

인수 시너지보다 고객사 개선 수혜 기대

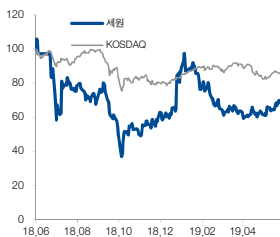
현재주가 (6/21)	2,770원	
상승여력	-	
시가총액	62십억원	
발행주식수	22,383천주	
자본금/액면가	1십억원/100원	
52주 최고가/최저가	4,330원/1,510원	
일평균 거래대금 (60일)	2십억원	
외국인지분율	0.33%	
주요주주	18.89%	

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	6.3	1.8	14.2
상대주가(%p)	3.6	4.8	6.5

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	-	-	-
After	-	-	-
Consensus	-	-	-
Cons. 차이	-	-	-

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	35.1	1.4	1.6	2.8	131	81.0	0.0	0.0	-1.9	15.2	N/A
2015	39.9	1.8	2.1	3.5	167	27.8	11.9	2.0	7.7	16.0	0.0
2016	42.4	3.1	2.7	5.2	180	7.7	4.7	0.7	1.5	15.9	0.0
2017	45.4	1.3	0.0	3.8	-2	-101.3	N/A	1.3	6.2	-0.2	0.0
2018	57.2	1.1	1.3	3.9	63	-2,737.9	37.8	1.5	14.2	4.6	0.0

* K-IFRS 별도 기준

1) 투자포인트 및 결론

- 차량용 HVAC 시스템 프레스 부품류 등 공조부품 중심의 제품 포트폴리오 보유. 배터리 열관리 시스템 등 전기차 향으로 제품군 확장 중. 핵심고객은 한온시스템
- 1) 핵심고객사인 한온시스템의 전기차(xEV) 수주와 2) 멕시코 동반 진출을 통한 매출 증대 (2022E 300억원), 3) 중국 로컬사 판매 확대로 동사의 중장기 성장 전망. 특히 멕시코 투자로 한온시스템 현지 공급해 '19년 150억원 → '22년 300억원으로 매출 증대 효과
- 1Q19 제품별 매출액은 H/condenser(36%), Evaporator(6%), Radiator cap(7%) 등 공조시스템과 전력용반도체(14%), 고객별 매출액은 한온시스템/협력사 82%, 보쉬 3% 등
- 주요 시장인 중국, 미국 등 수요 둔화와 경쟁 심화로 자동차 수요 전반 약세이나 주요 고객 HMG 국내/북미향 실적 개선은 긍정적. 다만 중국 부진 지속으로 수익 구조의 개선이 완성차 우선 - 하위 벤더 부품사로 확산에 시차 있을 전망

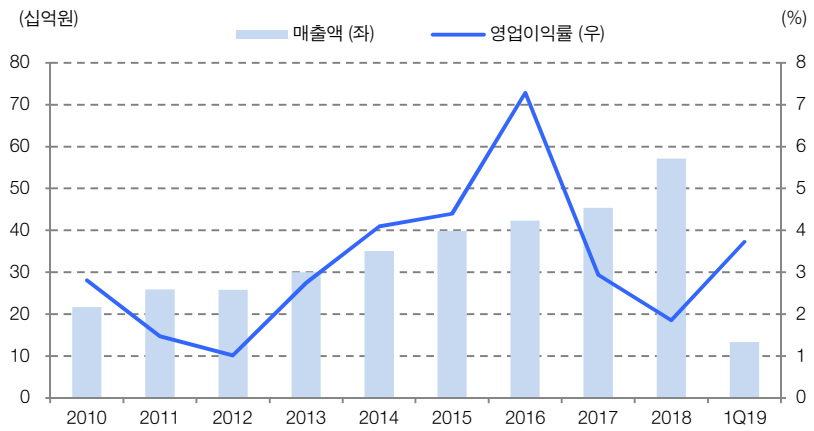
2) 주요이슈 및 실적전망

- 1Q19 매출액은 전년동기 113.0억원 대비 51.8% 증가한 171.5억원. 1) 주요고객 한온시스템 매출액이 전년동기비 47.3억원 순증, 2) 신규사업 전력용반도체/기술용역 등이 35.9억원 순증, 3) 멕시코 물량 증가 주도의 수출 금액이 9.7억원 순증 기여
- 외형 성장 기대: 자동차 업황 부진에도 2014년~2018년 연평균 매출성장률 13.0% 기록, 알록스(2017년 매출액 321억원), 트리노테크놀로지(2018년 매출액 169억원) 인수, 멕시코 신규공장 매출 증가(2022년 300억원)로 높은 수준의 외형성장은 장기적으로 지속 기대
참고: 19년 1월 28일 트리노테크놀로지 지분 50.99% 경영참여 목적으로 102.0억원에 양수. 트리노테크놀로지는 2008년 설립해 고속 스위칭 소자(IGBT), 파워 MOS펫(MOSFET), 다이오드 등 전력용 반도체 생산 업체. 현재 가전, 통신 산전향 전력용 반도체 소자를 대응하나 차량용 반도체 품질표준 획득, 상장사 아이에이와 합자사 설립으로 자동차향 확대 계획
- 수익성 회복 긍정적이나, 사업 확장 시너지는 확인 필요: 외주가공비 원가회계 변경과 자동화, 신규공장 등 투자비 완화로 실적 회복. 알록스, 트리노테크놀로지 등 인수 기업의 사업 시너지는 의문

3) 주가전망 및 Valuation

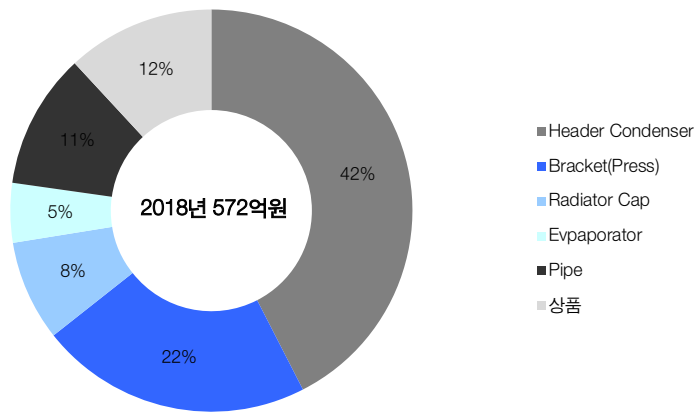
- 2019년 말 이후 전기차(xEV) 수요 증가로 공조시스템 및 관련 부품의 장기적 성장 기대. 핵심고객의 공조시장 내 점유율과 기술 측면 과점적 지위로 동사 또한 동반성장 전망
- 최근 친환경차 수요 증가와 확대 기대, 신사업(전력반도체) 추가로 주가는 급등락했으나 Valuation은 여전히 부담 수준(1Q19 연산 EPS P/E 세원 21.6x, 2019E 한온시스템 19.2x)
- 신규 인수사업 시너지보다 한온시스템 핵심고객 수주 잔고와 전기차 수요에 기반한 성장 전망. 수익성 개선 확인 가능 시 의미있는 주가 반등 기대

〈그림1〉 연간 실적 추이



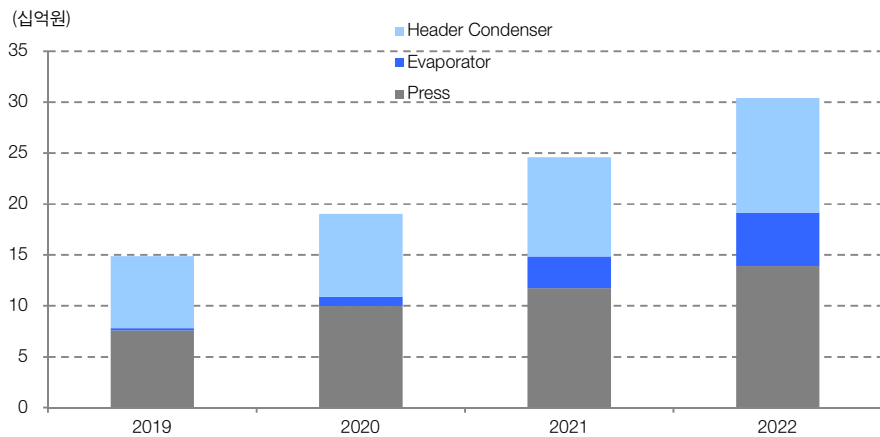
자료: 세원 현대차증권

〈그림2〉 2018년 품목별 매출액



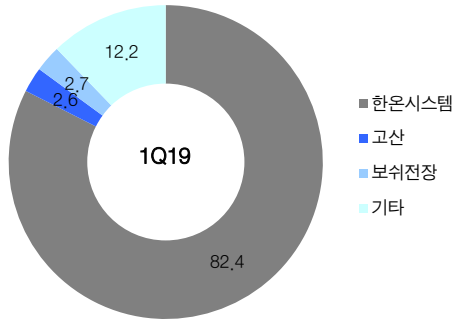
자료: 세원 현대차증권

〈그림3〉 멕시코 신규공장 매출액 전망



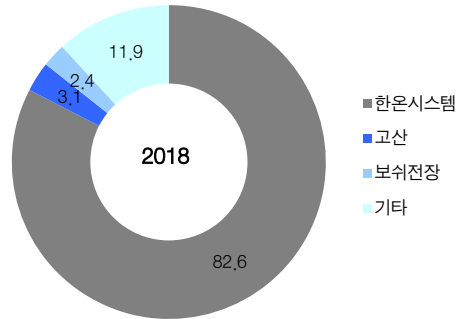
자료: 세원 현대차증권

〈그림4〉 고객사별 매출비중 (1Q19)



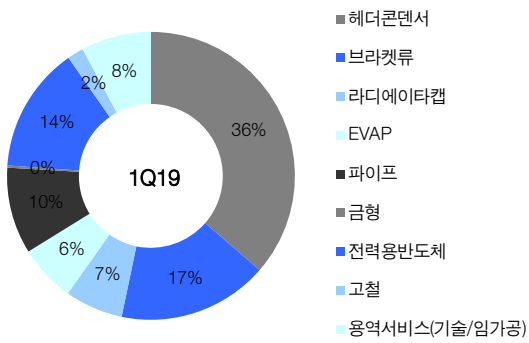
자료: 세원 현대차증권

〈그림5〉 고객사별 매출비중 (2018년)



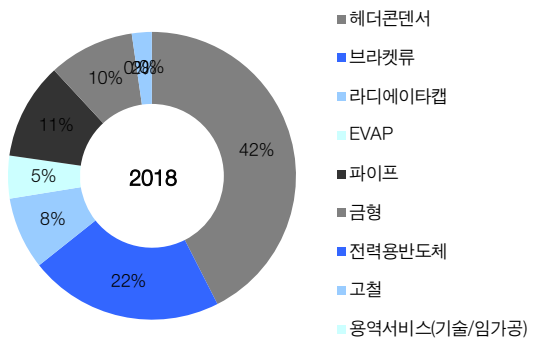
자료: 세원 현대차증권

〈그림6〉 제품별 매출비중 (1Q19)



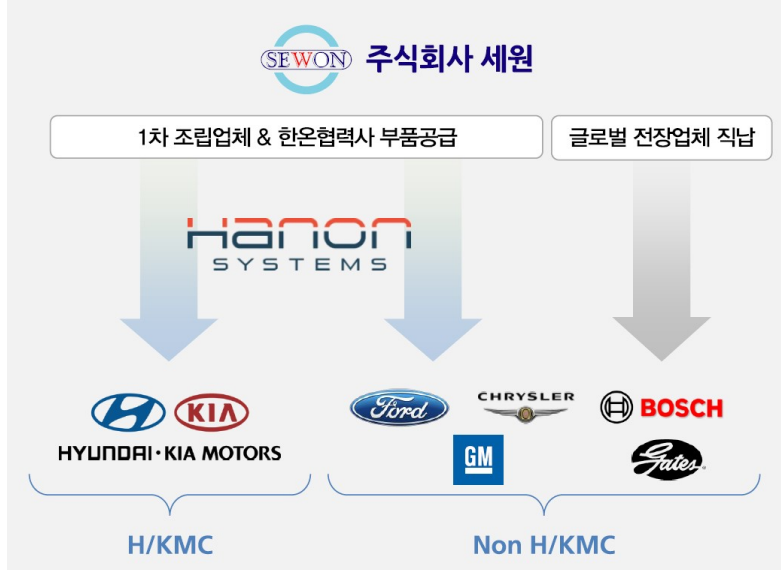
자료: 세원 현대차증권

〈그림7〉 제품별 매출비중 (2018년)



자료: 세원 현대차증권

〈그림8〉 고객 포트폴리오




자료: 세원, 현대차증권

〈그림9〉 제품 포트폴리오



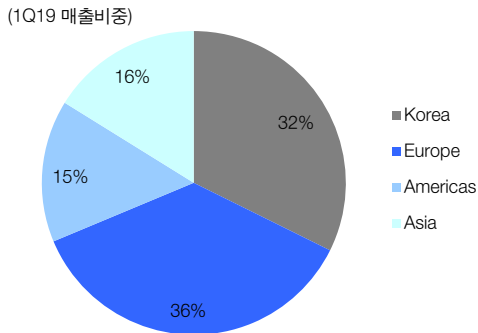
자료: 세원, 현대차증권

〈표1〉 세원 차세대부품 개발 프로젝트

Battery Chiller	<ul style="list-style-type: none"> - 배터리에서 발생하는 열기를 식혀 에너지 효율을 높이는 기능을 수행 - 현재 일부 전기차에 사용되고 있는 부품으로 전기차의 일회충전시 주행가능거리가 300km 를 상회하면서 배터리의 운행 중 충전효율 확보가 중요해짐 - Battery chiller 는 알루미늄 재질로 만들어지며 플레이트, 파이프, 블록, 브라켓 등의 parts 로 구성 - Ford 등 북미 고객사와 개발진행 중, 한온시스템과도 기술 협의 진행 중 	
EGR(Exhaust Gas Recirculation) Cooler	<ul style="list-style-type: none"> - EGR Cooler 는 배출되는 자동차 배기가스를 회수 후 다시 엔진으로 주입해 연료효율을 높이고 오염물질 배출량을 감소시키는 기능을 하는 부품 - 자동차의 연비를 늘리는데 직접적인 영향을 주는 부품으로서 친환경차 관련 기술, 향후 가솔린 및 디젤 등의 연료를 사용하는 차종에도 적용될 예정 - 현재 현대기아차 누우엔진 및 세타엔진 적용을 위해 부품개발 중이며 스테인레스 재질로 구성된 제품으로 플레이트, 가스박스, 플랜지 등의 parts 로 구성 - 한온시스템과 협력해 연구개발 중 	

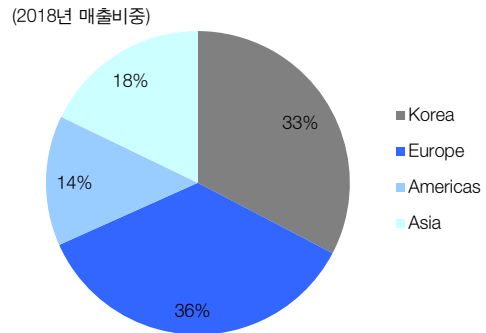
자료 세원 현대차증권

〈그림10〉 한온시스템 지역별 매출 비중 (1Q19 기준)



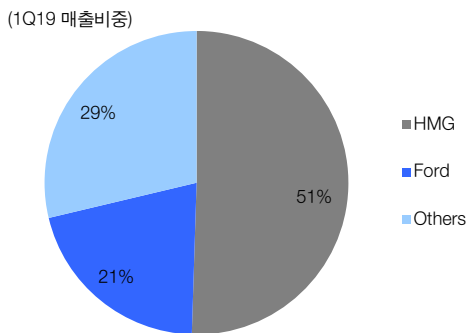
자료 한온시스템, 현대차증권

〈그림11〉 한온시스템 지역별 매출 비중 (2018년 기준)



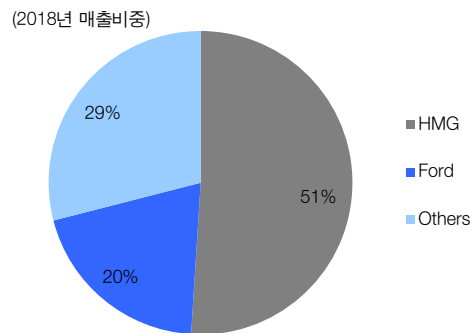
자료 한온시스템, 현대차증권

〈그림12〉 한온시스템 고객별 매출 비중 (1Q19 기준)



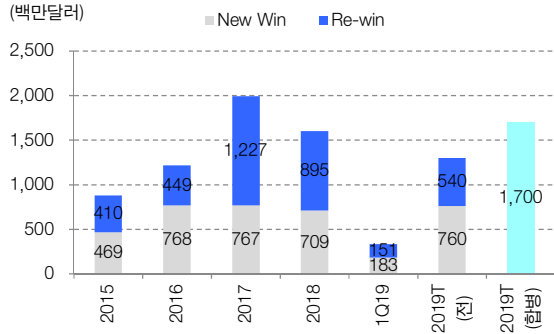
자료 한온시스템, 현대차증권

〈그림13〉 한온시스템 고객별 매출 비중 (2018년 기준)



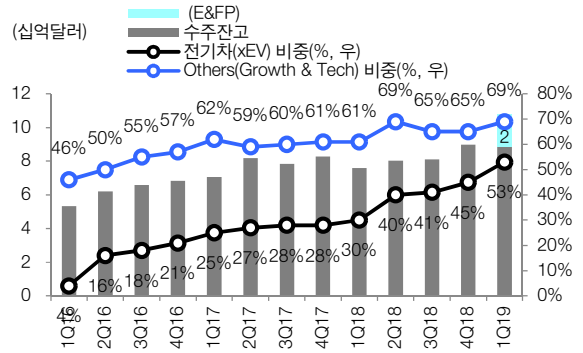
자료 한온시스템, 현대차증권

〈그림14〉 한온시스템 신규수주 현황: 신규수주 중 친환경차 90%, Growth/Tech 고객 46%, 2019년 17억달러 목표



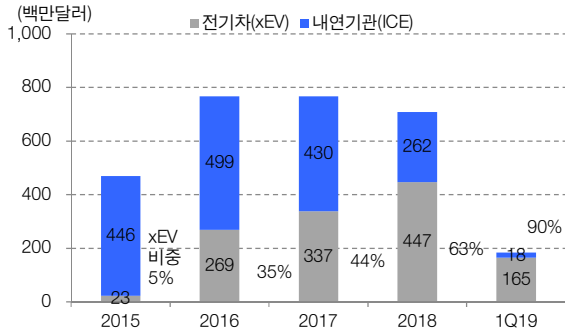
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림15〉 한온시스템 수주잔고(New-wins) 현황: 수주잔고 중 친환경차 53%, Growth/Tech 고객 69%



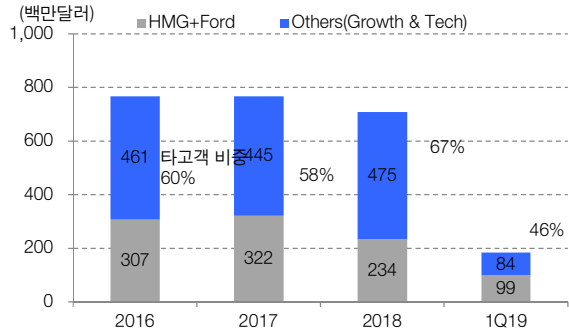
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림16〉 한온시스템 신규프로젝트(New win) 수주



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림17〉 한온시스템 신규프로젝트(New win) 수주



자료: 한온시스템, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	35	40	42	45	57
증가율 (%)	16.9	13.7	6.2	7.2	26.0
매출원가	30	33	33	39	50
매출원가율 (%)	84.7	83.2	78.9	85.3	87.8
매출총이익	5	7	9	7	7
매출이익률 (%)	15.3	16.8	21.1	14.7	12.2
증가율 (%)	17.8	24.7	33.4	-25.1	4.8
판매관리비	4	5	6	5	6
판매비율(%)	11.2	12.4	13.8	11.8	10.4
EBITDA	3	4	5	4	4
EBITDA 이익률 (%)	8.1	8.8	12.2	8.3	6.9
증가율 (%)	34.7	23.6	46.9	-26.7	3.7
영업이익	1	2	3	1	1
영업이익률 (%)	4.1	4.4	7.3	2.9	1.9
증가율 (%)	74.1	21.9	76.1	-56.8	-20.2
영업외손익	0	1	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	1
금융비용	0	0	0	0	2
기타영업외손익	0	0	0	0	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2	2	3	1	2
세전계속사업이익률 (%)	5.1	5.8	6.6	2.4	2.7
증가율 (%)	69.3	28.8	22.0	-61.8	41.8
법인세비용	0	0	0	1	0
계속사업이익	2	2	3	0	1
중단사업이익	0	0	0	0	0,025
당기순이익	2	2	3	0	1
당기순이익률 (%)	4.6	5.3	6.3	-0.1	2.3
증가율 (%)	81.0	30.4	26.6	적전	흑전
지배주주지분 순이익	2	2	3	0	1
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	0	3	0	1

(단위:십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동으로인한현금흐름	2	3	6	-1	-4
당기순이익	2	2	3	0	1
유형자산 상각비	1	2	2	2	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1	-1	1	-3	-9
기타	0	0	0	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-4	-10	-2	1	-12
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-12
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-7	-3	-2	-4
기타	0	-3	2	2	4
재무활동으로인한현금흐름	1	5	2	2	19
차입금의 증가(감소)	3	4	2	-4	-2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1	0	4	11
배당금	0	0	0	0	0
기타	-2	0	0	1	10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	0	-2	5	2	4
기초현금	3	3	1	6	8
기말현금	3	1	6	8	11

* K-IFRS 개별기준

(단위:십억원)

재무상태표	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	16	18	23	24	33
현금성자산	3	1	6	8	11
단기투자자산	6	8	7	4	1
매출채권	6	7	8	9	17
재고자산	1	2	2	3	3
기타유동자산	1	1	0	0	1
비유동자산	7	12	15	14	26
유형자산	6	12	14	13	14
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	12
기타비유동자산	0	0	0	0	0
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	23	31	37	38	59
유동부채	11	12	16	14	24
단기차입금	3	3	5	3	0
매입채무	5	6	8	8	7
유동성장기부채	0	0	0	1	11
기타유동부채	3	3	3	2	6
비유동부채	0	3	3	2	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	3	3	2	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11	16	19	16	24
지배주주지분	11	15	18	22	35
자본금	0	1	1	2	2
자본잉여금	0	0	0	4	15
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	11	13	17	17	18
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	11	15	18	22	35

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016	2017	2018
EPS(당기순이익 기준)	131	167	180	-2	63
EPS(지배순이익 기준)	131	167	180	-2	63
BPS(지배총계 기준)	928	1,011	1,253	1,229	1,547
BPS(지배지분 기준)	928	1,011	1,253	1,229	1,547
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	59.7	23.6	N/A	37.8
P/E(지배순이익 기준)	0.0	11.9	4.7	N/A	37.8
P/B(지배총계 기준)	0.0	2.0	0.7	1.3	1.5
P/B(지배지분 기준)	0.0	2.0	0.7	1.3	1.5
EV/EBITDA(Reported)	-1.9	7.7	1.5	6.2	14.2
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	81.0	27.8	7.7	-101.3	-2,737.9
EPS(지배순이익 기준)	81.0	27.8	7.7	-101.3	-2,737.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	15.2	16.0	15.9	-0.2	4.6
ROE(지배순이익 기준)	15.2	16.0	15.9	-0.2	4.6
ROA	7.6	7.9	7.8	-0.1	2.7
안정성 (%)					
부채비율	98.5	106.6	102.1	70.1	70.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	27.3	18.2	21.8	10.8	1.9

▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 (주)세원의 코스닥 상장시(2017년 10월 20일) 대표주관업무를 수행했음을 고지합니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	140건	89.17%
보유	17건	10.83%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.