

평화정공 (043370)

수익성 개선의 단초를 보여주다

P/B 0.28배+수익성 개선

평화정공에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 목표주가를 기존 1.1만원에서 신규 1.2만원(목표 P/B 0.4배, 목표 P/E 7.5 배)로 상향한다. 3분기 실적에서 수익성을 회복해 나가고 있는 과정을 보여주었기 때문이다. 비중이 높았던 중국법인들로부터의 이익 악화는 이미 실적과 주가에 충분히 반영되어 있고, 오히려 신차에 들어가는 원가구조가 개선된 신형 래치류 비중이 상승하고, 베트남 법인도 초기 비용부담을 축소하면서 수익성 향상이 가능할 것이다. 현재 주가는 2021년 추정 실적을 기준으로 P/B 0.28배, P/E 5.3배에 불과할 정도로 극도로 낮은 Valuation을 보여주고 있다.

3Q20 Review: 영업이익률 3.2% 기록

3분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 -6%/+261% 변동하면서 2,586억원/84억원(영업이익률 3.3%, +2.4%p (YoY))을 기록했다. 고객사 판매호조의 영향으로 매출액이 증가한 미국법인(+16% (YoY))과 생산이 본격화된 신설 베트남법인의 기여에도 불구하고, 고객사 생산이 부진했던 중국/인도/유럽법인들(-20%/-27%/-17% (YoY)) 위주로 매출액이 감소하면서 전체 외형은 전년 동기대비 6% 축소되었다. 반면, 영업이익률은 3.3%로 전년 동기대비 2.4%p 상승했는데, 완성차 신차 비중 증가로 인한 신형 래치류 비중 상승과 인건비(-22% (YoY))/감가상각비(-18% (YoY)) 등 비용절감 활동에 기인한다. 베트남법인도 수익성이 좋아지고 있다. 3분기 실적은 외형 축소에도 고정비 부담을 낮춰 수익성을 개선해 나가고 있다는 단초를 보여주었다는 점에서 의미가 있다.

중국 부진은 주가에 선반영. 이제는 수익성 개선이 반영될 차례

현재 시가총액은 1,733억원인데, 이는 3분기 말 기준의 순자산 5,795억원 대비 0.3배이고, 2021년 추정 순자산 기준으로는 0.28배에 불과하다. 이렇게 낮은 Valuation을 적용받고 있는 것은 이익 비중이 컸던 중국법인들의 실적이 악화되면서 전사 영업이익이 축소되었기 때문이다(영업이익 기준 2016년 697억원 → 2020년F 165억원). 하지만, 이미 중국법인들의 매출비중은 2016년 25%에서 2020년F 13%까지 낮아져 중국법인들의 실적 악화는 실적과 주가에 충분히 선반영되어 있다. 이제부터는 고객사들의 신차가 늘어남에 따라 원가 구조를 개선해 납품하는 신형 래치류의 비중이 올라가고, 베트남 생산법인을 통한 원가 절감도 진행되고 있다는 점들이 실적 개선을 통하여 주가에 반영될 전망이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 12,000원(상향) | CP(11월16일): 8,250원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	847.33
52주 최고/최저(원)	8,980/4,365
시가총액(십억원)	173.3
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	21,000.0
60일 평균 거래량(천주)	247.8 33.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.0
20년 배당금(예상, 원)	180
20년 배당수익률(예상, %)	2.15
외국인지분율(%)	8.73
주요주주 지분율(%)	
김상태 외 1인	54.63
신영자산운용	8.31
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.2 36.8 (8.1)
상대	4.5 11.7 (27.5)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	962.8	1,062.5
영업이익(십억원)	0.7	23.1
순이익(십억원)	2.0	27.5
EPS(원)	86	1,305
BPS(원)	28,057	29,333

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,066.5	1,088.4	961.4	1,055.9	1,098.1
영업이익	십억원	19.3	15.6	16.5	34.1	37.4
세전이익	십억원	71.2	31.2	18.5	44.0	47.0
순이익	십억원	44.8	31.6	10.2	33.0	35.2
EPS	원	2,135	1,506	485	1,570	1,678
증감율	%	(39.84)	(29.46)	(67.80)	223.71	6.88
PER	배	3.12	5.73	17.01	5.25	4.92
PBR	배	0.26	0.31	0.30	0.28	0.27
EV/EBITDA	배	1.36	2.78	2.34	1.67	1.34
ROE	%	8.54	5.65	1.76	5.52	5.61
BPS	원	25,862	27,452	27,757	29,151	30,654
DPS	원	160	180	180	180	180



Analyst **송선재**
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA **구성중**
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 평화정공의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	252	288	274	274	240	170	259	293	1,067	1,088	961	1,056
영업이익	2	13	2	(1)	1	(5)	8	12	19	16	16	34
세전이익	3	16	5	7	8	(5)	7	9	71	31	19	44
순이익	1	12	16	2	7	(13)	9	7	45	32	10	33
Margin												
영업이익률	0.7	4.4	0.9	(0.5)	0.6	(3.2)	3.3	4.2	1.8	1.4	1.7	3.2
세전이익률	1.3	5.5	1.9	2.5	3.4	(3.0)	2.7	3.0	6.7	2.9	1.9	4.2
순이익률	0.6	4.3	5.8	0.7	3.1	(7.6)	3.6	2.3	4.2	2.9	1.1	3.1
YoY												
매출액	(0)	12	6	(8)	(5)	(41)	(6)	7	1	2	(12)	10
영업이익	(70)	435	183	적전	(26)	적전	261	흑전	(23)	(19)	6	107
세전이익	(51)	89	흑전	(88)	150	적전	34	25	(29)	(56)	(41)	137
순이익	(62)	90	흑전	적전	390	적전	(42)	233	(40)	(29)	(68)	224

자료: 평화정공, 하나금융투자

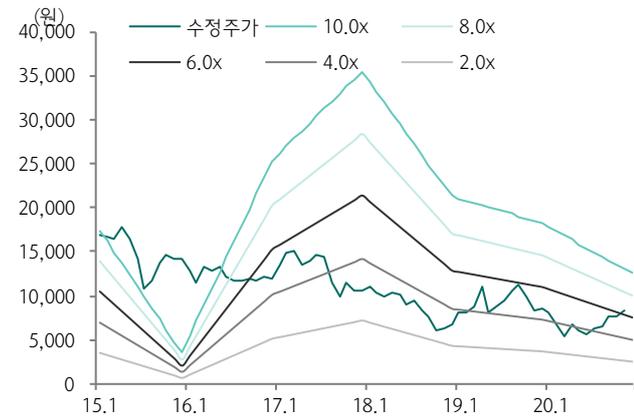
표 2. 주요 연결 자회사 분기별 실적

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액											
평화정공(주)	146.2	161.1	139.6	181.8	150.9	162.6	152.1	161.2	143.6	110.3	141.9
(주)에이에스티	13.3	13.9	13.2	15.2	12.5	12.8	11.9	13.3	13.7	9.0	13.1
PHA India PVT Ltd	23.9	18.3	21.9	20.8	20.8	19.0	21.0	18.7	17.2	4.1	15.5
태창평화정공기차배건(유)	20.0	17.0	25.8	26.4	17.1	19.0	17.2	18.5	11.1	14.9	19.0
북경평화정공기차부건(유)	31.1	29.9	33.6	33.1	12.7	19.0	24.7	25.3	6.9	16.1	13.3
염성평화정공기차배건(유)	10.3	9.5	6.1	14.1	8.9	8.8	7.2	10.2	3.7	8.7	6.7
PHA Czech s. r. o	26.7	28.4	25.0	28.5	23.5	28.2	25.2	25.0	19.7	11.2	21.0
PHA America INC	14.8	15.7	25.7	28.0	34.8	44.2	45.3	42.5	48.9	17.0	52.8
PHA Slovakia s.r.o	23.0	22.6	21.4	23.0	24.5	27.3	25.1	25.4	23.9	15.7	20.8
PHA Vietnam+기타	2.1	2.4	2.5	2.9	2.5	2.8	2.7	2.3	4.0	1.8	9.7
단순합계	311.4	318.7	314.7	373.9	308.2	343.8	332.4	342.5	292.7	208.8	313.7
내부거래제거	(58.9)	(61.1)	(56.3)	(75.9)	(56.2)	(55.7)	(58.2)	(68.3)	(53.0)	(38.4)	(55.2)
연결실적	252.6	257.6	258.4	298.0	252.1	288.1	274.2	274.1	239.7	170.4	258.6
순이익											
평화정공(주)	0.4	7.4	(2.1)	35.7	3.4	8.9	16.3	(5.1)	7.3	4.5	3.2
(주)에이에스티	1.0	0.5	(0.1)	(0.1)	0.4	0.6	0.2	0.1	0.7	(1.2)	0.8
PHA India PVT Ltd	2.6	1.5	(2.2)	(0.3)	0.7	0.5	0.5	(1.3)	0.6	(0.8)	0.7
태창평화정공기차배건(유)	1.0	(0.7)	0.1	1.6	4.0	0.5	0.6	1.3	0.9	(0.2)	(0.5)
북경평화정공기차부건(유)	1.0	(4.1)	(0.4)	5.2	(4.7)	7.8	(0.3)	0.1	(1.1)	0.3	1.6
염성평화정공기차배건(유)	(0.9)	(0.2)	(0.7)	(0.7)	(1.1)	0.4	0.1	0.7	(0.4)	1.4	(0.4)
PHA Czech s. r. o	0.9	0.8	0.5	0.5	0.3	1.1	0.4	0.7	0.6	(0.0)	0.9
PHA America INC	(0.9)	0.5	0.5	(0.3)	0.7	0.6	0.0	0.1	1.2	(1.2)	1.7
PHA Slovakia s.r.o	0.1	0.7	0.3	0.0	1.1	(0.8)	0.0	0.7	0.3	(0.4)	0.2
PHA Vietnam+기타	0.0	(0.4)	0.4	(2.0)	(1.4)	(0.4)	(1.0)	(1.9)	(0.3)	(1.9)	2.7
단순합계	5.1	6.0	(3.2)	39.6	3.5	19.2	16.9	(4.4)	9.8	0.5	11.7
내부거래제거	(1.2)	0.5	0.6	(2.5)	(2.1)	(6.7)	(1.1)	6.4	(2.5)	(13.5)	(2.5)
연결실적	3.9	6.5	(2.6)	37.0	1.5	12.3	15.8	2.0	7.3	(12.9)	9.2
순이익률											
평화정공(주)	0.3%	4.6%	-1.5%	19.6%	2.3%	5.4%	10.7%	-3.2%	5.1%	4.0%	2.3%
(주)에이에스티	7.4%	3.6%	-0.8%	-0.4%	3.5%	4.3%	1.8%	1.1%	4.9%	-13.2%	6.0%
PHA India PVT Ltd	10.8%	8.0%	-9.9%	-1.5%	3.4%	2.6%	2.3%	-7.0%	3.6%	-18.3%	4.3%
태창평화정공기차배건(유)	4.8%	-4.2%	0.6%	6.0%	23.7%	2.7%	3.3%	7.2%	7.9%	-1.5%	-2.7%
북경평화정공기차부건(유)	3.2%	-13.7%	-1.2%	15.7%	-37.2%	41.2%	-1.2%	0.4%	-16.2%	1.7%	12.2%
염성평화정공기차배건(유)	-8.5%	-1.8%	-5.6%	-5.0%	-11.9%	4.7%	2.1%	7.2%	-11.4%	16.4%	-5.8%
PHA Czech s. r. o	3.5%	2.9%	1.9%	1.7%	1.4%	3.9%	1.6%	2.9%	3.2%	-0.2%	4.1%
PHA America INC	-6.0%	3.2%	2.1%	-1.2%	1.9%	1.4%	0.1%	0.3%	2.5%	-6.8%	3.2%
PHA Slovakia s.r.o	0.2%	2.9%	1.3%	0.1%	4.4%	-2.8%	0.2%	2.9%	1.1%	-2.4%	1.1%
PHA Vietnam+기타	0.0%	-15.9%	15.2%	-68.8%	-54.3%	-15.1%	-38.3%	-82.6%	-6.9%	-105.9%	28.0%
단순합계	1.6%	1.9%	-1.0%	10.6%	1.1%	5.6%	5.1%	-1.3%	3.4%	0.3%	3.7%
내부거래제거	2.1%	-0.9%	-1.1%	3.4%	3.7%	12.0%	1.9%	-9.4%	4.8%	35.1%	4.5%
연결실적	1.5%	2.5%	-1.0%	12.4%	0.6%	4.3%	5.8%	0.7%	3.1%	-7.6%	3.6%

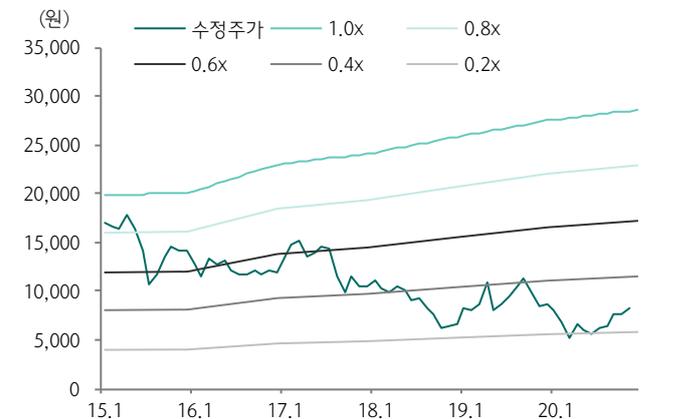
자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 1. 평화정공의 P/E Band



자료: 평화정공, 하나금융투자

그림 2. 평화정공의 P/B Band



자료: 평화정공, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,066.5	1,088.4	961.4	1,055.9	1,098.1
매출원가	955.6	971.7	857.3	927.3	963.5
매출총이익	110.9	116.7	104.1	128.6	134.6
판매비	91.6	101.2	87.6	94.4	97.3
영업이익	19.3	15.6	16.5	34.1	37.4
금융손익	44.0	3.2	(1.1)	2.4	1.7
종속/관계기업손익	4.2	5.6	2.3	4.0	4.4
기타영업외손익	3.7	6.8	0.8	3.4	3.5
세전이익	71.2	31.2	18.5	44.0	47.0
법인세	26.3	(0.4)	8.3	11.0	11.7
계속사업이익	44.8	31.6	10.2	33.0	35.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.8	31.6	10.2	33.0	35.2
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	44.8	31.6	10.2	33.0	35.2
지배주주지분포괄이익	39.9	36.8	10.2	33.0	35.2
NOPAT	12.2	15.8	9.1	25.6	28.1
EBITDA	72.0	65.2	64.7	82.8	86.5
성장성(%)					
매출액증가율	1.21	2.05	(11.67)	9.83	4.00
NOPAT증가율	(35.11)	29.51	(42.41)	181.32	9.77
EBITDA증가율	(12.30)	(9.44)	(0.77)	27.98	4.47
영업이익증가율	(23.41)	(19.17)	5.77	106.67	9.68
(지배주주)순이익증가율	(39.87)	(29.46)	(67.72)	223.53	6.67
EPS증가율	(39.84)	(29.46)	(67.80)	223.71	6.88
수익성(%)					
매출총이익률	10.40	10.72	10.83	12.18	12.26
EBITDA이익률	6.75	5.99	6.73	7.84	7.88
영업이익률	1.81	1.43	1.72	3.23	3.41
계속사업이익률	4.20	2.90	1.06	3.13	3.21

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	524.9	478.0	456.6	498.0	532.2
금융자산	166.6	117.6	138.7	149.0	169.4
현금성자산	163.3	112.9	134.6	144.5	164.7
매출채권	190.4	175.6	161.6	177.5	184.6
재고자산	142.1	156.4	131.8	144.8	150.6
기타유동자산	25.8	28.4	24.5	26.7	27.6
비유동자산	383.0	442.6	436.3	440.2	443.5
투자자산	21.8	27.1	27.7	29.0	30.2
금융자산	8.0	7.8	7.4	7.7	7.8
유형자산	300.9	354.4	347.5	350.1	352.2
무형자산	14.8	16.7	16.7	16.7	16.7
기타비유동자산	45.5	44.4	44.4	44.4	44.4
자산총계	907.9	920.6	892.9	938.2	975.8
유동부채	335.9	318.0	286.4	300.4	305.5
금융부채	123.8	114.7	111.8	109.2	106.9
매입채무	138.5	149.5	127.2	139.7	145.3
기타유동부채	73.6	53.8	47.4	51.5	53.3
비유동부채	28.9	26.1	23.5	25.6	26.5
금융부채	0.7	2.6	2.6	2.6	2.6
기타비유동부채	28.2	23.5	20.9	23.0	23.9
부채총계	364.8	344.1	309.9	326.0	332.0
지배주주지분	543.1	576.5	582.9	612.2	643.7
자본금	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	41.5	41.5	41.5	41.5	41.5
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	(20.1)	(15.3)	(15.3)	(15.3)	(15.3)
이익잉여금	511.2	539.9	546.3	575.5	607.1
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	543.1	576.5	582.9	612.2	643.7
순금융부채	(42.1)	(0.3)	(24.3)	(37.2)	(59.9)

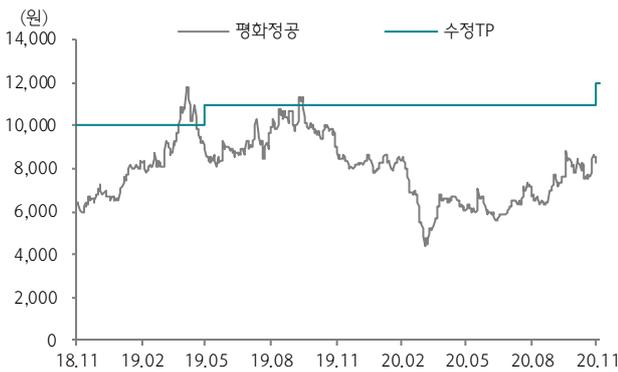
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,135	1,506	485	1,570	1,678
BPS	25,862	27,452	27,757	29,151	30,654
CFPS	4,219	4,318	3,142	4,184	4,379
EBITDAPS	3,429	3,103	3,080	3,945	4,121
SPS	50,788	51,830	45,780	50,280	52,291
DPS	160	180	180	180	180
주가지표(배)					
PER	3.12	5.73	17.01	5.25	4.92
PBR	0.26	0.31	0.30	0.28	0.27
PCR	1.58	2.00	2.63	1.97	1.88
EV/EBITDA	1.36	2.78	2.34	1.67	1.34
PSR	0.13	0.17	0.18	0.16	0.16
재무비율(%)					
ROE	8.54	5.65	1.76	5.52	5.61
ROA	4.97	3.46	1.12	3.60	3.68
ROIC	2.38	2.94	1.64	4.64	4.97
부채비율	67.17	59.69	53.17	53.26	51.58
순부채비율	(7.76)	(0.05)	(4.17)	(6.08)	(9.30)
이자보상배율(배)	6.29	5.29	5.83	12.38	13.87

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	26.8	43.5	68.3	64.2	74.8
당기순이익	44.8	31.6	10.2	33.0	35.2
조정	2	4	5	4	5
감가상각비	52.7	49.6	48.2	48.7	49.1
외환거래손익	0.9	0.9	2.1	(1.1)	0.0
지분법손익	(4.2)	(5.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(47.4)	(40.9)	(45.3)	(43.6)	(44.1)
영업활동 자산부채 변동	(36.7)	(30.7)	11.3	(12.4)	(5.5)
투자활동 현금흐름	34.2	(73.2)	(41.9)	(50.3)	(51.1)
투자자산감소(증가)	38.7	(4.1)	(0.6)	(1.3)	(1.2)
자본증가(감소)	(42.3)	(68.5)	(40.0)	(50.0)	(50.0)
기타	37.8	(0.6)	(1.3)	1.0	0.1
재무활동 현금흐름	(4.9)	(22.2)	(6.7)	(6.3)	(6.0)
금융부채증가(감소)	(8.4)	(7.2)	(2.9)	(2.6)	(2.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6.9	(11.6)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(3.4)	(3.4)	(3.8)	(3.7)	(3.7)
현금의 증감	55.5	(51.9)	23.1	10.1	20.1
Unlevered CFO	88.6	90.7	66.0	87.9	92.0
Free Cash Flow	(22.8)	(34.0)	28.3	14.2	24.8

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

평화정공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.16	BUY	12,000	-	-
20.5.16	1년 경과			
19.5.16	BUY	11,000	-23.53%	3.18%
18.11.15	BUY	10,000	-18.48%	18.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.14%	7.86%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 11월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.