

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

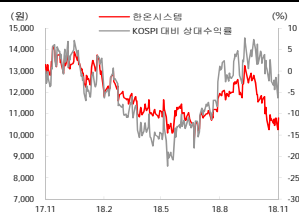
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	57,650 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스유	69.98%
한화(외1)	
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	19.00%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(18/11/13)	10,800 원
KOSPI	2071.23 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	14,150 원
52주 최저가	9,760 원
60일 평균 거래대금	131 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-2.4%
6개월	-3.1%	15.9%
12개월	-18.8%	-0.8%

한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 14,000 원(하향))

3Q18 Review - 시너지가 발휘되기까지 예상되는 험난한 업황

18 년 3 분기 실적 매출액 1 조 4,198 억원(YoY +6.0%), 영업이익 820 억원(YoY -18.6%, OPM 5.8%), 당기순이익 554 억원(YoY -27.3%, NIM 3.9%) 기록. 영업이익은 물량감소에 따른 고정비 부담과 감가상각비 증가로 시장기대치 하회. 친환경부품과 고객다변화라는 기존 투자포인트 지속. 다만 FP&C 사업부 인수 이후 시너지가 발휘되기까지 자동차산업 업황은 비우호적. 투자의견 매수, 목표주가 14,000 원으로 하향

3Q18 Review - 주요 고객사 물량감소에 따른 고정비 부담

18 년 3 분기 실적은 매출액 1 조 4,198 억원(YoY +6.0%), 영업이익 820 억원(YoY -18.6%, OPM 5.8%), 당기순이익 554 억원(YoY -27.3%, NIM 3.9%)을 기록했다. 미국에서 진행된 테슬라의 Model 양산확대와 현대차 싼타페 투입효과 등은 긍정적이었으나 주요 고객사의 중국 부진과 WLTP 실행에 따른 유럽 물량 감소, 인도 환율 약세와 태국 생산 감소의 영향으로 제한적인 매출 성장을 기록하였다. 고객사별로 현대차그룹과 테슬라, 기타고객의 비중이 증가한 반면, Ford 와 VW 의 비중은 축소되었다. 영업이익은 1)중국공장의 낮은 가동률과 2)유럽물량 감소로 인한 고정비 부담, 3)투자에 따른 감가상각비 증가가 크게 반영되며 시장기대치를 하회하였다. 부진한 3 분기 실적을 반영하여 2018 년 연간가이던스는 영업이익은 4,800 억원에서 4,300~4,400 억원으로, EBITDA 는 7,500 억원에서 7,000~7,100 억원으로 낮아졌다. 단 수주측면에서 신규수주는 소폭 감소하였으나 신규고객과 친환경 중심으로 진행되었고, 4 분기 Re-win 기준으로 수주가 진행됨에 따라 연간 수주목표 달성은 가능할 전망이다.

인수 이후 시너지가 발휘되기까지 예상되는 험난한 업황

친환경부품 매출 확대와 고객다변화라는 기존 중장기 투자포인트에 큰 변화는 없고, 19 년 2 분기부터 마그나의 FP&C 사업부의 실적이 반영된다는 점도 긍정적인 요인이다. 하지만 1)인수 이후 시너지가 발휘되기까지 시간이 필요하다는 점, 업황 측면에서 2)주요 고객사의 중국과 유럽에서의 부진이 지속될 가능성 3)내년도 개별소비세 인하 종료에 따른 국내공장 가동 부담, 4)완성차그룹의 지속되는 수익성 악화 등은 부담요인이다. 투자의견 매수를 유지하지만, 목표주가는 자동차섹터의 업황과 추정치 하향을 반영하여 기존 17,000 원에서 14,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

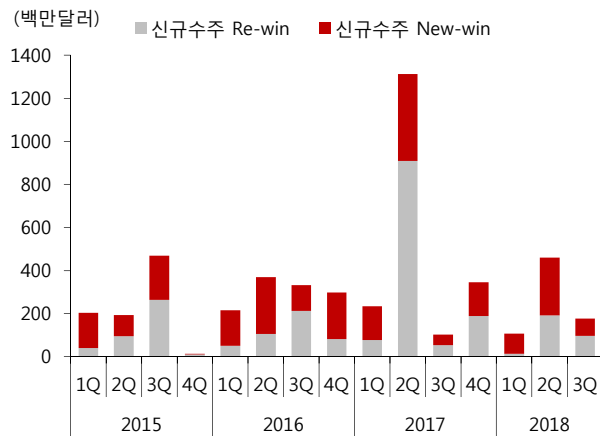
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	55,581	57,037	55,857	58,604	61,163	63,556
yoy	%	1.9	2.6	-2.1	4.9	4.4	3.9
영업이익	억원	3,596	4,225	4,684	4,085	4,530	4,712
yoy	%	-2.9	17.5	10.9	-12.8	10.9	4.0
EBITDA	억원	5,334	6,087	6,699	7,206	8,799	9,004
세전이익	억원	3,457	4,157	4,215	3,721	4,195	4,427
순이익(지배주주)	억원	2,305	2,921	2,886	2,646	2,979	3,165
영업이익률%	%	6.5	7.4	8.4	7.0	7.4	7.4
EBITDA%	%	9.6	10.7	12.0	12.3	14.4	14.2
순이익률	%	4.4	5.3	5.3	4.7	5.0	5.2
EPS	원	432	547	541	496	558	593
PER	배	24.0	18.8	25.7	21.8	19.4	18.2
PBR	배	3.2	3.0	3.8	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	배	10.5	9.6	11.5	8.8	7.1	6.9
ROE	%	13.7	16.4	15.2	13.0	13.9	14.5
순차입금	억원	-494	2,313	1,320	4,209	3,427	2,480
부채비율	%	92.3	104.8	102.8	113.1	110.9	111.9

<표 1> 한온시스템 2018년 3분기 실적 Review

	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	YoY	QoQ
매출액	13,389	14,245	13,869	15,184	14,198	6.0%	-6.5%
아시아	9,724	9,786	9,168	10,480	10,033	3.2%	-4.3%
미주	2,637	2,516	2,640	2,767	2,927	11.0%	5.8%
유럽	6,164	6,890	7,158	7,563	6,238	1.2%	-17.5%
연결조정	-5,136	-4,947	-5,097	-5,626	-5,000	-2.6%	-11.1%
매출원가	11,219	11,509	11,755	12,973	12,218	8.9%	-5.8%
%	83.8	80.8	84.8	85.4	86.1	2.3%p	0.6%p
판매비	1,164	1,357	1,162	1,202	1,160	-0.3%	-3.5%
%	8.7	9.5	8.4	7.9	8.2	-0.5%p	0.3%p
영업이익	1,007	1,379	952	1,008	820	-18.6%	-18.7%
%	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	-1.7%p	-0.9%p
세전이익	1,012	1,187	901	974	748	-26.0%	-23.1%
%	7.6	8.3	6.5	6.4	5.3	-2.3%p	-1.1%p
법인세	250	400	245	246	194	-22.1%	-20.8%
%	24.7	33.7	27.2	25.2	26.0	1.3%p	0.8%p
당기순이익	762	787	656	728	554	-27.3%	-23.9%
%	5.7	5.5	4.7	4.8	3.9	-1.8%p	-0.9%p
지배주주	733	767	633	703	536	-26.9%	-23.8%
%	5.5	5.4	4.6	4.6	3.8	-1.7%p	-0.9%p

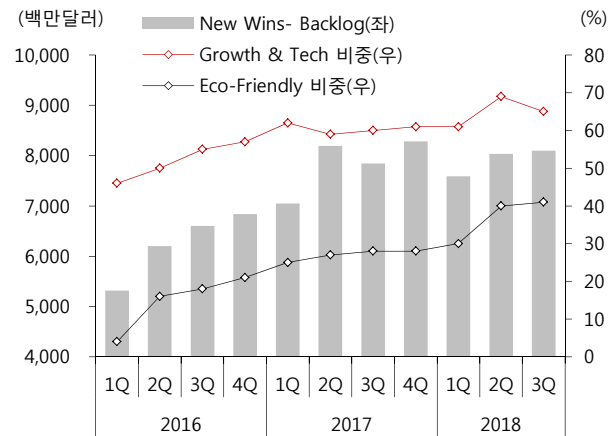
자료: 한온시스템, SK 증권 주: 지역별 매출액은 SK 증권 추정

<그림 1> 신규수주 추이



자료: 한온시스템, SK 증권

<그림 2> New win 기준 Backlog 추이



자료: 한온시스템, SK 증권

<표 2> 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(F)	2017	2018(F)	YoY
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	15,184	14,198	15,353	55,857	58,604	4.9%
아시아	10,132	9,579	9,724	9,786	9,168	10,480	10,033	10,557	39,220	40,238	2.6%
미주	2,786	2,875	2,637	2,516	2,640	2,767	2,927	2,894	10,815	11,228	3.8%
유럽	6,706	6,295	6,164	6,890	7,158	7,563	6,238	7,234	26,055	28,193	8.2%
연결조정	-5,134	-5,016	-5,136	-4,947	-5,097	-5,626	-5,000	-5,332	-20,233	-21,055	4.1%
매출원가	12,100	11,567	11,219	11,509	11,755	12,973	12,218	12,743	46,394	49,689	7.1%
%	83.5	84.2	83.8	80.8	84.8	85.4	86.1	83.0	83.1	84.8	1.7%p
판매비	1,118.1	1,139.1	1,164	1,357	1,161.9	1,202.3	1,160	1,305	4,778	4,830	1.1%
%	7.7	8.3	8.7	9.5	8.4	7.9	8.2	8.5	8.6	8.2	-0.3%p
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	952	1,008	820	1,305	4,684	4,085	-12.8%
%	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	8.5	8.4	7.0	-1.4%p
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	901	974	748	1,098	4,215	3,721	-11.7%
%	7.1	7.2	7.6	8.3	6.5	6.4	5.3	7.2	7.5	6.3	-1.2%p
법인세	290	291	250	400	245	246	194	296	1,231	981	-20.3%
%	28.1	29.6	24.7	33.7	27.2	25.2	26.0	27.0	29.2	26.4	-2.8%p
당기순이익	742	693	762	787	656	728	554	802	2,984	2,740	-8.2%
%	5.1	5.0	5.7	5.5	4.7	4.8	3.9	5.2	5.3	4.7	-0.7%p
지배주주	714	672	733	767	633	703	536	774	2,886	2,646	-8.3%
%	4.9	4.9	5.5	5.4	4.6	4.6	3.8	5.0	5.2	4.5	-0.7%p

자료: 한온시스템, SK 증권 추정

<표 3> 한온시스템 2019 년 가이드런스

(단위: 십억원)

	2019 년 가이드런스	
	FP&C 제외	FP&C 포함
매출액	6,200	7,500
EBITDA	810	940
%	13.1	12.5
영업이익	480	540
%	7.7	7.2
Capital Spending	400~450	450~500

자료: 한온시스템 SK 증권

주 1: 마그나 FP&C 사업부 포함 실적은 합병 이후부터 고려

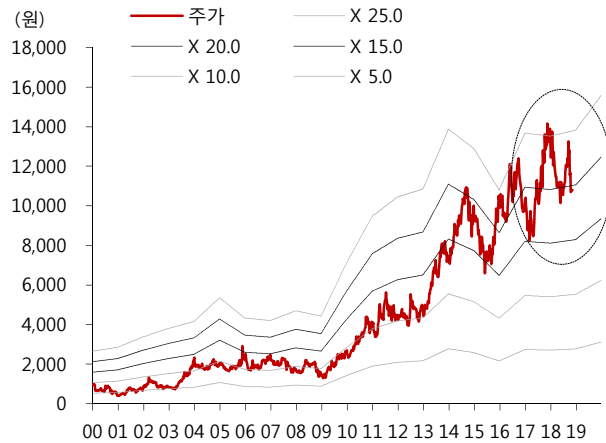
주 2: 합병 시 집행될 수 있는 일회성 비용 등은 가이드런스에 포함

<표 4> 마그나 FP&C 인수 관련 계획

일자	내역
2018.9.20	Announcement of FP&C purchase agreement
2018.10.01	Hanon Systems Corporate Day
18.10~19.2	Issue of Corporate bonds
2018.11.30	Finalize Funding & Hedging for buyout
2018.12.31	Pre-purchase activities (legal, accounting, tax, HR)
2019.1~2	Stock/Asset Transfer
2019.2Q	Consolidation begins between Hanon Systems and FP&C

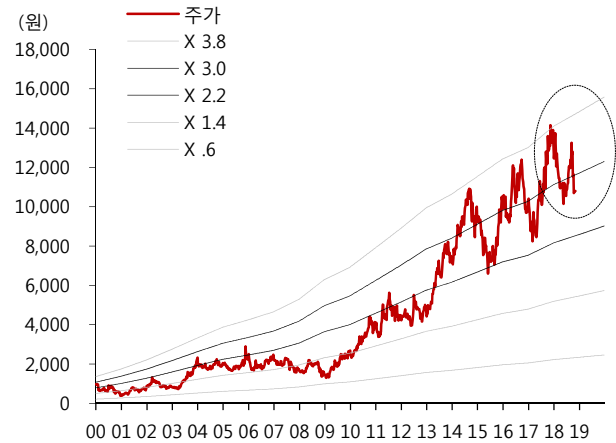
자료: 한온시스템 SK 증권

<그림 3> PER 밴드차트 - 한온시스템



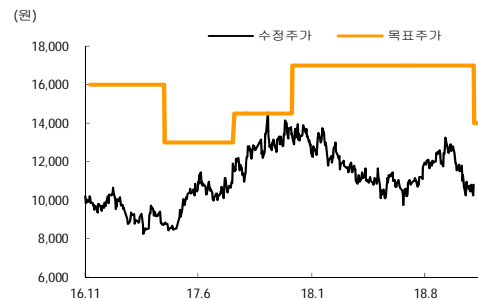
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.14	매수	14,000원	6개월		
2018.10.10	매수	17,000원	6개월	-30.99%	-17.94%
2018.08.13	매수	17,000원	6개월	-30.52%	-17.94%
2018.06.21	매수	17,000원	6개월	-31.06%	-17.94%
2018.03.27	매수	17,000원	6개월	-29.51%	-17.94%
2017.12.08	매수	17,000원	6개월	-25.21%	-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	-41.15%	-33.44%



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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 11 월 14 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	21,510	22,413	24,281	24,909	25,111
현금및현금성자산	4,252	5,673	6,023	6,305	6,752
매출채권및기타채권	9,642	9,359	10,809	10,976	10,452
재고자산	4,297	4,686	4,805	4,893	5,084
비유동자산	17,088	18,783	22,407	23,116	23,569
장기금융자산	37	239	13	13	13
유형자산	11,781	12,620	15,647	15,662	15,432
무형자산	3,503	4,377	5,141	5,706	6,193
자산총계	38,597	41,196	46,688	48,025	48,680
유동부채	14,634	12,995	16,406	16,435	16,430
단기금융부채	3,171	1,380	4,291	3,791	3,291
매입채무 및 기타채무	8,650	9,069	9,445	9,857	10,243
단기충당부채	51	94	99	103	107
비유동부채	5,114	7,886	8,372	8,819	9,280
장기금융부채	3,597	6,223	6,401	6,401	6,401
장기매입채무 및 기타채무	152	155	155	155	155
장기충당부채	526	490	538	562	586
부채총계	19,748	20,881	24,778	25,255	25,710
지배주주지분	18,276	19,787	21,064	21,809	21,887
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-214	-214	-214
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	19,366	20,738	22,084	22,928	23,104
비지배주주지분	573	528	846	961	1,083
자본총계	18,849	20,314	21,910	22,771	22,970
부채외자본총계	38,597	41,196	46,688	48,025	48,680

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,968	5,718	5,993	7,891	8,615
당기순이익(손실)	3,038	2,984	2,740	3,083	3,276
비현금성항목등	4,030	4,158	4,869	5,716	5,728
유형자산감가상각비	1,758	1,806	2,764	3,785	3,729
무형자산감가상각비	104	209	357	483	562
기타	1,062	810	738	271	282
운전자본감소(증가)	-2,049	-314	-785	204	762
매출채권및기타채권의 감소(증가)	587	-237	-772	-166	524
재고자산감소(증가)	-689	-563	-107	-88	-191
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-55	769	-562	412	386
기타	-1,892	-282	656	45	44
법인세납부	-1,051	-1,110	-830	-1,112	-1,151
투자활동현금흐름	-4,399	-3,354	-5,467	-4,757	-4,453
금융자산감소(증가)	-124	39	-52	0	0
유형자산감소(증가)	-2,306	-2,927	-4,460	-3,800	-3,500
무형자산감소(증가)	-851	-1,049	-1,049	-1,049	-1,049
기타	-1,118	584	94	92	96
재무활동현금흐름	287	-725	-181	-2,852	-3,715
단기금융부채증가(감소)	-469	-1,712	977	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	2,948	2,865	258	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,033	-1,715	-2,055	-2,135	-2,989
기타	-159	-162	-135	-217	-225
현금의 증가(감소)	-220	1,421	350	282	447
기초현금	4,471	4,252	5,673	6,023	6,305
기말현금	4,252	5,673	6,023	6,305	6,752
FCF	1,305	1,850	-506	2,953	3,992

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	57,037	55,857	58,604	61,163	63,556
매출원가	48,048	46,394	49,689	51,799	53,761
매출총이익	8,989	9,462	8,914	9,364	9,795
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	15.2	15.3	15.4
판매비와관리비	4,763	4,778	4,830	4,834	5,082
영업이익	4,225	4,684	4,085	4,530	4,712
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.0	7.4	7.4
비영업손익	-69	-469	-364	-336	-286
순금융비용	153	111	147	125	130
외환관련손익	-31	-265	36	-62	-65
관계기업투자등 관련손익	90	85	78	122	191
세전계속사업이익	4,157	4,215	3,721	4,195	4,427
세전계속사업이익률 (%)	7.3	7.6	6.4	6.9	7.0
계속사업법인세	1,119	1,231	981	1,112	1,151
계속사업이익	3,038	2,984	2,740	3,083	3,276
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	2,740	3,083	3,276
순이익률 (%)	5.3	5.3	4.7	5.0	5.2
지배주주	2,921	2,886	2,646	2,979	3,165
지배주주귀속 순이익률(%)	5.12	5.17	4.51	4.87	4.98
비지배주주	116	98	94	104	111
총포괄이익	2,771	3,173	2,653	2,996	3,189
지배주주	2,665	3,106	2,547	2,881	3,067
비지배주주	106	68	105	115	122
EBITDA	6,087	6,699	7,206	8,799	9,004

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	26	-2.1	4.9	4.4	3.9
영업이익	175	109	-12.8	10.9	4.0
세전계속사업이익	202	1.4	-11.7	12.7	5.5
EBITDA	14.1	10.1	7.6	22.1	2.3
EPS(계속사업)	26.7	-1.2	-8.3	12.6	6.2
수익성 (%)					
ROE	16.4	15.2	13.0	13.9	14.5
ROA	8.3	7.5	6.2	6.5	6.8
EBITDA마진	10.7	12.0	12.3	14.4	14.2
안정성 (%)					
유동비율	147.0	172.5	148.0	151.6	152.8
부채비율	104.8	102.8	113.1	110.9	111.9
순차입금/자기자본	12.3	6.5	19.2	15.1	10.8
EBITDA/이자비용(배)	29.2	33.9	33.7	40.6	39.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	547	541	496	558	593
BPS	3,424	3,707	3,946	4,086	4,100
CFPS	896	918	1,080	1,358	1,397
주당 현금배당금	225	305	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.4	26.9	27.7	24.6	23.2
PER(최저)	16.4	15.3	19.7	17.5	16.5
PBR(최고)	3.9	3.9	3.5	3.4	3.4
PBR(최저)	2.6	2.2	2.5	2.4	2.4
PCR	11.5	15.1	10.0	8.0	7.7
EV/EBITDA(최고)	12.3	12.0	11.0	8.9	8.6
EV/EBITDA(최저)	8.5	7.0	8.0	6.5	6.3