세전이익	억원	764	-1,511	521	247	442	462
순이익(지배주주)	억원	430	-1,732	411	211	384	401
영업이익률%	%	7.2	-18.3	9.5	7.3	9.9	10.1
EBITDA%	%	8.4	-17.0	12.4	12.1	17.5	16.9
순이익률	%	4.9	-24.7	5.1	3.1	5.5	5.7
EPS(계속사업)	원	4,443	-14,812	4,052	2,014	3,666	3,830
PER	배	14.1	N/A	11.3	14.7	8.1	7.7
PBR	배	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	15.6	-8.3	10.5	10.3	6.5	6.2
ROE	%	4.6	-19.3	4.7	2.4	4.3	4.4
순차입금	억원	4,837	5,012	5,401	5,111	4,623	4,149
부채비율	%	98.4	99.3	98.7	107.0	102.4	96.6

<표 1> 한라홀딩스 실적추이 및 전망

(단위: 억원)										
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)
매출액	1,949	1,962	2,070	2,003	1,795	1,130	1,867	1,932	7,984	6,723
지주부문	137	88	293	268	195	-175	264	281	786	565
유통물류서비스부문	1,782	1,834	1,745	1,692	1,574	1,266	1,571	1,607	7,053	6,018
기타사업부문	30	40	32	43	26	39	32	43	145	141
영업이익	168	133	272	182	174	-191	242	262	755	487
%	8.6	6.8	13.1	9.1	9.7	-16.9	13.0	13.6	9.5	7.3
지주부문	127	40	212	117	139	-227	185	197	496	293
%	92.6	45.8	72.4	43.6	71.3	129.8	70.0	70.0	63.1	51.9
유통물류서비스부문	39	76	71	63	42	33	55	61	249	191
%	2.2	4.1	4.1	3.7	2.7	2.6	3.5	3.8	3.5	3.2
기타사업부문	2	17	-11	2	-7	3	3	4	10	3
%	7.2	41.7	-35.0	5.3	-26.7	8.0	9.0	10.0	6.8	2.4
세전이익	95	60	225	144	126	-304	200	226	524	247
%	4.9	3.1	10.9	7.2	7.0	-26.9	10.7	11.7	6.6	3.7
당기순이익	52	42	189	127	115	-271	168	199	410	211
%	2.7	2.1	9.1	6.3	6.4	-24.0	9.0	10.3	5.1	3.1

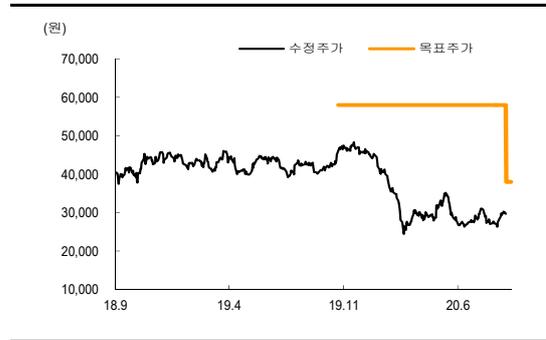
자료: 한라홀딩스, SK 증권 추정

<표 2> 한라홀딩스 주당 NAV 와 목표주가 산정

구분				지분율	금액	
상장	만도	시가총액(억원)	15,566	30.3	4,721	
	한라(보통주)	시가총액(억원)	1,277	6.9	89	
	비상장	만도헬라	20F 예상순이익 x 10(억원)	1,700	50.0	850
		스택폴	20F 예상순이익 x 8(억원)	1,040	20.0	208
	한라(우선주)	장부가치(억원)	1,701	57.3	975	
합계		(억원)			6,843	
B=A * 70%	30% 할인	(억원)			4,790	
C	사업가치(유통)	20F 예상순이익 x 10(억원)	220	x6	1,320	
D	브랜드가치	(억원)	194	x10	1,940	
E	순차입금	(별도기준)	(억원)		-4,030	
F=B+C+D+E	합계	(원)			4,021	
G	주식수	(주)			10,472,070	
H = F / G	주당가치	(원)			38,393	
	목표주가	(원)			38,000	

자료: 한라홀딩스, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	38,000원	6개월		
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 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	3,685	3,223	4,138	4,380	4,492
현금및현금성자산	856	1,132	2,308	2,495	2,570
매출채권및기타채권	1,668	1,191	1,003	1,034	1,056
재고자산	782	812	684	705	720
<b>비유동자산</b>	13,557	14,381	14,127	13,894	13,697
장기금융자산	310	298	356	356	356
유형자산	2,624	2,667	2,679	2,480	2,313
무형자산	292	243	164	113	70
<b>자산총계</b>	17,241	17,604	18,265	18,275	18,188
<b>유동부채</b>	2,903	4,945	7,247	7,090	6,919
단기금융부채	939	3,320	5,879	5,679	5,479
매입채무 및 기타채무	1,729	1,293	1,089	1,123	1,146
단기충당부채	7	6	5	5	5
<b>비유동부채</b>	5,686	3,798	2,192	2,153	2,016
장기금융부채	5,073	3,238	1,631	1,531	1,331
장기매입채무 및 기타채무	3	7	7	7	7
장기충당부채	0	20	20	20	21
<b>부채총계</b>	8,589	8,743	9,439	9,244	8,935
<b>지배주주지분</b>	8,652	8,861	8,825	9,031	9,253
자본금	551	551	551	551	551
자본잉여금	2,647	2,647	2,647	2,647	2,647
기타자본구성요소	-378	-241	-302	-302	-302
자기주식	-137	0	-61	-61	-61
이익잉여금	6,392	6,430	6,416	6,598	6,796
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	8,652	8,861	8,826	9,031	9,253
<b>부채외자본총계</b>	17,241	17,604	18,265	18,275	18,188

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,518	483	1,339	1,125	1,115
당기순이익(손실)	-1,732	521	188	384	401
비현금성항목등	412	55	783	827	793
유형자산감가상각비	69	210	304	500	466
무형자산감가상각비	27	24	21	22	14
기타	40	-9	3	1	1
운전자본감소(증가)	-43	13	404	-28	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	418	171	-31	-21
재고자산감소(증가)	94	-27	126	-21	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	34	-379	-389	34	23
기타	-103	0	496	-9	-6
법인세납부	-154	-105	-36	-58	-61
<b>투자활동현금흐름</b>	221	196	-122	-249	-249
금융자산감소(증가)	221	93	-88	0	0
유형자산감소(증가)	104	-228	-250	-300	-300
무형자산감소(증가)	-5	29	29	29	29
기타	-99	302	187	21	22
<b>재무활동현금흐름</b>	-928	-414	-53	-688	-791
단기금융부채증가(감소)	-359	-132	526	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	-196	149	-114	-100	-200
자본의증가(감소)	-62	-19	-61	0	0
배당금의 지급	0	-210	-209	-202	-202
기타	-243	-202	-195	-185	-189
<b>현금의 증가(감소)</b>	-2,225	276	1,176	187	74
기초현금	1,234	856	1,132	2,308	2,495
기말현금	-990	1,132	2,308	2,495	2,570
FCF	-804	196	613	825	811

자료 : 한라홀딩스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	7,002	7,984	6,723	6,934	7,077
<b>매출원가</b>	7,561	6,395	5,484	5,640	5,756
<b>매출총이익</b>	-559	1,589	1,239	1,294	1,322
매출총이익률 (%)	-8.0	19.9	18.4	18.7	18.7
<b>판매비와관리비</b>	725	835	752	605	608
<b>영업이익</b>	-1,284	754	487	689	714
영업이익률 (%)	-18.3	9.5	7.3	9.9	10.1
<b>비영업손익</b>	-227	-233	-240	-247	-252
순금융비용	228	246	69	164	167
외환관련손익	5	3	-34	-82	-84
관계기업투자등 관련손익	34	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-1,511	521	247	442	462
세전계속사업이익률 (%)	-21.6	6.5	3.7	6.4	6.5
<b>계속사업법인세</b>	89	96	36	58	61
<b>계속사업이익</b>	-1,600	425	211	384	401
<b>중단사업이익</b>	-132	-14	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	-14	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-1,732	411	211	384	401
순이익률 (%)	-24.7	5.1	3.1	5.5	5.7
<b>지배주주</b>	-1,732	411	211	384	401
지배주주귀속 순이익률(%)	-24.74	5.14	3.14	5.54	5.67
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,802	431	235	408	425
<b>지배주주</b>	-1,802	431	235	408	425
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	-1,188	988	812	1,211	1,194

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-21.4	14.0	-15.8	3.1	2.1
영업이익	적전	흑전	-35.4	41.5	3.6
세전계속사업이익	적전	흑전	-52.6	79.1	4.4
EBITDA	적전	흑전	-17.8	49.1	-1.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	-50.3	82.1	4.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-19.3	4.7	2.4	4.3	4.4
ROA	-9.7	2.4	1.2	2.1	2.2
EBITDA마진	-17.0	12.4	12.1	17.5	16.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	126.9	65.2	57.1	61.8	64.9
부채비율	99.3	98.7	107.0	102.4	96.6
순차입금/자기자본	57.9	61.0	57.9	51.2	44.8
EBITDA/이자비용(배)	-4.9	3.8	9.8	6.5	6.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-14,812	4,052	2,014	3,666	3,830
BPS	80,094	84,613	84,276	86,236	88,360
CFPS	-15,148	6,149	5,115	8,644	8,420
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	11.9	23.1	12.7	12.1
PER(최저)	N/A	9.7	12.1	6.7	6.4
PBR(최고)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	-2.9	7.5	5.8	3.4	3.5
EV/EBITDA(최고)	-10.0	10.7	12.4	7.9	7.7
EV/EBITDA(최저)	-7.7	9.8	9.6	6.0	5.7

# 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	37,968 억원
주요주주	
한국타이어엔테크놀로지(외25)	43.24%
국민연금공단	7.06%
외국인지분률	38.50%
배당수익률	1.80%

### Stock Data

주가(20/09/25)	30,650 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	36,350 원
52주 최저가	15,600 원
60일 평균 거래대금	204 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	0.9%
6개월	65.7%	23.9%
12개월	-5.0%	-13.5%

한국타이어엔테크놀로지 (161390/KS | 매수(유지) | T.P 38,000 원(상향))

## 저점을 지나 회복 중인 가동률과 수익성

2020년 3분기 실적 매출액 1 조 6,684 원(YoY -9.1%), 영업이익 1,335 억원(YoY -26.0%, OPM 8.0%) 전망. 기타지역 부진에도 불구하고, 유럽 RE와 중국 OE 증가가 실적 회복에 기여. 하반기도 녹록하지 않은 영업환경이나 경쟁력을 보유한 라인업을 바탕으로 시장 대비 판매호조 예상. 가동률과 수익성 모두 개선되는 가운데 중장기적으로 전기차 수주 및 매출확대, 신규투자 활동 기대. 투자 의견 매수 유지, 목표주가 38,000 원으로 상향

## 유럽 RE와 중국 OE의 회복

2020년 3분기 실적은 매출액 1 조 6,684 원(YoY -9.1%), 영업이익 1,335 억원(YoY -26.0%, OPM 8.0%), 당기순이익 1,141 억원(YoY -37.6%, NIM 6.8%)으로 전망한다. 전년 동기 대비로는 부진하지만, 수요 및 생산차질을 겪었던 2분기 대비로는 회복되는 모습이다. 중남미, 중동을 포함한 기타지역 판매는 다소 부진했지만, 제품믹스가 좋은 유럽 RE 판매 호조와 생산비중이 높은 중국 OE 부분의 성장이 수익성 개선에 긍정적으로 작용하였다. 원재료 투입단가도 낮아지며 스프레드 개선에 기여했다.

## 저점을 지나 회복 중인 실적과 전기차와 신규투자라는 중장기 모멘텀

상반기 COVID19로 수요감소와 생산차질을 겪었고, 장치산업 성격이 강한 타이어사업에 경쟁심화와 수익성 악화로 이어졌다. 하반기도 녹록하지 않은 영업환경이지만, 경쟁력을 보유한 라인업을 바탕으로 시장수요 대비 판매호조를 보이고 있다. 미국의 타이어 반덤핑 관세가 변수지만, 미국 및 헝가리, 인도네시아로 다변화된 생산거점으로 대응이 가능할 전망이다. 단기적으로는 수요 충격에서 벗어나며 가동률과 수익성 모두 개선될 것으로 예상되며, 중장기적으로는 전기차 수주확대 및 매출인식, 위기를 대비하여 확보한 현금을 활용한 신규 투자 활동이 기대된다. 수익성 악화와 보유현금 고갈로 구조조정을 진행 중인 경쟁업체와는 차별화된 모습이다. 저점을 지나 진행 중인 실적회복과 valuation 개선을 반영하여 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 27,000 원에서 2021년 예상 EPS에 Target PER 10 배를 적용한 38,000 원으로 상향한다.

### 영업실적 및 투자지표

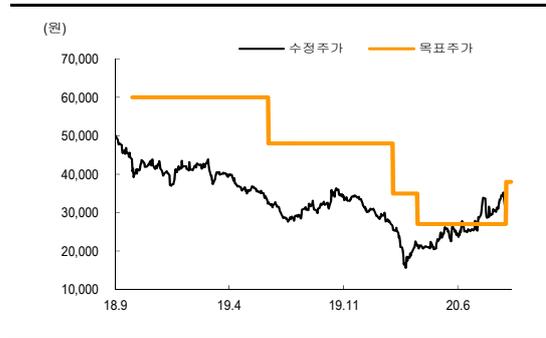
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	68,129	67,951	68,833	62,008	68,210	68,241
yoy	%	2.9	-0.3	1.3	-9.9	10.0	0.1
영업이익	억원	7,934	7,027	5,440	4,551	5,593	5,732
yoy	%	-28.1	-11.4	-22.6	-16.4	22.9	2.5
EBITDA	억원	13,426	12,817	11,756	11,025	11,521	11,441
세전이익	억원	7,430	6,977	5,899	5,187	6,407	5,212
순이익(지배주주)	억원	5,991	5,222	4,195	3,220	4,719	4,726
영업이익률%	%	11.7	10.3	7.9	7.3	8.2	8.4
EBITDA%	%	19.7	18.9	17.1	17.8	16.9	16.8
순이익률	%	8.9	7.8	6.2	5.4	7.1	6.0
EPS(계속사업)	원	4,836	4,216	3,387	2,599	3,810	3,815
PER	배	11.3	9.5	9.9	11.8	8.1	8.0
PBR	배	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.0	4.7	4.3	3.4	3.0	2.6
ROE	%	9.7	8.0	6.0	4.4	6.1	5.8
순차입금	억원	12,689	9,957	8,117	-531	-3,951	-8,367
부채비율	%	49.4	44.3	41.4	43.5	39.6	35.3

<표 1> 한국타이어앤테크놀로지 실적추정

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
	(단위: 억원)										
매출액	16,425	17,406	18,353	16,650	14,358	13,644	16,684	17,322	68,834	62,008	68,210
국내	8,121	8,532	7,894	7,184	7,760	6,006	7,054	7,406	31,731	28,226	31,138
중국	3,593	3,706	3,557	3,370	2,513	3,181	3,426	3,389	14,225	12,509	13,244
헝가리	2,118	2,160	2,044	1,339	2,051	1,264	1,985	1,849	7,662	7,150	7,526
인도네시아	1,148	1,062	1,197	1,152	1,083	886	1,051	1,093	4,559	4,113	4,113
미국	771	805	798	715	652	339	591	636	3,090	2,219	3,651
판매 및 기타	674	1,141	2,863	2,890	298	1,969	2,577	2,948	7,567	7,791	8,538
영업이익	1,406	1,057	1,804	1,172	1,060	701	1,335	1,455	5,439	4,551	5,593
%	8.6	6.1	9.8	7.0	7.4	5.1	8.0	8.4	7.9	7.3	8.2
세전이익	1,590	1,310	2,198	800	1,812	228	1,502	1,646	5,898	5,187	6,407
%	9.7	7.5	12.0	4.8	12.6	1.7	9.0	9.5	8.6	8.4	9.4
당기순이익	1,232	951	1,809	304	977	-46	1,141	1,251	4,296	3,322	4,869
%	7.5	5.5	9.9	1.8	6.8	-0.3	6.8	7.2	6.2	5.4	7.1
지배주주	1,212	905	1,787	292	954	-69	1,114	1,221	4,196	3,220	4,719
%	7.4	5.2	9.7	1.8	6.6	-0.5	6.7	7.1	6.1	5.2	6.9

자료: 한국타이어앤테크놀로지, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	38,000원	6개월		
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	-33.88%	-26.83%
2018.10.30	매수	60,000원	6개월	-31.20%	-26.83%



**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 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 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.29%	중립	14.71%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	36,638	41,137	50,504	54,794	57,224
현금및현금성자산	6,120	8,776	19,430	20,850	23,266
매출채권및기타채권	13,265	13,801	12,433	13,676	13,683
재고자산	15,985	17,254	15,543	17,098	17,106
<b>비유동자산</b>	61,326	60,509	57,045	56,721	56,406
장기금융자산	643	831	1,985	1,985	1,985
유형자산	42,252	41,055	36,507	34,788	33,772
무형자산	3,554	3,405	3,290	3,144	3,015
<b>자산총계</b>	97,964	101,646	107,550	111,514	113,630
<b>유동부채</b>	20,226	21,311	19,427	19,389	18,394
단기금융부채	8,523	10,633	9,808	8,808	7,808
매입채무 및 기타채무	7,055	6,252	5,632	6,196	6,199
단기충당부채	453	460	414	456	456
<b>비유동부채</b>	9,835	8,463	13,173	12,257	11,254
장기금융부채	8,092	6,779	11,481	10,481	9,481
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	459	448	451	483	481
<b>부채총계</b>	30,061	29,774	32,600	31,646	29,648
<b>지배주주지분</b>	67,655	71,568	74,588	79,352	84,122
자본금	619	619	619	619	619
자본잉여금	29,728	29,728	29,728	29,728	29,728
기타자본구성요소	-11	-11	-245	-245	-245
자기주식	-11	-11	-245	-245	-245
이익잉여금	39,959	43,437	45,941	49,989	54,044
비지배주주지분	248	305	362	516	-140
<b>자본총계</b>	67,903	71,872	74,950	79,868	83,982
<b>부채외자본총계</b>	97,964	101,646	107,550	111,514	113,630

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	11,333	7,672	14,081	8,067	10,285
당기순이익(손실)	5,304	4,296	3,322	4,869	4,065
비현금성항목등	8,439	8,936	11,824	6,652	7,376
유형자산감가상각비	5,593	6,064	6,363	5,719	5,517
무형자산감가상각비	197	252	112	209	192
기타	939	1,113	4,849	-409	-160
운전자본감소(증가)	-950	-3,341	513	-1,916	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-512	-194	1,023	-1,244	-6
재고자산감소(증가)	-402	-1,017	2,993	-1,555	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	-1,122	-2,382	563	3
기타	-92	-1,008	-1,121	319	2
법인세납부	-1,460	-2,219	-1,579	-1,538	-1,147
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,502	-1,901	-4,214	-3,204	-4,397
금융자산감소(증가)	-788	-15	-1,820	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	670	859	167
<b>재무활동현금흐름</b>	-6,371	-3,029	929	-3,443	-3,473
단기금융부채증가(감소)	-1,973	-1,311	1,308	-1,000	-1,000
장기금융부채증가(감소)	-3,294	-544	1,259	-1,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	-232	0	0
배당금의 지급	-562	-603	-733	-671	-671
기타	-541	-571	-674	-772	-802
<b>현금의 증가(감소)</b>	-822	2,656	10,654	1,420	2,416
기초현금	6,942	6,120	8,776	19,430	20,850
기말현금	6,120	8,776	19,430	20,850	23,266
FCF	7,878	4,679	8,059	4,199	5,607

자료 : 한국타이어앤테크놀로지

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	67,951	68,833	62,008	68,210	68,241
<b>매출원가</b>	46,914	49,611	44,655	48,604	48,620
<b>매출총이익</b>	21,036	19,222	17,352	19,605	19,622
매출총이익률 (%)	31.0	27.9	28.0	28.7	28.8
<b>판매비와관리비</b>	14,010	13,782	12,802	14,012	13,889
<b>영업이익</b>	7,027	5,440	4,551	5,593	5,732
영업이익률 (%)	10.3	7.9	7.3	8.2	8.4
<b>비영업손익</b>	-50	459	636	813	-520
순금융비용	434	415	91	-88	635
외환관련손익	125	330	666	44	-318
관계기업투자등 관련손익	380	460	7	273	273
<b>세전계속사업이익</b>	6,977	5,899	5,187	6,407	5,212
세전계속사업이익률 (%)	10.3	8.6	8.4	9.4	7.6
<b>계속사업법인세</b>	1,673	1,603	1,864	1,538	1,147
<b>계속사업이익</b>	5,304	4,296	3,322	4,869	4,065
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	5,304	4,296	3,322	4,869	4,065
순이익률 (%)	7.8	6.2	5.4	7.1	6.0
<b>지배주주</b>	5,222	4,195	3,220	4,719	4,726
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.09	5.19	6.92	6.93
<b>비지배주주</b>	82	101	102	150	-660
<b>총포괄이익</b>	4,849	4,572	4,042	5,589	4,785
<b>지배주주</b>	4,770	4,470	3,936	5,435	5,441
<b>비지배주주</b>	79	103	107	154	-656
<b>EBITDA</b>	12,817	11,756	11,025	11,521	11,441

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.3	1.3	-9.9	10.0	0.1
영업이익	-11.4	-22.6	-16.4	22.9	2.5
세전계속사업이익	-6.1	-15.5	-12.1	23.5	-18.7
EBITDA	-4.5	-8.3	-6.2	4.5	-0.7
EPS(계속사업)	-12.8	-19.7	-23.2	46.6	0.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.0	6.0	4.4	6.1	5.8
ROA	5.5	4.3	3.2	4.5	3.6
EBITDA마진	18.9	17.1	17.8	16.9	16.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	181.1	193.0	260.0	282.6	311.1
부채비율	44.3	41.4	43.5	39.6	35.3
순차입금/자기자본	14.7	11.3	-0.7	-5.0	-10.0
EBITDA/이자비용(배)	22.5	20.5	17.9	14.9	14.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,216	3,387	2,599	3,810	3,815
BPS	54,616	57,774	60,212	64,058	67,909
CFPS	8,890	8,486	7,826	8,595	8,424
주당 현금배당금	450	550	550	550	550
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	14.3	13.0	13.6	9.3	9.2
PER(최저)	9.3	8.2	6.0	4.1	4.1
PBR(최고)	1.1	0.8	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2
PCR	4.5	4.0	3.9	3.6	3.6
EV/EBITDA(최고)	6.6	5.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA(최저)	4.6	3.6	1.8	1.4	1.0

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

## Company Data

자본금	465 억원
발행주식수	9,302 만주
자사주	133 만주
액면가	500 원
시가총액	14,511 억원
주요주주	
조양래(외12)	73.92%
국민연금공단	7.15%
외국인지분률	6.30%
배당수익률	2.20%

## Stock Data

주가(20/09/25)	15,600 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	18,400 원
52주 최저가	7,490 원
60일 평균 거래대금	341 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	-7.9%
6개월	76.7%	32.2%
12개월	8.3%	-1.4%

한국테크놀로지그룹 (000240/KS | 중립(하향) | T.P 16,000 원(상향))

## 불확실성 해소 필요

2020 년 실적은 매출액 7,939 억원(YoY -6.3%), 영업이익 1,544 억원(YoY -9.7%, OPM 19.4%)으로 전망. 하반기 지주부문 개선 기대. 동사의 투자포인트는 자회사의 성장과 안정적 현금흐름을 바탕으로 한 주주환원 혹은 신규투자 기대감으로 판단. 이를 위해 현재 진행 중인 주주간 지분구도의 불확실성 해소 필요. 자회사 지분가치 상승을 반영하여 목표주가는 기존 13,000 원에서 16,000 원으로 상향하나 투자의견은 중립으로 하향

## 하반기 지주부문 회복 기대

20 년 2 분기 축전지부문의 생산 및 판매 확대와 연가격 하락에 따른 스프레드 개선이 ASP 하락을 상쇄하며 업황부진에도 불구하고, 호실적을 기록하였다. 다만 지주부문은 COVID19 영향에 따른 주요 자회사인 한국타이어애펀테크놀로지의 외형 및 수익성 감소가 크게 작용하며 영업적자를 기록하였다. 동사의 2020 년 실적은 매출액 7,939 억원 (YoY -6.3%), 영업이익 1,544 억원(YoY -9.7%, OPM 19.4%), 당기순이익 1,440 억 원(YoY -11.8%, NIM 18.1%)으로 전망한다. 하반기 연가격의 안정화로 10% 대의 영업이익률은 유지될 것으로 기대되며, 지주부문도 주요 자회사의 가동률 회복과 수익성 개선에 힘입어 회복이 예상된다.

## 불확실성 해소 필요

자회사 회복과 그에 따른 지분가치 상승을 반영하여 목표주가는 기존 13,000 원에서 16,000 원으로 상향하지만, 제한적인 주가상승 여력을 반영하여 투자의견은 중립으로 하향한다. 동사의 투자포인트는 지분을 보유한 자회사의 성장과 지분가치, 그리고 안정적인 현금흐름을 기반으로 한 주주환원 확대 혹은 신규투자를 통한 사업다각화 기대감으로 판단한다. 최근 진행 중인 주요 주주간 지분구도는 단기적으로 주가 변동성에 영향을 줄 수 있다. 하지만 장기간 지속될 경우 투자기회 소멸과 부진한 주주환원 정책 등으로 이어질 수 있고, 결국 주가의 저평가 요인으로 작용할 가능성이 높다. 빠른 시일 내에 주요 주주간 지분 불확실성이 해소되는 것이 필요하다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	8,248	8,480	8,476	7,939	8,525	8,795
yoy	%	19.5	2.8	0.0	-6.3	7.4	3.2
영업이익	억원	1,993	2,115	1,709	1,544	2,150	2,244
yoy	%	-23.8	6.1	-19.2	-9.7	39.3	4.4
EBITDA	억원	2,244	2,382	2,013	2,045	2,758	2,934
세전이익	억원	2,727	2,216	1,967	1,724	2,355	2,456
순이익(지배주주)	억원	2,331	2,071	1,513	1,104	1,444	1,506
영업이익률%	%	24.2	24.9	20.2	19.4	25.2	25.5
EBITDA%	%	27.2	28.1	23.8	25.8	32.4	33.4
순이익률	%	29.4	25.8	19.3	18.1	22.1	22.4
EPS(계속사업)	원	2,506	2,226	1,627	1,187	1,553	1,619
PER	배	7.5	7.5	8.9	13.1	10.1	9.6
PBR	배	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	7.1	5.8	6.1	6.6	4.8	4.3
ROE	%	8.1	6.8	4.7	3.3	4.2	4.2
순차입금	억원	-2,408	-2,575	-2,096	-2,443	-3,259	-4,303
부채비율	%	8.4	8.1	6.8	6.6	6.3	5.9

<표 1> 한국테크놀로지그룹 실적추이 및 전망

(단위: 억원)										
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)
매출액	2,102	1,991	2,290	2,092	1,951	1,757	2,036	2,194	8,476	7,939
축전지부문	1,695	1,626	1,611	1,848	1,572	1,690	1,549	1,709	6,780	6,520
지주부문	408	365	729	195	379	67	487	485	1,696	1,419
영업이익	464	376	678	191	338	99	543	563	1,709	1,544
%	22.1	18.9	29.6	9.1	17.3	5.6	26.7	25.7	20.2	19.4
축전지부문	194	172	162	118	132	215	170	179	646	697
%	11.7	11.1	10.6	6.8	8.5	12.8	11.0	10.5	10.0	10.8
지주부문	270	204	516	73	206	-116	373	384	1,063	847
%	66.3	55.9	70.7	37.5	54.3	-172.1	76.6	79.2	62.7	59.7
세전이익	505	413	867	182	359	201	609	554	1,967	1,724
%	24.0	20.7	37.9	8.7	18.4	11.4	29.9	25.2	23.2	21.7
당기순이익	426	279	783	144	310	130	524	476	1,633	1,440
%	20.3	14.0	34.2	6.9	15.9	7.4	25.7	21.7	19.3	18.1
지배순이익	392	245	756	120	286	94	379	345	1,513	1,104
%	18.6	12.3	33.0	5.7	14.7	5.4	18.6	15.7	17.9	13.9

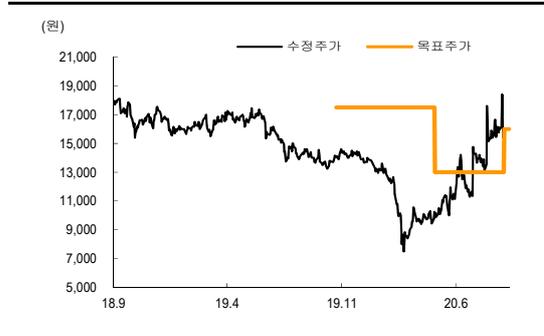
자료: 한국테크놀로지그룹, SK 증권 추정

<표 2> 한국테크놀로지그룹 주당 NAV 와 목표주가 산정

구분				지분율	금액	
A	상장사	한국타이어앤테크놀로지	시가총액(억원)	37,968	31.0	11,751
	비상장사	한국아트라스 BX	시가총액(억원)	4,570	74.9	3,422
		한국네트웍스	장부가치(억원)	104	40.0	42
	합계					15,215
B=A * 70%					10,651	
C	브랜드가치		(억원)	236	x10	2,359
D	순차입금	(별도기준)	(억원)			1,715
E=B+C+D	합계				(억원)	14,725
F	주식수				(주)	93,020,173
	자사주제외				(주)	91,695,083
G = E / F	주당가치				(원)	16,058
	목표주가				(원)	16,000

자료: 한국테크놀로지그룹, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	중립	16,000원	6개월		
2020.05.20	매수	13,000원	6개월	1.16%	41.54%
2019.11.18	매수	17,500원	6개월	-31.33%	-16.57%
2019.01.31	담당자 변경				



**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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 9월 28일 기준)**

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	5,904	5,244	5,771	6,718	7,796
현금및현금성자산	1,983	1,030	1,886	2,651	3,646
매출채권및기타채권	1,539	1,302	1,440	1,546	1,595
재고자산	848	983	913	980	1,011
<b>비유동자산</b>	29,082	30,827	31,616	32,403	33,114
장기금융자산	413	206	228	228	228
유형자산	1,584	2,525	3,064	3,505	3,857
무형자산	245	189	168	145	130
<b>자산총계</b>	34,986	36,071	37,388	39,121	40,909
<b>유동부채</b>	1,969	1,351	1,297	1,344	1,365
단기금융부채	864	629	665	665	665
매입채무 및 기타채무	675	342	325	350	361
단기충당부채	0	6	5	6	6
<b>비유동부채</b>	658	934	1,020	972	925
장기금융부채	0	130	213	163	113
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	38	46	47	49	50
<b>부채총계</b>	2,627	2,285	2,317	2,316	2,290
<b>지배주주지분</b>	31,493	32,808	33,726	35,016	36,367
자본금	465	465	465	465	465
자본잉여금	12,922	12,921	12,890	12,890	12,890
기타자본구성요소	-111	-111	-111	-111	-111
자기주식	-111	-111	-111	-111	-111
이익잉여금	18,843	20,086	20,816	21,939	23,124
비지배주주지분	865	978	1,344	1,789	2,252
<b>자본총계</b>	32,359	33,786	35,071	36,805	38,619
<b>부채외자본총계</b>	34,986	36,071	37,388	39,121	40,909

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	412	746	1,515	2,154	2,383
당기순이익(손실)	2,184	1,633	1,440	1,885	1,966
비현금성항목등	-874	-290	704	872	969
유형자산감가상각비	182	222	474	559	648
무형자산감가상각비	86	82	28	49	42
기타	45	-112	60	-192	-198
운전자본감소(증가)	-607	-280	-272	-133	-61
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-127	232	-49	-106	-49
재고자산감소(증가)	-388	-132	74	-67	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	-328	-290	24	11
기타	-48	-52	-7	16	8
법인세납부	-290	-317	-357	-470	-490
<b>투자활동현금흐름</b>	198	-1,106	-330	-949	-946
금융자산감소(증가)	350	-122	351	0	0
유형자산감소(증가)	-211	-994	-1,000	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	-21	-27	-27	-27	-27
기타	81	37	346	78	81
<b>재무활동현금흐름</b>	77	-592	-334	-440	-442
단기금융부채증가(감소)	375	-261	36	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-20	-10	-50	-50
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-279	-279	-325	-321	-321
기타	-19	-32	-35	-69	-71
<b>현금의 증가(감소)</b>	689	-953	855	766	995
기초현금	1,295	1,983	1,030	1,886	2,651
기말현금	1,983	1,030	1,886	2,651	3,646
FCF	1,649	434	631	1,183	1,413

자료 : 한국테크놀로지그룹, SK증권

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	8,480	8,476	7,939	8,525	8,795
<b>매출원가</b>	5,638	5,884	5,542	5,593	5,595
<b>매출총이익</b>	2,841	2,592	2,396	2,932	3,200
매출총이익률 (%)	33.5	30.6	30.2	34.4	36.4
<b>판매비와관리비</b>	726	884	853	783	956
<b>영업이익</b>	2,115	1,709	1,544	2,150	2,244
영업이익률 (%)	24.9	20.2	19.4	25.2	25.5
<b>비영업손익</b>	102	258	180	206	212
순금융비용	-51	-35	-25	-9	-10
외환관련손익	7	15	28	5	5
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	2,216	1,967	1,724	2,355	2,456
세전계속사업이익률 (%)	26.1	23.2	21.7	27.6	27.9
<b>계속사업법인세</b>	33	334	284	470	490
<b>계속사업이익</b>	2,184	1,633	1,440	1,885	1,966
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	2,184	1,633	1,440	1,885	1,966
순이익률 (%)	25.8	19.3	18.1	22.1	22.4
<b>지배주주</b>	2,071	1,513	1,104	1,444	1,506
지배주주귀속 순이익률(%)	24.42	17.85	13.91	16.94	17.12
<b>비지배주주</b>	113	120	336	441	460
<b>총포괄이익</b>	2,088	1,713	1,610	2,055	2,135
<b>지배주주</b>	1,969	1,590	1,271	1,611	1,672
<b>비지배주주</b>	119	124	339	444	463
<b>EBITDA</b>	2,382	2,013	2,045	2,758	2,934

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.8	0.0	-6.3	7.4	3.2
영업이익	6.1	-19.2	-9.7	39.3	4.4
세전계속사업이익	-18.7	-11.3	-12.4	36.6	4.3
EBITDA	6.1	-15.5	1.6	34.9	6.4
EPS(계속사업)	-11.2	-26.9	-27.1	30.8	4.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.8	4.7	3.3	4.2	4.2
ROA	6.4	4.6	3.9	4.9	4.9
EBITDA마진	28.1	23.8	25.8	32.4	33.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	299.9	388.1	445.0	499.9	571.0
부채비율	8.1	6.8	6.6	6.3	5.9
순차입금/자기자본	-8.0	-6.2	-7.0	-8.9	-11.1
EBITDA/이자비용(배)	145.8	62.7	59.4	39.9	41.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,226	1,627	1,187	1,553	1,619
BPS	33,857	35,269	36,257	37,644	39,096
CFPS	2,514	1,954	1,726	2,206	2,361
주당 현금배당금	300	350	350	350	350
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.1	10.7	15.5	11.9	11.4
PER(최저)	6.9	8.1	6.3	4.8	4.6
PBR(최고)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	6.6	7.4	9.0	7.1	6.6
EV/EBITDA(최고)	7.2	7.5	7.9	5.7	5.2
EV/EBITDA(최저)	5.3	5.6	2.9	2.0	1.7

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**권순우**

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

Company Data	
자본금	541 억원
발행주식수	10,417 만주
자사주	150 만주
액면가	500 원
시가총액	5,137 억원
주요주주	
넥센(외2)	65.97%
국민연금공단	7.15%
외국인지분률	6.90%
배당수익률	2.00%

Stock Data	
주가(20/09/25)	5,260 원
KOSPI	2278.79 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	9,820 원
52주 최저가	3,890 원
60일 평균 거래대금	21 억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	3.7%
6개월	17.5%	-12.1%
12개월	-41.9%	-47.1%

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

### 긍정과 불확실성의 혼재

2020 년 3 분기 실적은 매출액 4,494 억원(YoY -16.0%), 영업이익 180 억원(YoY -67.8%, OPM 4.0%), 당기순이익 132 억원(YoY -49.6%, NIM 2.9%)으로 전망. 가동률 상승과 원재료 투입가격 하락으로 실적 회복 예상. 신규고객 및 전기차용 OE 수주는 긍정적 포인트, 실적회복에 따른 단기 주가 반등도 기대. 다만 미국 관세라는 불확실성에 유의할 필요. 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 기존 8,000 원에서 7,000 원으로 하향

### 긍정과 불확실성의 혼재

2020 년 3 분기 실적은 매출액 4,494 억원(YoY -16.0%), 영업이익 180 억원(YoY -67.8%, OPM 4.0%), 당기순이익 132 억원(YoY -49.6%, NIM 2.9%)으로 전망한다. 자동차 판매 및 생산량 증가에 힘입어 2분기 국내 및 체코 공장의 생산차질로 54.8%까지 낮아졌던 가동률이 상승하였고, 낮아진 원자재 투입가격이 스프레드 개선에 기여했을 것으로 예상된다.

기술력과 체코공장 가동으로 신차용타이어(OE) 수주를 확대하고 있고, 최근에는 스타트업인 카누(Canoo)에도 공급계약을 체결하며 전기차용 타이어로도 영역을 확대하고 있다는 점은 중장기적으로 긍정적인 포인트이다. 2분기 부진했던 실적도 회복됨에 따라 PEER 대비 부진했던 주가의 반등을 기대한다.

다만 미국 반덤핑 관세라는 불확실성에는 유의할 필요가 있다. 특히 동사의 매출과 이익에서 미국이 차지하는 비중이 높다는 점을 감안하면, 불확실성 해소 이전까지는 주가의 상단은 제한될 것으로 예상된다. 실적 회복과 고객다변화 등의 긍정적인 요인을 고려하여 투자 의견 매수를 유지하나, 목표주가는 기존 8,000 원에서 12 개월 선행 EPS 에 Target Multiple 8 배를 적용한 7,000 원으로 하향한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	19,648	19,840	20,223	17,077	20,349	21,343
yoy	%	3.7	1.0	1.9	-15.6	19.2	4.9
영업이익	억원	1,854	1,824	2,074	548	1,589	1,843
yoy	%	-25.2	-1.6	13.7	-73.6	189.9	16.0
EBITDA	억원	3,352	3,317	3,725	3,420	4,588	4,814
세전이익	억원	1,667	1,486	1,843	469	1,498	1,747
순이익(지배주주)	억원	1,250	1,036	1,182	392	1,138	1,328
영업이익률%	%	9.4	9.2	10.3	3.2	7.8	8.6
EBITDA%	%	17.1	16.7	18.4	20.0	22.6	22.6
순이익률	%	6.4	5.2	5.9	2.3	5.6	6.2
EPS(계속사업)	원	1,208	994	1,135	376	1,093	1,275
PER	배	9.8	9.2	8.0	14.0	4.8	4.1
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	6.1	6.4	5.7	4.7	3.4	3.0
ROE	%	9.9	7.5	7.9	2.5	6.9	7.5
순차입금	억원	6,064	9,419	9,370	8,300	7,488	6,358
부채비율	%	108.7	127.0	120.6	121.8	111.8	100.4

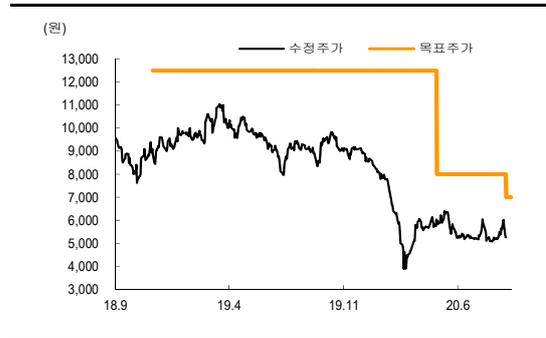
<표 1> 넥센타이어 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	20.1Q	20.2Q	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	4,894	5,406	5,351	4,572	4,591	3,147	4,494	4,845	20,223	17,077	20,349
국내	3,899	4,444	4,055	3,811	3,238	2,182	3,397	3,604	16,209	12,421	14,903
중국	845	859	872	773	603	474	666	766	3,349	2,509	3,327
유럽 및 기타	150	103	424	263	1,010	574	562	649	665	2,490	2,118
영업이익	485	629	558	402	254	-224	180	339	2,074	549	1,589
%	9.9	11.6	10.4	8.8	5.5	-7.1	4.0	7.0	10.3	3.2	7.8
세전이익	463	571	424	387	206	-242	173	332	1,845	469	1,498
%	9.5	10.6	7.9	8.5	4.5	-7.7	3.9	6.9	9.1	2.7	7.4
당기순이익	260	393	262	269	146	-138	132	252	1,184	392	1,138
%	5.3	7.3	4.9	5.9	3.2	-4.4	2.9	5.2	5.9	2.3	5.6

자료: 넥센타이어, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.28	매수	7,000원	6개월		
2020.05.20	매수	8,000원	6개월	-31.21%	-20.00%
2019.11.18	매수	12,500원	6개월	-30.27%	-11.60%
2019.06.28	매수	12,500원	6개월	-23.62%	-11.60%
2018.12.07	매수	12,500원	6개월	-21.25%	-11.60%



**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 (2020 년 9 월 28 일 기준)**

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	9,835	10,886	12,040	12,833	13,529
현금및현금성자산	1,377	1,473	4,158	4,171	4,500
매출채권및기타채권	3,880	3,722	3,334	3,565	3,740
재고자산	3,036	3,854	3,159	3,663	3,842
<b>비유동자산</b>	22,587	23,475	23,251	23,198	23,174
장기금융자산	444	604	559	559	559
유형자산	21,286	21,898	21,577	21,378	21,207
무형자산	177	226	381	460	539
<b>자산총계</b>	32,423	34,361	35,291	36,031	36,703
<b>유동부채</b>	6,350	6,184	8,130	8,154	7,919
단기금융부채	2,906	2,628	5,175	4,775	4,375
매입채무 및 기타채무	2,478	2,342	1,930	2,157	2,262
단기충당부채	106	118	99	118	124
<b>비유동부채</b>	11,792	12,597	11,252	10,862	10,473
장기금융부채	9,158	9,773	8,436	8,036	7,636
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	172	202	194	204	214
<b>부채총계</b>	18,141	18,781	19,382	19,016	18,392
<b>지배주주지분</b>	14,248	15,543	15,872	16,978	18,274
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	14,356	15,386	16,606
비지배주주지분	34	36	37	37	37
<b>자본총계</b>	14,282	15,579	15,909	17,015	18,311
<b>부채외자본총계</b>	32,423	34,361	35,291	36,031	36,703

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,708	3,044	4,365	3,867	4,188
당기순이익(손실)	1,035	1,185	392	1,138	1,328
비현금성항목등	2,845	3,104	3,333	3,450	3,486
유형자산감가상각비	1,492	1,652	2,872	2,999	2,971
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	727	696	269	-11	-11
운전자본감소(증가)	-1,750	-659	980	-361	-207
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-344	174	388	-232	-174
재고자산감소(증가)	-404	-783	765	-504	-179
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	195	25	170	227	105
기타	-1,197	-75	-342	147	41
법인세납부	-423	-585	-340	-359	-419
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,460	-2,446	-2,045	-2,391	-2,367
금융자산감소(증가)	61	-327	403	0	0
유형자산감소(증가)	-4,786	-2,155	-2,600	-2,800	-2,800
무형자산감소(증가)	-2	-79	-79	-79	-79
기타	266	116	231	488	512
<b>재무활동현금흐름</b>	2,954	-479	426	-1,464	-1,491
단기금융부채증가(감소)	0	0	-200	-400	-400
장기금융부채증가(감소)	3,251	-181	1,052	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-103	-103	-108	-108	-108
기타	-194	-195	-318	-556	-583
<b>현금의 증가(감소)</b>	217	95	2,686	12	330
기초현금	1,160	1,377	1,473	4,158	4,171
기말현금	1,377	1,473	4,158	4,171	4,500
FCF	-2,631	127	1,168	966	1,286

자료 : 넥센타이어, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	19,840	20,223	17,077	20,349	21,343
<b>매출원가</b>	14,222	14,057	12,528	14,849	15,660
<b>매출총이익</b>	5,618	6,166	4,549	5,500	5,682
매출총이익률 (%)	28.3	30.5	26.6	27.0	26.6
<b>판매비와관리비</b>	3,793	4,093	4,001	3,911	3,840
<b>영업이익</b>	1,824	2,074	548	1,589	1,843
영업이익률 (%)	9.2	10.3	3.2	7.8	8.6
<b>비영업손익</b>	-338	-230	-79	-91	-95
순금융비용	132	138	71	68	71
외환관련손익	-66	111	47	-34	-36
관계기업투자등 관련손익	-18	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,486	1,843	469	1,498	1,747
세전계속사업이익률 (%)	7.5	9.1	2.8	7.4	8.2
<b>계속사업법인세</b>	451	659	77	359	419
<b>계속사업이익</b>	1,035	1,185	392	1,138	1,328
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,035	1,185	392	1,138	1,328
순이익률 (%)	5.2	5.9	2.3	5.6	6.2
<b>지배주주</b>	1,036	1,182	392	1,138	1,328
지배주주귀속 순이익률(%)	5.22	5.85	2.3	5.59	6.22
비지배주주	0	2	0	0	0
총포괄이익	996	1,400	468	1,214	1,404
지배주주	996	1,398	468	1,214	1,404
비지배주주	0	2	0	0	0
<b>EBITDA</b>	3,317	3,725	3,420	4,588	4,814

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.0	1.9	-15.6	19.2	4.9
영업이익	-1.6	13.7	-73.6	189.9	16.0
세전계속사업이익	-10.9	24.1	-74.5	219.2	16.7
EBITDA	-1.1	12.3	-8.2	34.2	4.9
EPS(계속사업)	-17.7	14.2	-66.9	190.5	16.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.5	7.9	2.5	6.9	7.5
ROA	3.4	3.6	1.1	3.2	3.7
EBITDA마진	16.7	18.4	20.0	22.6	22.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.9	176.0	148.1	157.4	170.9
부채비율	127.0	120.6	121.8	111.8	100.4
순차입금/자기자본	66.0	60.2	52.2	44.0	34.7
EBITDA/이자비용(배)	17.3	17.9	10.5	8.3	8.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	994	1,135	376	1,093	1,275
BPS	13,678	14,921	15,237	16,299	17,542
CFPS	2,427	2,721	3,133	3,972	4,127
주당 현금배당금	100	105	105	105	105
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	12.9	9.7	23.8	8.2	7.0
PER(최저)	7.7	7.0	10.3	3.6	3.1
PBR(최고)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
PCR	3.8	3.4	1.7	1.3	1.3
EV/EBITDA(최고)	7.5	6.2	5.8	4.2	3.7
EV/EBITDA(최저)	5.9	5.4	4.3	3.1	2.7

**memo**

---