SK COMPANY Analysis

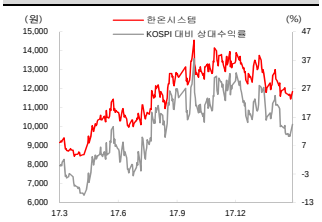
SK securities

Analyst
권순우
soonwoo@sk.com
02-3773-8882

Company Data	
자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	63,255 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스유한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	19.40%
배당수익률	0.60%

Stock Data	
주가(18/03/26)	11,850 원
KOSPI	2437.08 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	14,550 원
52주 최저가	8,430 원
60일 평균 거래대금	125 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.8%	-7.0%
6개월	-7.1%	-9.5%
12개월	26.1%	12.2%

한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 17,000 원(유지))

지금은 매수를 고려할 시기

18 년 1 분기 실적은 매출액 1 조 4,465 억원(YoY -0.2%), 영업이익 1,023 억원(YoY -19.6%, OPM 7.1%) 전망. 실적우려보다 매수를 고려할 시점이라는 판단. 실적은 신형차종 투입과 확대, 전년도 기저효과, 신규공장 가동으로 인해 점차 개선 예상. 글로벌 친환경차 판매량은 규제대응과 신차확대로 연말로 갈수록 증가하며 주가의 모멘텀으로 작용할 전망. 신규고객 중심의 수주 확대 역시 장기적으로 긍정적 요인

1Q18 Preview - 미국과 중국의 부진 여파

18 년 1 분기 실적은 매출액 1 조 4,465 억원(YoY -0.2%), 영업이익 1,023 억원(YoY -19.6%, OPM 7.1%), 당기순이익 791 억원(YoY +6.6%, NIM 5.5%)으로 전망한다. 지역별로 보면 유럽과 기타지역의 호조는 긍정적이나, 중국과 미국에서 주요 고객사의 생산차종 변경과 더딘 판매회복의 여파가 실적에 부정적으로 작용하며 시장기대치를 하회할 것으로 예상한다.

지금은 매수를 고려할 시기

지금은 실적우려보다 매수를 고려할 시점이라는 판단이다. 먼저 1 분기 실적 둔화의 주요 원인인 고객사의 판매부진은 신형차종의 투입 및 확대와 전년도 기저효과, 하반기부터 진행될 중국 Ford 의 모델 체인지와 미국 오하이오 공장 가동 등을 고려하면 점차 개선될 것으로 예상한다. 또한 주가와 모멘텀으로 작용하는 글로벌 친환경차 판매량에 주목해야 한다. 인센티브의 계절성으로 인해 17 년 연말 대비 18 년 1,2 월이 감소하였지만, PHEV/EV 기준 글로벌 점유율은 작년 동기 0.6~0.8% 대비 1.0~1.2%로 절대적인 판매량과 점유율이 높아졌다. 규제대응과 신차확대를 통해 연말까지 판매량이 다시 증가할 것으로 예상됨에 따라 주가 또한 궤를 함께할 것으로 판단한다. 18 년 신규수주가 현대차그룹과 VW 의 대규모 플랫폼 수주가 이루어졌던 17 년 대비 감소할 것으로 예상된다는 점은 아쉽다. 하지만 높은 기술력/양산능력과 기존 레퍼런스를 바탕으로 신규고객 중심의 수주가 예상됨에 따라 점진적으로 기존 고객사에 대한 의존도가 낮아질 것이라는 점은 장기적으로 긍정적인 요인이다. 투자의견 매수, 목표주가 17,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	억원	54,549	55,581	57,037	55,857	59,819	62,909
yoy	%	5.1	1.9	2.6	-2.1	7.1	5.2
영업이익	억원	3,703	3,596	4,225	4,684	4,997	5,252
yoy	%	1.9	-2.9	17.5	10.9	6.7	5.1
EBITDA	억원	5,357	5,334	6,087	6,769	7,359	7,295
세전이익	억원	3,709	3,457	4,157	4,215	4,808	5,146
순이익(지배주주)	억원	2,754	2,305	2,921	2,886	3,394	3,652
영업이익률%	%	6.8	6.5	7.4	8.4	8.4	8.4
EBITDA%	%	9.8	9.6	10.7	12.1	12.3	11.6
순이익률	%	5.3	4.4	5.3	5.3	5.9	6.0
EPS	원	516	432	547	541	636	684
PER	배	18.8	24.0	18.8	25.7	18.6	17.3
PBR	배	3.2	3.2	3.0	3.6	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	10.0	10.5	9.6	11.0	8.2	8.0
ROE	%	17.7	13.7	16.4	14.9	15.8	15.7
순차입금	억원	292	-494	2,313	-1,246	-4,426	-6,333
부채비율	%	94.0	92.3	104.8	103.1	100.0	90.8

Analyst 권순우 soonwoo@sk.com / 02-3773-8882

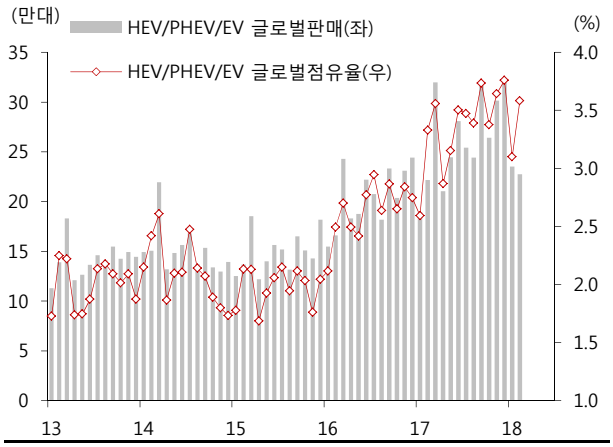
<표 1> 한온시스템 2018 년 1 분기 실적 Preview

(단위: 억원)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q(F)	YoY	QoQ
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	14,465	-0.2%	1.5%
아시아	10,132	9,579	9,724	10,554	10,043	-0.9%	-4.8%
미주	2,786	2,875	2,637	2,605	2,650	-4.9%	1.7%
유럽	6,706	6,295	6,164	6,760	6,908	3.0%	2.2%
연결조정	-5,134	-5,016	-5,136	-4,957	-5,135	0.0%	3.6%
매출원가	12,100	11,567	11,219	11,509	12,107	0.1%	5.2%
%	83.5	84.2	83.8	80.8	83.7	0.2%p	2.9%p
판관비	1,118	1,139	1,164	1,357	1,335	19.4%	-1.6%
%	7.7	8.3	8.7	9.5	9.2	1.5%p	-0.3%p
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	1,023	-19.6%	-25.8%
%	8.8	7.5	7.5	9.7	7.1	-1.7%p	-2.6%p
영업외이익	-239	-43	4	-191	61	흑전	흑전
%	-1.7	-0.3	0.0	-1.3	0.4	2.1%p	1.8%p
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	1,083	5.0%	-8.8%
%	7.1	7.2	7.6	8.3	7.5	0.4%p	-0.8%p
법인세	290	291	250	400	292	0.8%	-26.9%
%	28.1	29.6	24.7	33.7	27.0	-1.1%p	-6.7%p
당기순이익	742	693	762	787	791	6.6%	0.5%
%	5.1	5.0	5.7	5.5	5.5	0.3%p	-0.1%p
지배주주	714	672	733	767	761	6.6%	-0.9%
%	4.9	4.9	5.5	5.4	5.3	0.3%p	-0.1%p

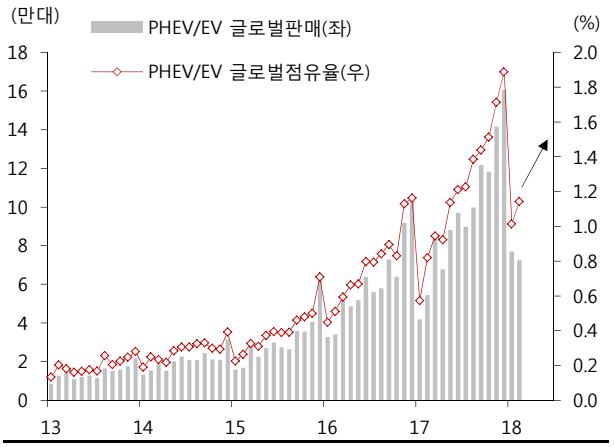
자료: 한온시스템, SK 증권 추정

<그림 1> 글로벌 HEV/PHEV/EV 판매 및 점유율 추이



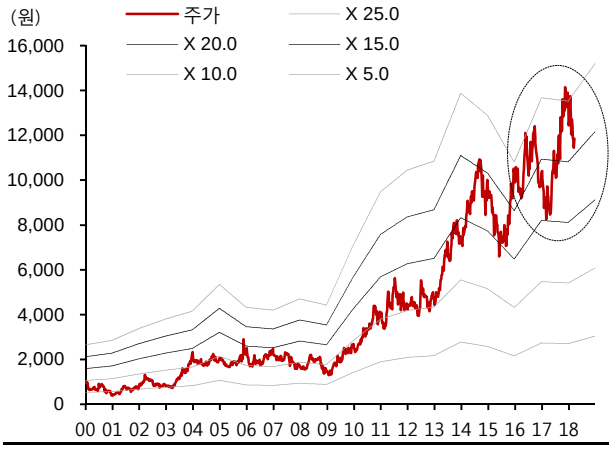
자료: Markline, SK 증권

<그림 2> 글로벌 PHEV/EV 판매 및 점유율 추이



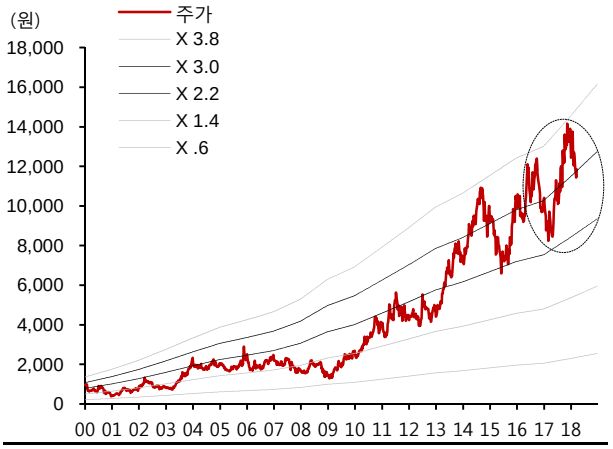
자료: Markline, SK 증권

<그림 3> PER 밴드차트 - 한온시스템



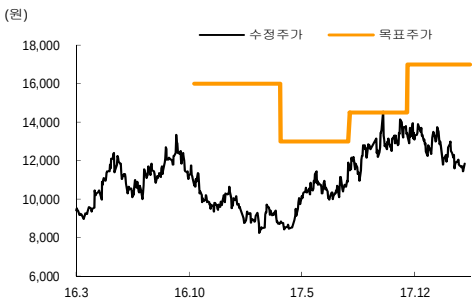
자료: Quantiwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantiwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.03.22	매수	17,000원	6개월		
2017.12.08	매수	17,000원	6개월	-24.94%	-17.94%
2017.08.21	매수	14,500원	6개월	-12.37%	0.34%
2017.07.11	매수	13,000원	6개월	-22.21%	-8.46%
2017.04.12	매수	13,000원	6개월	-23.62%	-11.92%
2016.11.23	매수	16,000원	6개월	-40.14%	-29.06%
2016.10.31	매수	16,000원	6개월	-34.39%	-29.06%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 (2018 년 3 월 22 일 기준)

매수	89.44%	중립	10.56%	매도	0%

Analyst 권순우 soonwoo@sk.com / 02-3773-8882

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	26,688	31,990	33,272
현금및현금성자산	4,471	4,252	9,719	13,898	14,305
매출채권및기타채권	10,388	9,642	9,443	10,113	10,635
재고자산	3,822	4,297	4,208	4,507	4,740
비유동자산	14,658	17,088	15,941	14,620	13,876
장기금융자산	14	37	92	92	92
유형자산	10,927	11,781	9,825	7,861	6,290
무형자산	2,074	3,503	4,197	4,650	5,029
자산총계	34,594	38,597	42,629	46,610	47,148
유동부채	14,309	14,634	12,439	13,716	13,822
단기금융부채	3,412	3,171	1,207	1,707	1,207
매입채무 및 기타채무	8,322	8,650	8,471	9,072	9,541
단기충당부채	24	51	50	53	56
비유동부채	2,290	5,114	9,205	9,585	8,621
장기금융부채	692	3,597	7,514	8,014	7,014
장기매입채무 및 기타채무	142	152	152	152	152
장기충당부채	417	526	525	572	603
부채총계	16,599	19,748	21,644	23,301	22,443
지배주주지분	17,447	18,276	20,420	22,640	23,916
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-231	-231	-231	-231
기타자본구성요소	0	0	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	18,296	19,366	21,050	22,816	23,638
비지배주주지분	547	573	565	670	789
자본총계	17,994	18,849	20,985	23,309	24,705
부채와자본총계	34,594	38,597	42,629	46,610	47,148

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	55,857	59,819	62,909
매출원가	46,970	48,048	46,394	49,765	52,273
매출총이익	8,611	8,989	9,462	10,054	10,637
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	16.9	16.8	16.9
판매비와관리비	5,015	4,763	4,778	5,057	5,385
영업이익	3,596	4,225	4,684	4,997	5,252
영업이익률 (%)	6.5	7.4	8.4	8.4	8.4
비영업손익	-139	-69	-469	-189	-106
순금융비용	62	153	125	97	103
외환관련손익	-106	-31	-43	-49	-51
관계기업투자등 관련손익	126	90	85	91	189
세전계속사업이익	3,457	4,157	4,215	4,808	5,146
세전계속사업이익률 (%)	6.2	7.3	7.6	8.0	8.2
계속사업법인세	1,023	1,119	1,231	1,298	1,364
계속사업이익	2,434	3,038	2,984	3,510	3,782
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,434	3,038	2,984	3,510	3,782
순이익률 (%)	4.4	5.3	5.3	5.9	6.0
지배주주	2,305	2,921	2,886	3,394	3,652
지배주주귀속 순이익률(%)	4.15	5.12	5.17	5.67	5.8
비지배주주	129	116	98	116	130
총포괄이익	2,428	2,771	3,427	3,952	4,225
지배주주	2,297	2,665	3,339	3,847	4,105
비지배주주	131	106	87	105	119
EBITDA	5,334	6,087	6,769	7,359	7,295

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,503	3,968	5,792	5,756	5,690
당기순이익(손실)	2,434	3,038	2,984	3,510	3,782
비현금성항목등	3,478	4,030	4,065	3,849	3,513
유형자산감가상각비	1,698	1,758	1,855	1,964	1,571
무형자산상각비	41	104	230	398	472
기타	715	1,062	793	134	141
운전자본감소(증가)	-596	-2,049	-29	-305	-242
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	587	596	-670	-522
재고자산감소(증가)	-296	-689	149	-299	-233
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-55	-1,051	601	469
기타	-121	-1,892	277	63	45
법인세납부	-812	-1,051	-1,228	-1,298	-1,364
투자활동현금흐름	-2,452	-4,399	-867	-759	-754
금융자산감소(증가)	-40	-124	15	0	0
유형자산감소(증가)	-2,153	-2,306	0	0	0
무형자산감소(증가)	-390	-851	-851	-851	-851
기타	131	-1,118	-31	92	97
재무활동현금흐름	-1,253	287	646	-818	-4,529
단기금융부채증가(감소)	-28	-469	-1,917	500	-500
장기금융부채증가(감소)	-11	2,948	3,928	500	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,628	-2,829
기타	-135	-159	-142	-190	-200
현금의 증가(감소)	658	-220	5,467	4,179	407
기초현금	3,813	4,471	4,252	9,719	13,898
기말현금	4,471	4,252	9,719	13,898	14,305
FCF	2,267	1,305	4,646	4,854	4,810

자료 : 한온시스템, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.9	2.6	-2.1	7.1	5.2
영업이익	-2.9	17.5	10.9	6.7	5.1
세전계속사업이익	-6.8	20.2	1.4	14.1	7.0
EBITDA	-0.4	14.1	11.2	8.7	-0.9
EPS(계속사업)	-16.3	26.7	-1.2	17.6	7.6
수익성 (%)					
ROE	13.7	16.4	14.9	15.8	15.7
ROA	7.3	8.3	7.4	7.9	8.1
EBITDA마진	9.6	10.7	12.1	12.3	11.6
안정성 (%)					
유동비율	139.3	147.0	214.6	233.2	240.7
부채비율	92.3	104.8	103.1	100.0	90.8
순차입금/자기자본	-2.8	12.3	-5.9	-19.0	-25.6
EBITDA/이자비용(배)	39.6	29.2	33.7	38.8	36.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	432	547	541	636	684
BPS	3,268	3,424	3,825	4,241	4,480
CFPS	758	896	931	1,078	1,067
주당 현금배당금	970	225	305	305	305
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	24.4	26.9	21.6	20.1
PER(최저)	15.3	16.4	15.3	18.0	16.7
PBR(최고)	3.2	3.9	3.8	3.2	3.1
PBR(최저)	2.0	2.6	2.2	2.7	2.6
PCR	13.7	11.5	14.9	11.0	11.1
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.3	11.5	9.6	9.4
EV/EBITDA(최저)	6.8	8.5	6.5	7.9	7.7