

2019. 4. 2



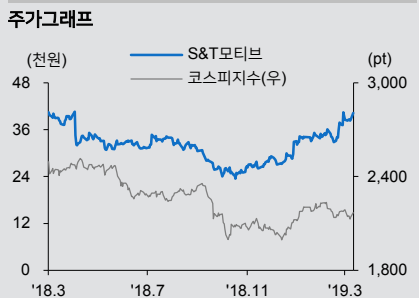
▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6098-6690
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	36,000 원
현재주가 (4.1)	40,300 원
상승여력	-10.7%
KOSPI	2,168.28pt
시가총액	5,893억원
발행주식수	1,462만주
유동주식비율	56.36%
외국인비중	18.36%
52주 최고/최저가	40,600원/23,450원
평균거래대금	16.5억원

주요주주(%)	
S&T홀딩스 외 1인	37.26
국민연금	11.34
베어링자산운용 외 2인	6.30

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	40.7	3.3
상대주가	13.0	51.7	16.6



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,153.8	71.6	33.6	2,316	-60.8	53,940	17.4	0.7	4.0	4.3	58.2
2017	1,137.5	96.7	56.9	3,888	69.4	56,676	10.4	0.7	2.8	7.0	48.0
2018	1,058.4	56.3	56.3	3,848	-1.0	56,404	10.5	0.7	4.1	6.8	45.1
2019E	997.1	70.9	56.9	3,892	1.1	60,501	10.4	0.7	3.7	6.7	37.1
2020E	1,013.9	72.7	58.5	4,000	2.8	64,234	10.1	0.6	3.5	6.4	34.2

S&T모티브 064960

신규 수주 확보 통한 불확실성 해소 필요

- ✓ 적자 사업 매각 및 자사주 매입, 현대차그룹 EV 판매호조에 따른 구동모터 사업 매출성장 기대감 반영 등으로 연초 이후 3년만의 주가 회복세 기록 중
- ✓ 그러나 사업 매각자금 통한 자사주 매입은 이제 종료 국면이며, 미래성장을 담보할 현대차그룹 EV 전용 플랫폼 (20년 출시)에 대한 수주는 아직 확인되지 못한 상황
- ✓ 최근 주가상승으로 긍정요인 반영 충분히 이뤄졌다고 판단, 추가 개선 위해서는 신규 수주 확보가 선결조건. 투자의견 Hold로 하향하며, 적정주가 36,000원 제시

19년 영업이익 회복 가능하나, 순이익 개선 폭은 제한적일 전망

19년 매출은 9,971억원 (-6% YoY, 이하 YoY)으로 자회사 S&TC (지분 55.9%, 열교 환기 제조) 지분매각에 따른 연결제거 (-1,395억원) 영향으로 전년대비 줄어든 전망이다. 영업이익은 709억원 (+26%)으로 회복이 예상되는데, 이는 1) 18년 756억원에 불과했던 방산매출이 수출증가를 통해 약 40% 증가하며 고정비 회수효과를 실현하고, 2) 수익성이 높은 구동모터/ 오일펌프도 각각 현대차그룹 EV 판매증가 (18년 7만대 vs. 19년 10만대)와 15년 수주 GM CVT 오일펌프 매출인식 시작으로 수익개선에 기여하며, 3) 적자지속 자회사의 연결제거 효과 반영에 근거한다.

다만 순이익은 영업이익 개선 폭이 영업외 손익 감소로 대부분 상계되며, 18년과 대동소이한 569억원에 그칠 예정이다. 영업외 손익은 지난 2년간 약 100억원씩 (총 202억원) 이뤄졌던 법인세 환급 효과가 줄어들며 전년 대비 감소가 예상된다.

추가적인 기업가치 개선을 위한 조건 모터 및 방산 신규 수주 확인

주력사업인 구동모터, 오일펌프, 방산의 회복으로 19년 영업이익 반등이 실현될 예정이나, 지속가능성에 대해서는 아직 물음표가 존재한다. 1) 현대차그룹 EV 판매호조로 당분간 구동모터 매출증가가 이어지겠으나, EV 전용 플랫폼 등장이 1년 앞으로 다가왔음에도 아직 관련 수주가 확인되지 못했다. 2) GM 신규 오일펌프 발주가 시작됐으나, GM의 빠른 전동화 라인업 전환으로 15년 수주 받았던 수준의 매출인식이 이루어질지에 대한 불확실성이 존재한다. 3) 해외수주 통한 19년 방산매출 회복 예상되나, 높은 변동성으로 20년 이후에 대해 확신할 수 없다. 현재 동사는 글로벌 부품업체 19E 평균 PER 9.2배보다 높은 10.4배에 거래 중이다. 자사주매입, 적자사업 매각 등의 긍정요인은 이미 주가에 충분히 반영되었다고 판단한다. 추가적인 개선을 위해서는 신규 구주를 통한 이들 불확실성의 해소가 필요하다.

표1 모터 사업 호조 지속으로 1Q19 실적은 5%대 영업이익률을 회복할 전망

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	224.7	239.8	-6.3	304.1	-26.1	256.7	-12.5
영업이익	12.7	10.7	18.8	14.5	-12.3	15.6	-18.3
세전이익	14.7	11.3	30.0	14.2	3.9	14.7	0.1
지배순이익	10.5	8.6	22.7	9.8	7.4	10.5	0.1
영업이익률 (%)	5.7	4.5		4.8		6.1	147.0
세전이익률 (%)	6.6	4.7		4.7		5.7	-1.0
순이익률 (%)	4.7	3.6		3.2		4.1	-0.9

자료: Bloomberg, S&T모티브, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 19년/ 20년 기대치 상회 이익 실현 위해서는 모터/ 방산 추가 수주확보 필요하다고 판단

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	997.1	1,130.6	-11.8	1,013.9	1,208.7	-16.1
영업이익	70.9	76.2	-7.0	72.7	84.1	-13.6
세전이익	78.8	79.2	-0.5	79.6	89.3	-10.8
순이익	56.9	56.8	0.2	58.5	64.5	-9.3
영업이익률 (%)	7.1	6.7	0.4%p	7.2	7.0	0.2%p
세전이익률 (%)	7.9	7.0	0.9%p	7.9	7.4	0.5%p
순이익률 (%)	5.7	5.0	0.7%p	5.8	5.3	0.4%p

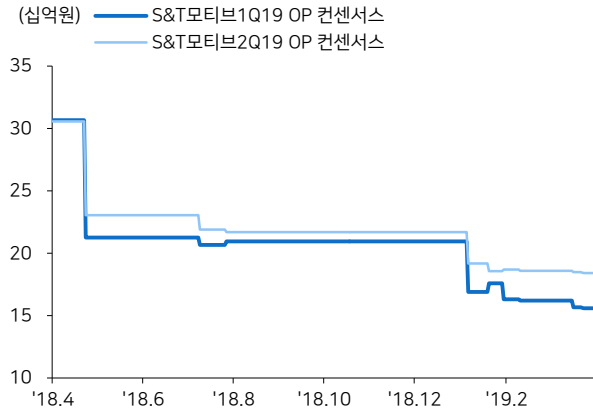
자료: Bloomberg, S&T모티브, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 적자사업 (S&TC) 매각 통한 매출 감소/ 수익성 개선 이익 추정치에 반영

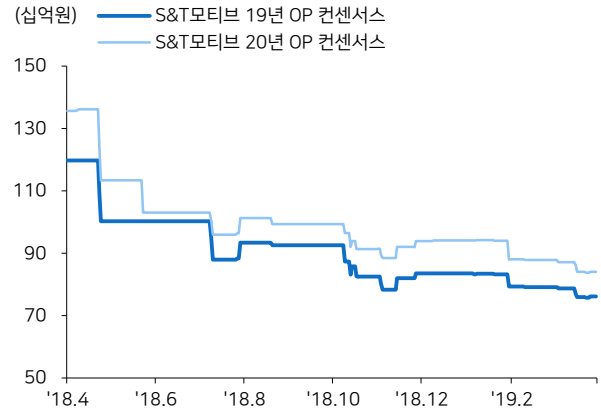
(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	1,058	997	1,014
매출액 - 기존 추정	1,058	1,108	1,108
% change	0.0%	-10.0%	-8.5%
영업이익 - 신규 추정	56	71	73
영업이익 - 기존 추정	56	70	70
% change	0.0%	1.7%	4.3%
세전이익 - 신규 추정	76	79	80
세전이익 - 기존 추정	76	76	78
% change	0.0%	3.1%	1.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	56	57	58
지배주주 순이익 - 기존 추정	56	55	58
% change	0.0%	3.0%	1.1%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,848	3,892	4,000
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,848	3,778	3,956
% change	0.0%	3.0%	1.1%

자료: S&T모티브, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 S&T모티브 19년 분기 및 연간 실적 시장기대치, 아직 하향세 지속 중



자료: S&T모티브, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: S&T모티브, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 S&T모티브 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	239.8	257.2	257.3	304.1	224.7	236.6	261.3	274.5	1,058.4	997.1	1,013.9
(%, YoY)	-16.9	-12.1	-1.4	3.1	-6.3	-8.0	1.6	-9.7	-6.9	-5.8	1.7
현가장치	26.1	23.8	18.7	23.4	21.7	21.4	19.2	19.4	92.0	81.6	83.2
(%, YoY)	-22.6	-28.2	-32.6	-10.3	-16.9	-10.1	2.5	-17.3	-23.8	-11.3	1.9
전장 (계기판)	26.6	29.0	27.6	29.0	28.8	26.8	29.7	27.8	112.2	113.1	113.7
(%, YoY)	4.2	23.9	7.1	15.5	8.3	-7.4	7.5	-4.3	12.4	0.8	0.6
모터	73.0	76.4	86.6	88.6	80.0	82.4	93.6	95.6	324.6	351.6	369.2
(%, YoY)	-3.6	10.2	12.3	15.4	9.6	7.9	8.1	7.9	8.6	8.3	5.0
에어백	16.3	15.9	14.1	14.0	13.2	11.7	11.3	13.8	60.4	50.0	47.5
(%, YoY)	-23.6	-24.0	-12.5	-1.8	-19.2	-26.5	-19.9	-1.7	-17.0	-17.2	-4.9
엔진부품 (오일펌프)	61.9	66.0	67.4	82.0	71.9	86.0	80.4	81.0	277.4	319.4	330.0
(%, YoY)	-10.7	-11.7	-9.4	-1.6	16.1	30.3	19.3	-1.2	-8.1	15.1	3.3
산업설비 (S&TC)	35.4	36.2	39.2	28.8	0.0	0.0	0.0	0.0	139.5	0.0	0.0
(%, YoY)	-30.7	-34.8	-3.1	-22.4	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-24.2	-100.0	자회사매각
반도체장비부품	9.1	7.8	5.7	7.1	7.9	8.0	7.3	7.3	29.8	30.4	31.0
(%, YoY)	-16.9	-18.6	-43.0	-20.6	-13.7	1.5	28.0	2.0	-24.7	2.0	2.0
방산 및 기타	4.8	14.6	12.6	46.4	15.0	15.0	35.0	45.0	78.3	110.0	100.0
(%, YoY)	-78.1	-41.9	53.7	7.0	215.7	2.8	178.6	-3.1	-20.3	40.5	-9.1
OP	10.7	16.4	14.7	14.5	12.7	14.0	20.8	23.3	56.3	70.9	72.7
(%, YoY)	-61.1	-26.1	-44.6	-29.2	18.8	-14.3	41.9	60.5	-41.8	26.0	2.5
RP	11.3	37.8	13.2	14.2	14.7	16.0	22.8	25.3	76.5	78.8	79.6
(%, YoY)	251.2	-7.1	-56.9	-652.8	30.0	-57.6	72.5	78.4	6.2	3.1	1.0
NP	8.6	27.7	10.2	9.8	10.5	11.5	16.6	18.4	56.3	56.9	58.5
(%, YoY)	115.7	-7.0	-54.2	1,104.7	22.7	-58.7	62.1	87.8	-1.0	1.1	2.8
GP margin (%)	11.7	14.4	12.7	11.3	12.5	13.2	13.7	13.7	12.5	13.3	13.6
OP margin (%)	4.5	6.4	5.7	4.8	5.7	5.9	8.0	8.5	5.3	7.1	7.2
RP margin (%)	4.7	14.7	5.1	4.7	6.6	6.8	8.7	9.2	7.2	7.9	7.9
NP margin (%)	3.6	10.8	4.0	3.2	4.7	4.8	6.3	6.7	5.3	5.7	5.8

자료: S&T모티브, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 글로벌 부품업체 19E 평균 PER 9.2배 vs. S&T모티브 19E PER 10.4배

기업명	시총 (조원)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E
현대모비스	20.3	8.6	7.8	0.6	0.6	4.5	4.0	7.3	7.6
현대위아	1.1	18.0	11.2	0.4	0.3	5.9	5.3	1.8	3.0
한온시스템	6.1	17.8	14.6	2.7	2.4	8.5	7.2	15.8	17.7
만도	1.3	9.1	7.7	0.9	0.8	4.9	4.4	10.1	10.9
에스엘	0.7	7.6	6.4	0.8	0.7	3.2	2.3	10.4	11.3
평화정공	0.2	5.9	4.9	0.3	0.3	1.9	1.6	5.8	6.6
Lear	9.6	7.5	6.7	1.8	1.6	4.1	3.9	24.4	24.0
Magna	18.0	7.1	6.4	1.3	1.1	4.4	4.3	19.6	19.2
Delphi	1.9	6.2	5.2	3.5	2.3	4.6	4.2	61.4	50.4
Autoliv	7.3	10.1	8.8	2.5	2.1	6.0	5.2	27.8	27.8
Tenneco	2.0	3.9	3.4	0.9	0.7	4.3	4.2	22.8	23.7
BorgWarner	9.1	9.1	8.3	1.6	1.4	5.3	4.9	18.9	18.0
Cummins	28.2	10.2	10.8	3.1	2.8	6.7	7.0	30.8	27.3
Aisin Seiki	11.9	8.6	7.9	0.7	0.7	3.8	3.4	8.8	9.3
Denso	34.8	10.4	9.6	0.9	0.8	4.3	3.8	8.4	8.6
Sumitomo Electric	11.9	9.4	8.8	0.7	0.6	4.8	4.4	7.3	7.3
JTEKT	4.8	9.5	8.7	0.8	0.8	4.7	4.3	8.9	9.3
Toyota Boshoku	3.2	8.2	7.7	1.0	0.9	2.6	2.3	12.2	12.2
Continental	34.3	10.1	8.7	1.4	1.3	4.7	4.2	14.0	15.1
Schaeffler	6.1	5.6	5.2	1.4	1.2	3.6	3.4	24.9	23.8
BASF	76.9	12.0	10.9	1.6	1.6	8.0	7.2	13.0	13.9
Hella	5.5	10.1	9.7	1.4	1.3	4.2	3.9	14.3	13.4
Thyssenkrupp	9.7	12.2	9.0	1.8	1.5	6.7	5.9	18.8	18.5
Faurecia	6.6	6.9	6.3	1.3	1.1	3.0	2.6	18.1	18.0
Valeo	7.9	9.4	7.7	1.2	1.1	4.0	3.6	12.7	14.8
Average		9.2	8.0	1.3	1.1	4.7	4.2	15.1	15.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 이익추정치 조정 (+3%), Peer 밸류에이션 상향 (+7%) 반영해 적정주가 36,000원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 부품사 평균 밸류에이션	9.2배
S&T모티브 2019년 EPS 추정치 (원, b)	3,892원
Fair Value (원, c = a x b)	35,806.6원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	36,000원
현재 주가 (4월 1일 기준 증가)	40,300원
과리율 (%)	-10.7%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&T 모티브 (064960)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,153.8	1,137.5	1,058.4	997.1	1,013.9
매출액증가율 (%)	-4.7	-1.4	-6.9	-5.8	1.7
매출원가	978.4	962.2	926.1	864.3	876.1
매출총이익	175.4	175.3	132.4	132.9	137.8
판매관리비	103.8	78.5	76.1	62.0	65.1
영업이익	71.6	96.7	56.3	70.9	72.7
영업이익률	6.2	8.5	5.3	7.1	7.2
금융손익	11.5	-31.3	15.0	8.0	7.0
중속/관계기업손익	-0.3	0.1	-0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-22.6	6.5	5.3	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	60.3	72.0	76.5	78.8	79.6
법인세비용	26.0	13.0	19.3	18.9	19.1
당기순이익	34.3	59.1	57.2	59.9	60.5
지배주주지분 순이익	33.6	56.9	56.3	56.9	58.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	106.1	70.3	90.4	101.8	110.1
당기순이익(손실)	34.3	59.1	57.2	59.9	60.5
유형자산상각비	23.5	26.8	25.9	25.1	25.1
무형자산상각비	2.1	2.6	3.7	3.8	3.8
운전자본의 증감	43.3	-3.4	-11.2	-31.1	-28.3
투자활동 현금흐름	-35.4	-20.6	-60.9	-92.5	-84.3
유형자산의증가(CAPEX)	-39.5	-18.7	-27.1	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-1.4	0.0	0.6	0.5	-0.1
재무활동 현금흐름	-17.1	-15.7	-53.9	-16.0	-17.5
차입금의 증감	0.0	-0.3	6.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
현금의 증가(감소)	54.1	30.8	-25.3	-6.7	8.3
기초현금	141.5	195.6	226.4	201.1	194.4
기말현금	195.6	226.4	201.1	194.4	202.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	716.3	707.8	680.1	696.0	742.9
현금및현금성자산	195.6	226.4	201.1	194.4	202.8
매출채권	251.4	255.3	226.8	239.3	253.5
재고자산	142.1	131.1	133.2	129.6	141.9
비유동자산	531.8	518.6	516.5	516.5	517.2
유형자산	495.4	485.6	484.1	483.9	483.8
무형자산	16.1	20.0	19.6	19.8	20.0
투자자산	9.5	7.9	8.5	8.0	8.2
자산총계	1,248.2	1,226.3	1,196.5	1,212.6	1,260.2
유동부채	368.6	304.8	281.5	242.4	237.3
매입채무	186.7	208.3	191.3	170.5	168.3
단기차입금	0.3	0.0	6.5	6.5	6.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	90.8	92.8	90.2	85.4	83.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	459.4	397.5	371.7	327.8	320.9
자본금	73.1	73.1	73.1	73.1	73.1
자본잉여금	53.5	54.6	60.6	60.6	60.6
기타포괄이익누계액	22.7	20.7	20.4	20.4	20.4
이익잉여금	531.3	572.1	613.0	669.9	722.5
비지배주주지분	108.2	108.3	97.2	100.2	102.3
자본총계	788.8	828.8	824.8	884.7	939.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	79,609	77,786	72,380	68,189	69,337
EPS(지배주주)	2,316	3,888	3,848	3,892	4,000
CFPS	7,108	8,177	7,756	9,087	9,469
EBITDAPS	6,715	8,622	5,873	6,824	6,946
BPS	53,940	56,676	56,404	60,501	64,234
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.6	2.6	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	16.7	9.9	10.0	9.9	9.7
PCR	5.4	4.7	5.0	4.2	4.1
PSR	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	97.3	126.1	85.9	99.8	101.6
EV/EBITDA	3.7	2.6	3.8	3.4	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.3	7.0	6.8	6.7	6.4
EBITDA 이익률	8.4	11.1	8.1	10.0	10.0
부채비율	58.2	48.0	45.1	37.1	34.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	656.7	77.6	40,783.9	54.5	55.8
매출채권회전율(x)	4.6	4.5	4.4	4.3	4.1
재고자산회전율(x)	8.4	8.6	8.1	7.0	6.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

S&T 모티브 (064960) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.10	기업브리프	Trading Buy	55,000	김준성	-14.7	3.1	
2017.07.31	기업브리프	Trading Buy	55,000	김준성	-13.7	3.1	
2017.10.10		1년 경과			-17.9	-14.4	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	51,000	김준성	-16.6	-0.2	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	38,000	김준성	-20.1	-8.6	
2018.11.27	기업브리프	Trading Buy	32,500	김준성	-1.2	24.5	
2019.04.02	기업브리프	Hold	36,000	김준성	-	-	