

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	48,789 억원
주요주주	
한앤크오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	19.80%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/05/15)	9,140 원
KOSPI	2286.02 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	103 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	-3.1%
6개월	-12.1%	-23.7%
12개월	-16.9%	-28.1%

한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 13,000 원(유지))

1Q17 Review - 우려는 희석되는 중

17년 1분기 실적은 매출액 1조 4,490 억원(YoY +1.5%), 영업이익 1,272 억원(YoY +21.4%, OPM 8.8%), 당기순이익 742 억원(YoY +4.2%, NIM 5.1%)을 기록
환경요인인 환율과 중국 중심의 지정학적 리스크는 여전히 남아있지만, 유럽법인의 회복
과 친환경차 매출 확대, 신규수주 활동에서의 고객다변화와 친환경차 비중 확대는 긍정적
투자의견 매수, 목표주가 13,000 원 유지

1Q17 Review - 구조조정의 효과

17년 1분기 실적은 매출액 1조 4,490 억원(YoY +1.5%), 영업이익 1,272 억원(YoY +21.4%, OPM 8.8%), 당기순이익 742 억원(YoY +4.2%, NIM 5.1%)을 기록하였다. 시장 기대치를 상회한 영업이익의 경우, 전년 동기 대비 판매비에서 유럽향 워런티와 운송 비용의 감소와 주요고객사 친환경차 확대, 수익성 개선활동 지속이 주된 요인이었다. 영업외 부문에서는 과거 Visteon에서 인수한 VEIPL(인도 전장사업부)를 재매각하며 발생한 해외사업환산손실 143 억원이 일회성으로 발생하였다.

우려는 희석되는 중

동사에 대한 우려로는 비우호적으로 작용한 환율, 중국에서의 주요고객 생산량 감소, 구조조정을 통한 유럽법인의 회복 지연과 제한적인 외형성장에 따른 친환경 관련 수익성 등이었다. 환경요인인 환율과 중국 중심의 지정학적 리스크는 여전히 남아있다. 하지만 유럽법인은 컴프레서 중심의 매출 증가와 수익성 개선 활동에 힘입어 전년도 기저효과를 감안하더라도 금번 분기 영업이익률 6.7%를 기록하였고, 친환경 아이템 또한 회사 추정 기준 전년 동기 3.5%에서 6.5%까지 전체 매출에서 차지하는 비중이 높아졌다. 또한 수주활동에서도 독일 프리미엄 브랜드로부터 E-compressor를, 북미에서 비Ford형 SUV와 Pick-up를, 중국 Local로부터 컨벤셔널과 PHEV를 신규수주하는 등 신규고객과 친환경차를 확대하며 우려를 희석하는 모습이다. 투자의견 매수, 목표주가 13,000 원 을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	54,549	55,581	57,037	59,022	61,388	63,151
yoy	%	5.1	1.9	2.6	3.5	4.0	2.9
영업이익	억원	3,703	3,596	4,225	5,049	5,346	5,503
yoy	%	1.9	-2.9	17.5	19.5	5.9	2.9
EBITDA	억원	5,357	5,334	6,087	7,189	7,208	7,145
세전이익	억원	3,709	3,457	4,157	4,701	5,212	5,365
순이익(지배주주)	억원	2,754	2,305	2,921	3,292	3,669	3,948
영업이익률%	%	6.8	6.5	7.4	8.6	8.7	8.7
EBITDA%	%	9.8	9.6	10.7	12.2	11.7	11.3
순이익률	%	5.3	4.4	5.3	5.7	6.2	6.5
EPS	원	516	432	547	617	687	740
PER	배	18.8	24.0	18.8	15.4	13.8	12.9
PBR	배	3.2	3.2	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	10.0	10.5	9.6	7.4	7.2	7.0
ROE	%	17.7	13.7	16.4	18.3	20.4	21.0
순차입금	억원	292	-494	2,313	1,134	-709	-2,654
부채비율	%	94.0	92.3	104.8	107.9	100.9	92.6

<표 1> 한온시스템 2017년 1분기 실적 Review

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	YoY	QoQ
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,490	1.5%	-3.5%
아시아	10,239	10,386	9,672	10,963	10,132	-1.0%	-7.6%
미주	2,523	2,761	2,697	2,530	2,786	10.4%	10.1%
유럽	6,562	6,780	5,127	6,500	6,706	2.2%	3.2%
연결조정	-5,042	-5,020	-4,666	-4,976	-5,134	1.8%	3.2%
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,578	12,100	1.3%	-3.8%
%	83.7	85.9	83.5	83.8	83.5	-0.1%p	-0.2%p
판매비	1,286	1,148	1,050	1,279	1,118.2	-13.0%	-12.6%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	7.7	-1.3%p	-0.8%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,272	21.3%	9.6%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	1.4%p	1.0%p
아시아	838	475	783	498	676	-19.3%	35.8%
%	8.2	4.6	8.1	4.5	6.7	-1.5%p	2.1%p
미주	187	151	147	141	117	-37.4%	-17.1%
%	7.4	5.5	5.5	5.6	4.2	-3.2%p	-1.4%p
유럽	-115	205	80	210	447	흑전	112.6%
%	-1.8	3.0	1.6	3.2	6.7	8.4%p	3.4%p
연결조정	138	118	57	311	31	-77.4%	-90.0%
영업외이익	-7	-69	-49	-49	-239	적지	적지
%	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.7	-1.6%p	-1.3%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,112	1,032	-0.9%	-7.2%
%	7.3	5.9	7.9	7.4	7.1	-0.2%p	-0.3%p
법인세	318	242	282	277	290	-8.9%	4.7%
%	30.6	27.4	27.7	24.9	28.1	-2.5%p	3.2%p
당기순이익	723	639	736	939	742	2.6%	-21.0%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	0.1%p	-1.1%p
지배주주	685	601	690	946	714	4.2%	-24.5%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	0.1%p	-1.4%p

자료: 한온시스템 SK 증권

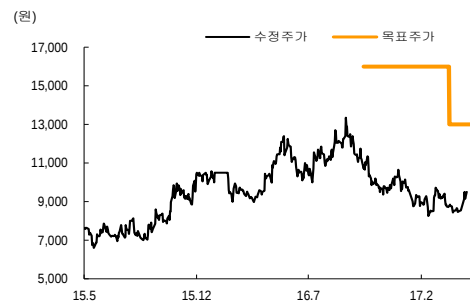
<표 2> 한온시스템 실적 추이 및 전망

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2016	2017(F)	YoY
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,490	14,877	13,940	15,715	57,037	59,022	3.5%
아시아	10,239	10,386	9,672	10,963	10,132	10,194	10,758	11,801	41,260	42,884	3.9%
미주	2,523	2,761	2,697	2,530	2,786	2,844	2,765	2,631	10,511	11,026	4.9%
유럽	6,562	6,780	5,127	6,500	6,706	6,848	5,332	6,630	24,969	25,517	2.2%
연결조정	-5,042	-5,020	-4,666	-4,976	-5,134	-5,009	-4,915	-5,347	-19,703	-20,405	3.6%
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,578	12,100	12,467	11,640	13,059	48,048	49,267	2.5%
%	83.7	85.9	83.5	83.8	83.5	83.8	83.5	83.1	84.2	83.5	-0.8%p
판매비	1,286	1,148	1,050	1,279	1,118.2	1,222.2	1,097	1,269	4,763	4,706	-1.2%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	7.7	8.2	7.9	8.1	8.4	8.0	-0.4%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,272	1,188	1,202	1,387	4,225	5,049	19.5%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	8.0	8.6	8.8	7.4	8.6	1.1%p
아시아	838	475	783	498	676	605	706	794	2,594	2,781	7.2%
%	8.2	4.6	8.1	4.5	6.7	5.9	6.6	6.7	6.3	6.5	0.2%p
미주	187	151	147	141	117	142	138	142	627	540	-13.9%
%	7.4	5.5	5.5	5.6	4.2	5.0	5.0	5.4	6.0	4.9	-1.1%p
유럽	-115	205	80	210	447	390	309	398	380	1,544	306.1%
%	-1.8	3.0	1.6	3.2	6.7	5.7	5.8	6.0	1.5	6.1	4.5%p
연결조정	138	118	57	311	31	50	49	53	624	184	-70.5%
영업외이익	-7	-69	-49	-49	-239	-28	-43	-37	-173	-348	적지
%	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	-0.3%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,112	1,032	1,160	1,159	1,350	4,052	4,701	16.0%
%	7.3	5.9	7.9	7.4	7.1	7.8	8.3	8.6	7.1	8.0	0.9%p
법인세	318	242	282	277	290	325	325	378	1,119	1,317	17.7%
%	30.6	27.4	27.7	24.9	28.1	28.0	28.0	28.0	27.6	28.0	0.4%p
당기순이익	723	639	736	939	742	835	835	972	3,038	3,384	11.4%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	5.6	6.0	6.2	5.3	5.7	0.4%p
지배주주	685	601	690	946	714	841	803	935	2,921	3,292	12.7%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	5.7	5.8	5.9	5.1	5.6	0.5%p

자료: 한온시스템 SK 증권 추정

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.16	매수	13,000원
2017.04.12	매수	13,000원
2016.11.23	매수	16,000원
2016.10.31	매수	16,000원



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 16일 기준)

매수	93.66%	중립	6.34%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	22,251	23,265	24,209
현금및현금성자산	4,471	4,252	4,430	4,774	5,219
매출채권및기타채권	10,388	9,642	9,978	10,378	10,676
재고자산	3,822	4,297	4,447	4,625	4,758
비유동자산	14,658	17,088	15,927	15,108	14,511
장기금융자산	14	37	37	37	37
유형자산	10,927	11,781	9,926	8,442	7,254
무형자산	2,074	3,503	4,069	4,543	4,939
자산총계	34,594	38,597	38,178	38,372	38,720
유동부채	14,309	14,634	14,523	14,487	14,333
단기금융부채	3,412	3,171	2,671	2,171	1,671
매입채무 및 기타채무	8,322	8,650	8,951	9,310	9,577
단기충당부채	24	51	53	55	56
비유동부채	2,290	5,114	5,292	4,787	4,281
장기금융부채	692	3,597	3,097	2,097	1,097
장기매입채무 및 기타채무	142	152	152	152	152
장기충당부채	417	526	579	603	621
부채총계	16,599	19,748	19,815	19,274	18,613
지배주주지분	17,447	18,276	17,709	18,319	19,209
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-231	-231	-231	-231
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	18,296	19,366	19,055	19,922	21,067
비지배주주지분	547	573	654	779	898
자본총계	17,994	18,849	18,363	19,098	20,106
부채외자본총계	34,594	38,597	38,178	38,372	38,720

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,503	3,968	5,746	5,615	5,720
당기순이익(손실)	2,434	3,038	3,384	3,804	4,077
비현금성항목등	3,478	4,030	3,805	3,403	3,068
유형자산감가상각비	1,698	1,758	1,855	1,484	1,188
무형자산감각비	41	104	285	378	455
기타	715	1,062	291	142	146
운전자본감소(증가)	-596	-2,049	-125	-185	-138
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	587	-336	-400	-298
재고자산감소(증가)	-296	-689	-150	-178	-133
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-55	301	359	267
기타	-121	-1,892	59	34	25
법인세납부	-812	-1,051	-1,317	-1,407	-1,288
투자활동현금흐름	-2,452	-4,399	-794	-792	-790
금융자산감소(증가)	-40	-124	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,153	-2,306	0	0	0
무형자산감소(증가)	-390	-851	-851	-851	-851
기타	131	-1,118	57	59	61
재무활동현금흐름	-1,253	287	-4,774	-4,480	-4,485
단기금융부채증가(감소)	-28	-469	-500	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	-11	2,948	-500	-1,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,080	-2,033	-2,402	-2,802	-2,802
기타	-135	-159	-170	-177	-182
현금의 증가(감소)	658	-220	178	344	445
기초현금	3,813	4,471	4,252	4,430	4,774
기말현금	4,471	4,252	4,430	4,774	5,219
FCF	2,267	1,305	4,797	4,728	4,835

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	59,022	61,388	63,151
매출원가	46,970	48,048	49,267	51,180	52,586
매출총이익	8,611	8,989	9,755	10,208	10,564
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	16.5	16.6	16.7
판매비와관리비	5,015	4,763	4,706	4,862	5,061
영업이익	3,596	4,225	5,049	5,346	5,503
영업이익률 (%)	6.5	7.4	8.6	8.7	8.7
비영업손익	-139	-69	-348	-134	-138
순금융비용	62	153	113	118	121
외환관련손익	-106	-31	-57	-59	-61
관계기업투자등 관련손익	126	90	114	184	189
세전계속사업이익	3,457	4,157	4,701	5,212	5,365
세전계속사업이익률 (%)	6.2	7.3	8.0	8.5	8.5
계속사업법인세	1,023	1,119	1,317	1,407	1,288
계속사업이익	2,434	3,038	3,384	3,804	4,077
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,434	3,038	3,384	3,804	4,077
순이익률 (%)	4.4	5.3	5.7	6.2	6.5
지배주주	2,305	2,921	3,292	3,669	3,948
지배주주귀속 순이익률(%)	4.15	5.12	5.58	5.98	6.25
비지배주주	129	116	91	135	129
총포괄이익	2,428	2,771	3,117	3,538	3,810
지배주주	2,297	2,665	3,036	3,413	3,692
비지배주주	131	106	81	125	119
EBITDA	5,334	6,087	7,189	7,208	7,145

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.9	2.6	3.5	4.0	2.9
영업이익	-2.9	17.5	19.5	5.9	2.9
세전계속사업이익	-6.8	20.2	13.1	10.9	2.9
EBITDA	-0.4	14.1	18.1	0.3	-0.9
EPS(계속사업)	-16.3	26.7	12.7	11.4	7.6
수익성 (%)					
ROE	13.7	16.4	18.3	20.4	21.0
ROA	7.3	8.3	8.8	9.9	10.6
EBITDA마진	9.6	10.7	12.2	11.7	11.3
안정성 (%)					
유동비율	139.3	147.0	153.2	160.6	168.9
부채비율	92.3	104.8	107.9	100.9	92.6
순차입금/자기자본	-2.8	12.3	6.2	-3.7	-13.2
EBITDA/이자비용(배)	39.6	29.2	42.2	40.7	39.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	432	547	617	687	740
BPS	3,268	3,424	3,318	3,432	3,598
CFPS	758	896	1,018	1,036	1,047
주당 현금배당금	970	225	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	24.4	17.3	15.5	14.4
PER(최저)	15.3	16.4	13.4	12.0	11.2
PBR(최고)	3.2	3.9	3.2	3.1	3.0
PBR(최저)	2.0	2.6	2.5	2.4	2.3
PCR	13.7	11.5	9.3	9.2	9.1
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.3	8.3	8.0	7.8
EV/EBITDA(최저)	6.8	8.5	6.5	6.2	6.0