

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

## Company Data

자본금	15 억원
발행주식수	363 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	302 억원
주요주주	
유기철(외8)	44.06%
큐캐피탈홀딩스(주)	12.16%
외국인지분율	0.40%
배당수익률	

## Stock Data

주가(18/03/15)	8,310 원
KOSDAQ	890.43 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	14,450 원
52주 최저가	4,100 원
60일 평균 거래대금	11 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.2%	-8.7%
6개월	25.7%	-5.2%
12개월	57.1%	7.4%

## 세원 (234100/KQ | Not Rated)

### 고객 다각화 및 전기차 모멘텀으로 실적 Jump-up!

자동차용 공조시스템 및 공조장치 부품 제조를 하는 업체이다. 지난해의 실적 부진을 딛고 고객사 다변화, 해외매출 본격화에 힘입어 올해에는 큰 폭의 실적 성장이 기대되며, 일부 Item 이 전기차에 채용되고 있는 점도 긍정적으로 보인다. '18년 예상 실적기준 P/E 11.6 배 수준에 거래되고 있으나 올해 실적 성장이 예상되고, 주요 고객사인 한온시스템 또한 고밸류에이션을 적용받고 있는 만큼 동사에 대한 관심도 필요한 시점이라 판단된다.

### 자동차용 공조부품 전문 제조 업체

세원은 자동차 공조시스템/공조장치 부품 제조를 주요 사업으로 영위하고 있다. 1971년 삼원특수전기로 설립되었으며, 2006년 현대모비스 부회장을 역임한 유기철 대표가 동사를 인수하여 직접 경영해오고 있다. 주요 제품은 Header condenser, Evaporator, Radiator Cap 등이며, Header condenser 및 Bracket 등 일부 Item 의 전기차향 매출이 증가하고 있다. 주요 고객사는 한온시스템, Bosch 전장부문 등이며, 한온시스템향 매출 비중이 70%를 상회하고 있다.

### 고객사 다변화, 해외매출 본격화로 성장동력 확보

기존 한온시스템, Bosch 외에 신규 고객사 확보를 통한 매출 성장이 기대된다. 한온시스템과의 관계가 견조한 가운데 기존 거래처 납품품목 증가, 신규 고객사향 매출이 증가하고 있는 점이 고무적으로 판단된다. 또한 동사는 현재 수주잔고(18년 2월말기준, 5년 이내 매출 인식)를 1,700 억원 이상 확보하고 있으며, 올해 4 분기 멕시코 공장 가동과 함께 북미향 벤더 매출이 크게 증가할 것으로 추정된다.

### 성장성 감안시 고밸류에이션 부여 가능

2018년 실적은 매출 620 억원(+36.6% yoy), 영업이익 35 억원(+163.2% yoy), 지배주 주순이익 26 억원(흑자전환)으로 추정된다. 현재 주가는 2018년 예상 실적기준 P/E 11.6 배 수준에 거래되고 있다. 자동차 부품업체이긴 하지만 1)신규거래처 확보/해외 매출 성장을 통한 실적성장이 예상되고, 2)주요 고객사인 한온시스템이 P/E 18 배 수준에 거래되고 있는 만큼 동사 또한 높은 밸류에이션을 부여할 수 있다고 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	300	351	399	424	
	%	16.3	16.9	13.7	N/A(IFRS)	
영업이익	억원	8	14	18	31	
	%	214.1	74.1	21.9	N/A(IFRS)	
EBITDA	억원	21	28	35	52	
세전이익	억원	11	18	23	28	
순이익(지배주주)	억원	9	16	21	27	
영업이익률%	%	28	41	44	73	
EBITDA%	%	7.0	8.1	8.8	12.2	
순이익률	%	3.0	4.6	5.3	6.3	
EPS	원			838	902	
PER	배			10.9	4.3	
PBR	배			1.8	0.6	
EV/EBITDA	배			7.7	1.5	
ROE	%			15.2	16.0	N/A(IFRS)
순차입금	억원			-63	-23	-48
부채비율	%			101.6	98.5	102.1

## 자동차 공조시스템/공조부품 제조 업체

세원은 자동차 HVAC(heating, ventilating and air conditioning) 시스템 및 프레스부품 등 공조시스템, 공조장치 부품제조 등을 주요 사업으로 영위하고 있는 기업이다. 1971년 삼원특수전기로 설립되었으며, 1991년 12월에 자동차 부품제조를 목적으로 법인 전환했다. 대표이사인 유기철 대표는 현대모비스 부회장 출신으로 1969년 이후로 자동차 업계에 종사하고 있는 자동차 업계 전문가이며, 2006년 12월 회사를 인수한 이후 오늘에 이르고 있다. 최대 주주는 유기철 대표(38.82%)이며 최대주주 및 특수관계인 지분율은 55.49%이다.

3Q17 기준 주요 제품의 매출비중은 Header condenser(39.5%), Evaporator (13.5%), Radiator Cap(12.4%), Press 류(14.6%), Pipe 류(10.4%), 금형 및 기타(9.6%) 등이다. 주요 고객사는 한온시스템, Bosch 등이며, 동사 매출의 70% 이상 비중을 차지하고 있는 한온시스템이 핵심 고객이다. 현재는 국내를 거점으로 주로 사업을 영위하고 있으나 올해부터는 고객사 다변화 및 KC 테크아메리카를 통한 해외 사업 확장으로 제2의 성장동력을 확보하기 위해 노력하고 있다.

매출액 추이

(단위 : 억원)



자료 : 세원, SK 증권

영업이익 및 영업이익률 추이

(단위 : 억원 %)

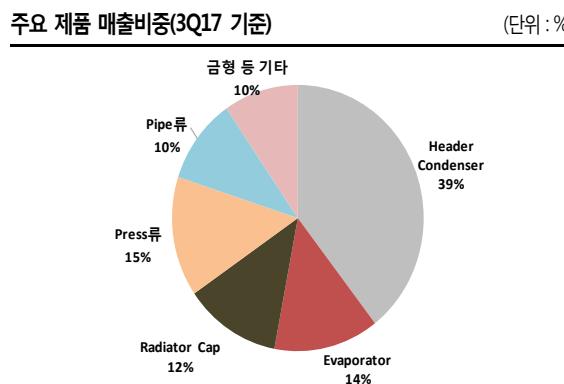


자료 : 세원, SK 증권

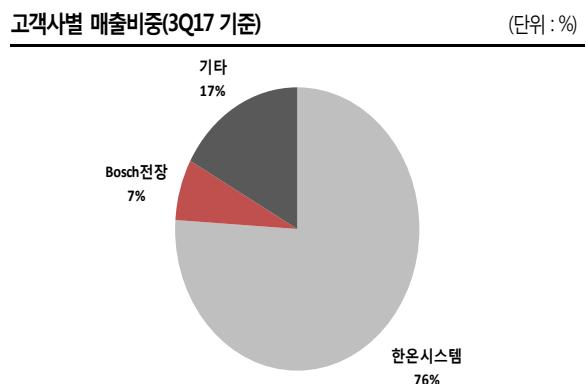
## 투자포인트

### ① 고객 다각화로 매출성장 기반 마련

3Q17 기준 동사의 매출처는 한온시스템 76%, Bosch 전장 7%, 기타 17% 수준으로 한온시스템이 동사 매출의 70%를 넘게 차지하고 있는 핵심 고객사이다. 하지만 한온시스템을 통해 납품하는 물량 외에 글로벌 전장업체에 직급하는 물량이 늘어나며 고객사 다변화가 이루어지고 있다. 동사의 공조시스템/부품의 우수성 및 가격경쟁력에 따라 핵심고객(한온시스템)과 긴밀한 관계를 유지하는 가운데 신규 고객사들이 늘어나고 있다는 점이 기타 국내 자동차 부품사 대비 차별적인 모습으로 판단된다. 현재 동사는 Bosch 전장 부문 외에 덴소 등 기존 거래업체에도 납품항목이 늘어나고 있으며, 그 외 글로벌 자동차 부품업체에 대해서도 신규 납품항목을 추가 확보한 것으로 보인다.



자료 : 세원, SK증권



자료 : 세원, SK증권

### 고객 포트폴리오

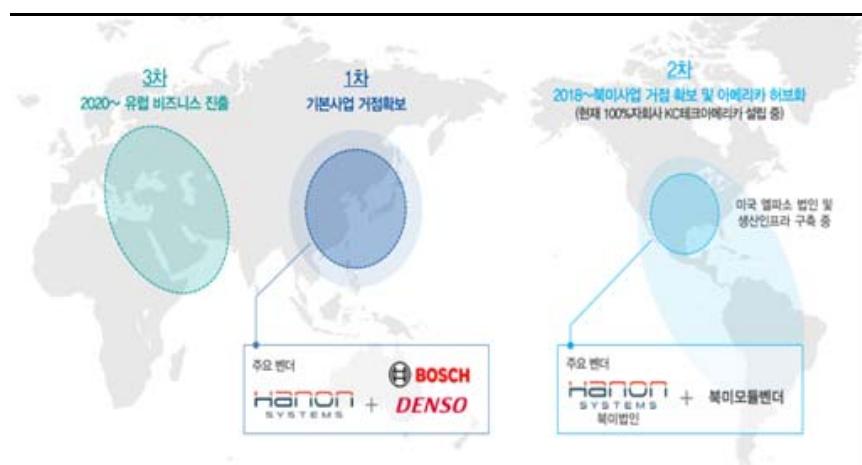


자료 : 세원, SK증권

## ② 해외사업 확장으로 성장동력 확보

현재 한온시스템 및 Bosch, 덴소 등으로 구성되어 있는 고객사는 2018년 북미 자회사 (KC 테크아메리카, 지분 100% 보유) 설립과 함께 북미쪽 모듈 벤더 업체들로 다양화 될 것으로 전망된다. 동사는 현재 수주잔고를 1,700 억원(18년 2월말 기준, 5년이내 매출인식) 이상 확보하고 있으며, 2018년 4분기에는 멕시코 공장이 가동되며 해외매출 비중이 더욱 더 높아질 것으로 예상된다. 현재 북미 벤더들에게 대응할 물량은 본사에서 생산하고 있으나 올해 4분기에는 멕시코 공장이 완공되며 현지생산에 들어갈 예정이다. 북미향 벤더들은 대형 고객사가 많이 있어 멕시코 공장 본격 가동시 동사의 연결 매출이 빠르게 성장할 것으로 보인다.

### 사업영역 확장 진행사항



자료 : 세원

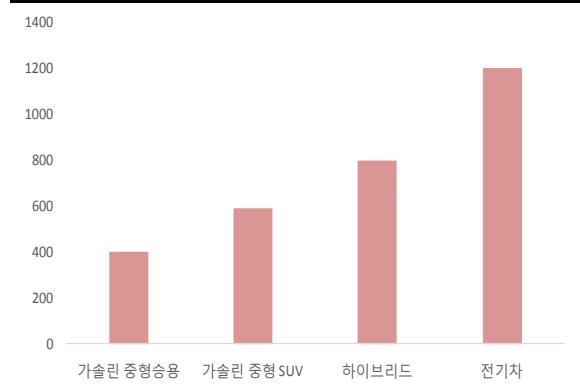
### ③ 전기차 시장 확대에 따른 수혜 예상

공조시스템 시장은 하이브리드, 전기차 등 친환경 차량 비중이 높아질수록 P 와 Q 가 커지는 시장이다. 전기차 등 모터로 움직이는 자동차일수록 배터리 성능 향상을 위한 냉각이 중요하며, 모터 냉각을 위한 공조시스템이 더 중요해지고 부품 또한 기존보다 더 큰 것들이 사용되게 된다. 차종별 공조시스템의 ASP는 가솔린 중형승용 약 400\$/대 수준에서 하이브리드 차량은 약 800\$/대, 전기차는 1,200\$/대까지 빠르게 상승한다. 하이브리드 차량은 이미 대중화되어 있고, 전기차 시장은 아직 초기 단계지만 향후 빠른 성장이 기대된다. 친환경 차량 시장 확대에 힘입어 자동차 공조시스템 시장도 2015년 46.2 조원에서 2020년 61.5 조원으로 성장할 것으로 추정된다.

한온시스템은 글로벌 부품업체 중 친환경차 공조시스템을 공급할 수 있는 소수의 업체 중 하나이며, 이미 BMW 및 테슬라 등 선두권에 있는 전기차 업체들이 한온시스템의 제품을 채택하고 있다. 한온시스템 향 매출비중이 70%가 넘는 동사 또한 전기차 향 Head condenser, Bracket 등을 한온시스템을 비롯한 주요 고객사에 납품하고 있으며, 해당 Item에 대한 고객사의 선호도가 상당히 높은 것으로 추정된다. 전체 매출비중에서 전기차 향 매출비중은 아직 미미한 수준이지만, 전기차 시장이 점차 확대되고 있는 점과 앞서 언급한 것처럼 전기차 향 부품 단가가 30~50% 비싸다는 점은 본격적인 전기차 시장 도래시 주요 고객사의 관련 실적 성장과 함께 동사의 실적도 크게 증가할 수 있다는 판단이다.

차종별 공조시스템 ASP

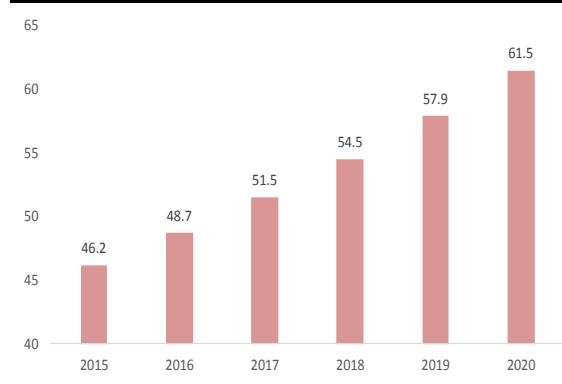
(단위 : \$)



자료 : 세월 SK증권

공조시스템 시장 성장추이 및 전망

(단위 : 조원)



자료 : 세월 SK증권

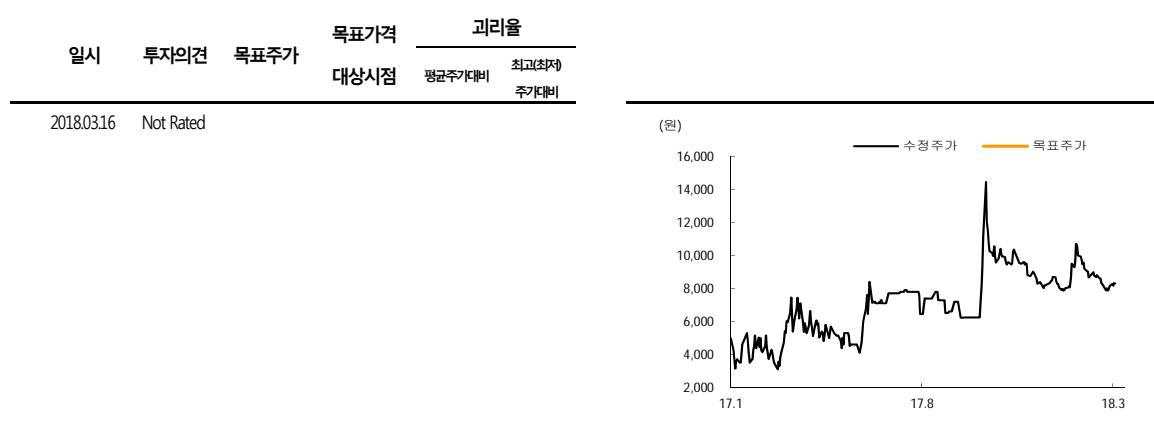
## 실적전망 및 밸류에이션

### 2018년 예상실적 기준 P/E 11.6 배 수준에 거래

2018년 예상 실적은 매출 620 억원(+36.6% yoy), 영업이익 35 억원(+163.2% yoy), 지배주주순이익 26 억원(흑자전환)으로 2017년 대비 큰 폭의 매출, 이익 성장이 가능할 것으로 추정된다. 신규 거래선 추가, 해외매출 성장 등이 매출 성장의 주요 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 영업이익 또한 단가가 높은 신규 항목 비중이 높아지며 정상수준(5%대)으로 높아질 것으로 보이며, 지배주주순이익 또한 일회성 요인이 사라지며 흑자전환 할 것으로 추정된다. 현재 동사의 주가는 2018년 예상 실적대비 약 P/E 11.6 배 수준에 거래되고 있다.

### 고객사 밸류에이션 감안시 주가 추가 상승 가능

일반적인 자동차 부품업체의 밸류에이션을 감안하면 P/E 11.6 배는 다소 높은 수준의 밸류에이션으로 보일 수도 있으나, 1) 올해 신규 거래처 확보로 인한 매출 성장이 기대되고, 2) 올해 하반기부터는 해외 매출도 빠르게 성장할 수 있으며, 3) 동사의 주요 고객사인 한온시스템이 고객사가 다변화되며 P/E 18 배 수준의 높은 밸류에이션을 받고 있다는 점을 감안하면 동사 또한 높은 밸류에이션을 부여할 수 있다고 판단된다.



### Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2018년 3월 16일 기준)

매수	89.44%	증립	10.56%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>유동자산</b>	149	159	184	227	
현금및현금성자산	27	27	5	60	
매출채권및기타채권	59	65	76	77	
재고자산	11	11	18	21	
<b>비유동자산</b>	48	67	123	145	
장기금융자산	0	0	1	1	
유형자산	45	63	119	141	
무형자산	0	1	1	1	
<b>자산총계</b>	197	226	307	372	
<b>유동부채</b>	98	111	125	156	
단기금융부채	15	29	33	48	
매입채무 및 기타채무	74	66	64	83	
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>	1	1	34	32	
장기금융부채			32	32	
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
<b>부채총계</b>	99	112	158	188	
<b>지배주주지분</b>	98	114	149	184	
자본금	4	4	15	15	
자본잉여금	1	1	4	4	
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금	93	109	130	166	
비자본주주지분					
<b>자본총계</b>	98	114	149	184	
<b>부채와자본총계</b>	197	226	307	372	

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>영업활동현금흐름</b>	39	24	30	57	
당기순이익(순실)	9	16	21	27	
비현금형항목등	14	14	18	25	
유형자산감가상각비	13	14	17	20	
무형자산상각비	0	0	0	0	
기타	2	0	0	4	
운전자본감소(증가)	16	-7	-9	8	
매출채권및기타채권의 감소증가)	-7	-5	-11	-4	
재고자산감소(증가)	1	-1	-6	-3	
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	26	-8	-2	20	
기타	-18	-3	-12	-13	
법인세납부				-2	
<b>투자활동현금흐름</b>	-15	-38	-102	-19	
금융자산감소(증가)	4	-5	-28	15	
유형자산감소(증가)	-19	-33	-73	-34	
무형자산감소(증가)	0	-1	0		
기타	0	1	0	0	
<b>재무활동현금흐름</b>	-13	14	50	15	
단기금융부채증가(감소)	-9	14	4	15	
장기금융부채증가(감소)	-4		32		
자본의증가(감소)			14		
배당금의 지급					
기타					
<b>현금의 증가(감소)</b>	11	0	-21	55	
<b>기초현금</b>	16	27	27	5	
<b>기말현금</b>	27	27	5	60	
<b>FCF</b>	20	-13	-49	N/A(IFRS)	

자료 : 세원 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>매출액</b>	300	351	399	424	
<b>매출원가</b>	255	297	332	334	
<b>매출총이익</b>	46	54	67	89	
매출총이익률 (%)	15.2	15.3	16.8	21.1	
<b>판매비와관리비</b>	37	39	49	58	
영업이익	8	14	18	31	
영업이익률 (%)	2.8	4.1	4.4	7.3	
비영업순익	2	4	6	-3	
<b>순금융비용</b>	-1	-1	-1	0	
외환관련손익	0	1	0	1	
<b>관계기업투자등 관련손익</b>					
세전계속사업이익	11	18	23	28	
세전계속사업이익률 (%)	3.5	5.1	5.8	6.7	
계속사업법인세	2	2	2	2	
<b>계속사업이익</b>	9	16	21	27	
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	9	16	21	27	
순이익률 (%)	3.0	4.6	5.3	6.3	
지배주주	9	16	21	27	
지배주주구속 순이익률 (%)	2.96	4.58	5.25	6.26	
<b>비자본주주</b>					
총포괄이익	9	16	21	27	
지배주주	9	16	21	27	
<b>비자본주주</b>					
EBITDA	21	28	35	52	

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	16.3	16.9	13.7	N/A(IFRS)	
영업이익	214.1	74.1	21.9	N/A(IFRS)	
세전계속사업이익	29.7	69.3	28.8	N/A(IFRS)	
EBITDA	49.7	34.7	23.7	N/A(IFRS)	
EPS(계속사업)			27.9	N/A(IFRS)	
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.5	15.2	16.0	N/A(IFRS)	
ROA	4.7	7.6	7.9	N/A(IFRS)	
EBITDA/마진	7.0	8.1	8.8	12.2	
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	151.7	143.4	147.7	145.9	
부채비율	101.6	98.5	106.6	102.1	
순차입금/자기자본	-64.1	-46.6	-15.7	-25.8	
EBITDA/이자비용(배)	38.2	53.9	36.4	36.4	
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)			838	902	
BPS			5,055	6,265	
CFPS			1,542	1,608	
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)			10.9	13.9	
PER(최저)			10.9	2.2	
PBR(최고)			1.8	2.0	
PBR(최저)			1.8	0.3	
PCR			5.9	24	
EV/EBITDA(최고)	-2.9	-1.8	7.7	6.9	
EV/EBITDA(최저)	-2.9	-1.8	7.7	0.3	