

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

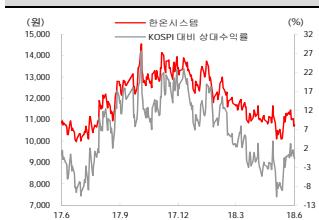
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	57,384 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(18/06/20)	10,750 원
KOSPI	2363.91 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	14,550 원
52주 최저가	9,970 원
60일 평균 거래대금	106 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-0.1%
6개월	-20.1%	-16.4%
12개월	-0.9%	-0.7%

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

상반기보다는 하반기에 집중

18년 2분기 실적은 매출액 1조 3,948 억원(YoY +1.6%), 영업이익 983 억원(YoY -4.3%, OPM 7.0%) 전망. 1)주요 고객사 출시일정 변경과 2)더딘 판매회복, 3)납품단가 이슈와 4)부정적인 환율이 주요인. 하지만 하반기 기준 및 신규 고객사의 물량 확대가 예상됨에 따라 상반기 부진을 만회하는 실적개선 예상. 하반기 완성차업체의 친환경부품 공급계약이 수주로 연결될 가능성이 있는데 이는 valuation 상승요인

2Q18 Preview - 예상보다 더딘 중국의 회복

18년 2분기 실적은 매출액 1조 3,948 억원(YoY +1.6%), 영업이익 983 억원(YoY -4.3%, OPM 7.0%), 당기순이익 686 억원(YoY -1.1%, NIM 4.9%)으로 전망한다. 지역별로 보면 유럽의 안정적인 실적은 지속되었지만, 1)중국과 미국에서 주요 고객사의 신차 및 부분변경 출시일정 변경과 2)예상보다 더딘 판매회복, 3)모델 노후화에 따른 납품단가 이슈와 4)전년 동기 대비 불리한 환율이 부정적으로 작용하며 시장기대치를 하회할 것으로 예상한다. 단, 직전 분기 부진했던 신규수주가 2분기중 새로운 차종과 고객을 중심으로 진행되었을 것으로 보이는데 이는 매출처 다각화라는 측면에서 더 긍정적이다.

상반기보다는 하반기에 집중. 기존 중장기 투자포인트는 계속

하반기에는 기존 고객사의 신규차량 출시에 따른 물량확대와 납품가격 재조정뿐 아니라, 신규 고객사의 차량 출시와 중국 Joint-Venture 법인의 생산확대가 예정되어 있다. 이를 통해 상반기 부진을 만회하는 실적개선이 예상되며 연간 가이던스 달성을 가능할 것으로 전망한다. 또한 각 국가의 연비 및 환경규제 강화와 유럽 완성차의 디젤게이트 이슈와 함께 친환경차 공급능력 확대가 본격화되고 있다는 점도 중요하다. 하반기에도 업체별로 대규모 친환경 부품공급계약이 예정되어 있는데 동사의 기술력과 생산능력, 가격 경쟁력을 감안하면, 신규수주(Re-win/New-win)의 증가로 연결될 가능성이 높다. 이는 2017년처럼 valuation 상승요인으로 작용할 것이다. 친환경차 매출 확대와 고객 다변화라는 기존 중장기 투자포인트에 큰 변화는 없고, 기존/신규 고객의 생산이 본격화되는 하반기부터 실적개선도 예상되어 투자의견 매수, 목표주가 17,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

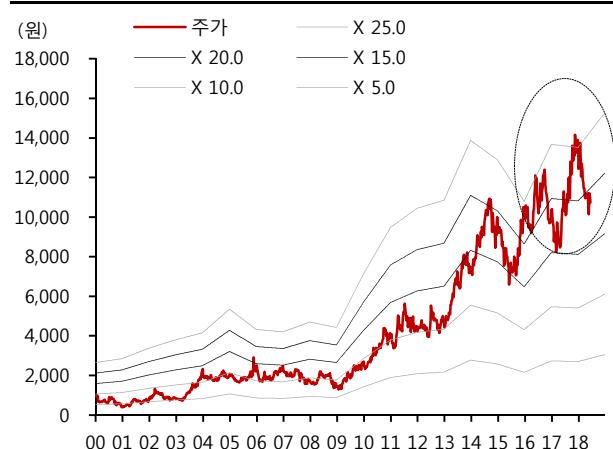
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	55,581	57,037	55,857	57,109	60,013	62,498
yoY	%	1.9	2.6	-2.1	22	5.1	4.1
영업이익	억원	3,596	4,225	4,684	4,772	5,117	5,343
yoY	%	-2.9	17.5	10.9	1.9	7.2	4.4
EBITDA	억원	5,334	6,087	6,699	7,222	8,114	7,930
세전이익	억원	3,457	4,157	4,215	4,479	4,908	5,125
순이익(지배주주)	억원	2,305	2,921	2,886	3,163	3,488	3,669
영업이익률%	%	6.5	7.4	8.4	8.4	8.5	8.6
EBITDA%	%	9.6	10.7	12.0	12.7	13.5	12.7
순이익률	%	4.4	5.3	5.3	5.7	6.0	6.1
EPS	원	432	547	541	593	653	687
PER	배	24.0	18.8	25.7	18.1	16.5	15.6
PBR	배	3.2	3.0	3.8	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	배	10.5	9.6	11.5	8.1	6.9	6.8
ROE	%	13.7	16.4	15.2	15.2	15.5	15.6
순차입금	억원	494	2,313	1,320	-250	-3,152	-5,435
부채비율	%	92.3	104.8	102.8	107.9	98.8	97.1

<표 1> 한온시스템 2018년 2분기 실적 Preview

	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	13,733	13,389	14,245	13,869	13,948	1.6%	0.6%
아시아	9,579	9,724	9,786	9,168	9,772	2.0%	6.6%
미주	2,875	2,637	2,516	2,640	2,892	0.6%	9.6%
유럽	6,295	6,164	6,890	7,158	6,326	0.5%	-11.6%
연결조정	-5,016	-5,136	-4,947	-5,097	-5,043	0.5%	-1.1%
매출원가	11,567	11,219	11,509	11,755	11,772	1.8%	0.1%
%	84.2	83.8	80.8	84.8	84.4	0.2%p	-0.4%p
판관비	1,139	1,164	1,357	1,162	1,193	4.7%	2.7%
%	8.3	8.7	9.5	8.4	8.6	0.3%p	0.2%p
영업이익	1,027	1,007	1,379	952	983	-4.3%	3.2%
%	7.5	7.5	9.7	6.9	7.0	-0.4%p	0.2%p
세전이익	984	1,012	1,187	901	939	-4.6%	4.3%
%	7.2	7.6	8.3	6.5	6.7	-0.4%p	0.2%p
법인세	291	250	400	245	254	-12.8%	3.7%
%	29.6	24.7	33.7	27.2	27.0	-2.6%p	-0.2%p
당기순이익	693	762	787	656	686	-1.1%	4.5%
%	5.0	5.7	5.5	4.7	4.9	-0.1%p	0.2%p
지배주주	672	733	767	633	669	-0.4%	5.6%
%	4.9	5.5	5.4	4.6	4.8	-0.1%p	0.2%p

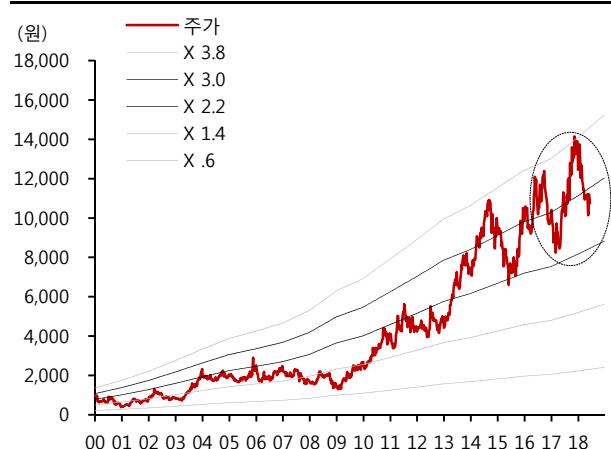
자료: 한온시스템, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 – 한온시스템

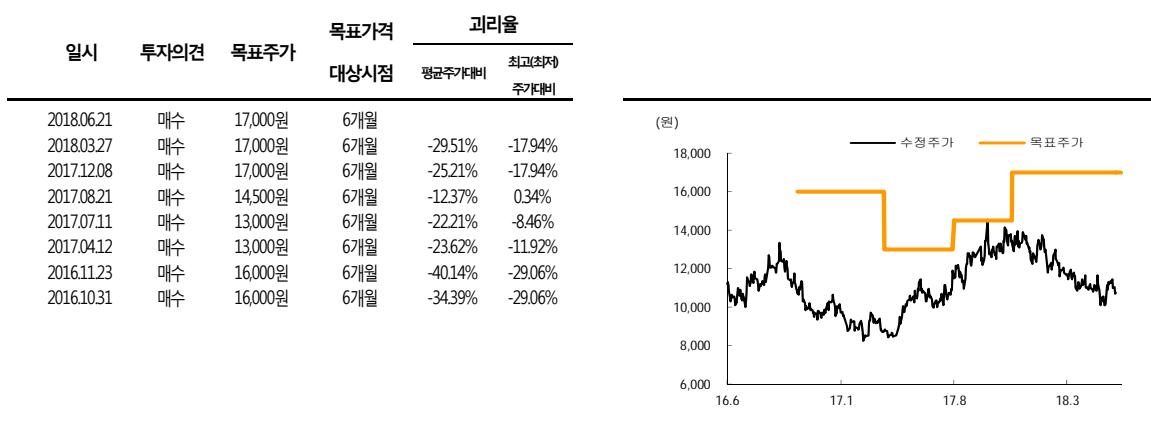


자료: Quantwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 – 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(권순우)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 6월 21일 기준)

매수	91.85%	중립	8.15%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	21,510	22,413	27,450	29,687	32,685
현금및현금성자산	4,252	5,673	10,362	11,765	14,048
매출채권및기타채권	9,642	9,359	9,569	10,055	10,472
재고자산	4,297	4,686	4,792	5,035	5,244
비유동자산	17,088	18,783	19,802	18,041	16,697
장기금융자산	37	239	115	115	115
유형자산	11,781	12,620	12,947	10,427	8,398
무형자산	3,503	4,377	5,099	5,670	6,161
자산총계	38,597	41,196	47,252	47,728	49,382
유동부채	14,634	12,995	16,170	16,274	16,791
단기금융부채	3,171	1,380	4,295	3,795	3,795
매입채무 및 기타채무	8,650	9,069	9,273	9,744	10,148
단기충당부채	51	94	96	101	106
비유동부채	5,114	7,886	8,357	7,446	7,541
장기금융부채	3,597	6,223	6,415	5,415	5,415
장기매입채무 및 기타채무	152	155	155	155	155
장기충당부채	526	490	528	558	583
부채총계	19,748	20,881	24,528	23,720	24,331
지배주주지분	18,276	19,787	21,902	23,055	23,961
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-231	-231	-231
기타자본구성요소	0	0	13	13	13
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	19,366	20,738	22,613	23,539	24,219
비자주주지분	573	528	822	954	1,090
자본총계	18,849	20,314	22,725	24,009	25,051
부채와자본총계	38,597	41,196	47,252	47,728	49,382

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,968	5,718	6,282	6,609	6,421
당기순이익(순실)	3,038	2,984	3,268	3,607	3,792
비현금성항목등	4,030	4,158	4,101	4,507	4,137
유형자산감가상각비	1,758	1,806	2,087	2,520	2,029
무형자산상각비	104	209	363	478	557
기타	1,062	810	406	245	256
운전자본감소(증가)	-2,049	-314	-162	-204	-176
매출채권및기타채권의 감소증가)	587	-237	480	-487	-416
재고자산감소(증가)	-689	-563	-44	-244	-208
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-55	769	-974	471	403
기타	-1,892	-282	377	54	46
법인세납부	-1,051	-1,110	-926	-1,301	-1,332
투자활동현금흐름	-4,399	-3,354	-1,965	-960	-957
금융자산감소(증가)	-124	39	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-2,306	-2,927	-982	0	0
무형자산감소(증가)	-851	-1,049	-1,049	-1,049	-1,049
기타	-1,118	584	67	89	92
재무활동현금흐름	287	-725	299	-4,247	-3,181
단기금융부채증가(감소)	-469	-1,712	979	-500	0
장기금융부채증가(감소)	2,948	2,865	341	-1,000	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,033	-1,715	-2,482	-2,562	-2,989
기타	-159	-162	-167	-184	-192
현금의 증가(감소)	-220	1,421	4,690	1,402	2,283
기초현금	4,471	4,252	5,673	10,362	11,765
기말현금	4,252	5,673	10,362	11,765	14,048
FCF	1,305	1,850	3,836	5,505	5,316

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	57,037	55,857	57,109	60,013	62,498
매출원가	48,048	46,394	47,571	49,926	51,929
매출총이익	8,989	9,462	9,538	10,087	10,569
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	16.7	16.8	16.9
판매비와관리비	4,763	4,778	4,766	4,970	5,226
영업이익	4,225	4,684	4,772	5,117	5,343
영업이익률 (%)	7.4	8.4	8.4	8.5	8.6
비영업손익	-69	-469	-293	-209	-218
순금융비용	153	111	104	96	100
외환관련손익	-31	-265	26	-48	-50
관계기업투자등 관련손익	90	85	80	180	187
세전계속사업이익	4,157	4,215	4,479	4,908	5,125
세전계속사업이익률 (%)	7.3	7.6	7.8	8.2	8.2
계속사업법인세	1,119	1,231	1,211	1,301	1,332
계속사업이익	3,038	2,984	3,268	3,607	3,792
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	3,268	3,607	3,792
순이익률 (%)	5.3	5.3	5.7	6.0	6.1
지배주주	2,921	2,886	3,163	3,488	3,669
지배주주구속 순이익률(%)	5.12	5.17	5.54	5.81	5.87
비지배주주	116	98	105	119	123
총포괄이익	2,771	3,173	3,507	3,847	4,032
지배주주	2,665	3,106	3,390	3,715	3,896
비지배주주	106	68	117	132	136
EBITDA	6,087	6,699	7,222	8,114	7,930

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.6	-2.1	2.2	5.1	4.1
영업이익	17.5	10.9	1.9	7.2	4.4
세전계속사업이익	20.2	1.4	6.3	9.6	4.4
EBITDA	14.1	10.1	7.8	12.4	-2.3
EPS(계속사업)	26.7	-1.2	9.6	10.3	5.2
수익성 (%)					
ROE	164	152	15.2	15.5	15.6
ROA	8.3	7.5	7.4	7.6	7.8
EBITDA/마진	10.7	12.0	12.7	13.5	12.7
안정성 (%)					
유동비율	147.0	172.5	169.8	182.4	194.7
부채비율	104.8	102.8	107.9	98.8	97.1
순자본/자기자본	12.3	6.5	-1.1	-13.1	-21.7
EBITDA/이자비용(배)	29.2	33.9	40.0	44.0	41.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	547	541	593	653	687
BPS	3,424	3,707	4,103	4,319	4,489
CFPS	896	918	1,052	1,215	1,172
주당 현금배당금	225	305	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.4	26.9	23.2	21.0	20.0
PER(최저)	16.4	15.3	17.0	15.5	14.7
PBR(최고)	3.9	3.9	3.4	3.2	3.1
PBR(최저)	2.6	2.2	2.5	2.3	2.3
PCR	11.5	15.1	10.2	8.9	9.2
EV/EBITDA(최고)	12.3	12.0	10.4	8.9	8.8
EV/EBITDA(최저)	8.5	7.0	7.7	6.5	6.4