

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	59,786 억원
주요주주	
한애코오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	18.90%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/07/10)	11,200 원
KOSPI	2052.03 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	13,250 원
52주 최저가	9,760 원
60일 평균 거래대금	85 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.0%	-2.1%
6개월	1.4%	2.0%
12개월	5.7%	17.7%

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

본격화되는 전기차 확대와 합병 시너지

19년 2 분기 실적 매출액 1 조 9,487 억원(YoY +28.3%), 영업이익 1,225 억원(YoY +21.5%, OPM 6.3%), 당기순이익 885 억원(YoY +21.6%, NIM 4.5%) 전망. 마그나 사업부 합병 실적이 2 분기부터 반영, 일부 계정을 제외하면 일회성 비용은 제한적으로 예상. 수요부진에 대한 우려가 있으나 하반기 기저가 낮다는 점, 그리고 본격화되는 전기차 확대와 합병 시너지에 초점을 맞출 필요. 투자의견 매수, 목표주가 14,000 원 유지

2Q19 Preview - 합병 효과의 반영

19년 2 분기 실적은 매출액 1 조 9,487 억원(YoY +28.3%), 영업이익 1,225 억원(YoY +21.5%, OPM 6.3%), 당기순이익 885 억원(YoY +21.6%, NIM 4.5%)으로 전망한다. 마그나 사업부 합병이 완료되며, 2 분기부터 실적에 반영되었다. 지역별로는 미국에서는 현대차그룹 물량 증가, 내수에서의 차량 고급화 및 친환경차 확대 등이 긍정적이었으나 중국에서 주요 고객사 부진이 영향을 주었다. 합병이 진행됨에 따라 일시적인 비용반영이 예상되었으나 재고자산에 대한 재평가, 감가상각비용 반영 등 일부 계정을 제외하면 일회성 요인은 제한적일 전망이다.

본격화되는 전기차 확대와 합병 시너지

주요 고객사의 중국부진과 유럽수요, 일부지역의 친환경차량에 대한 정책 불확실성이 존재하지만, 하반기 해당 지역의 기저가 낮다는 점과 점차 본격화되는 전기차 확대와 합병 시너지에 초점을 맞출 필요가 있다. Volkswagen의 MEB를 비롯한 주요 고객사로부터의 친환경 매출 확대가 이루어지며 외형성장과 선제적 투자에 따른 이익회수는 지속될 전망이다. 특히 유럽과 중국 중심으로 환경규제가 심화되고, 생산중지와 멸종 부과 등 페널티가 강화됨에 따라 기존 예상치를 상회하는 출하량 증기를 예상한다. 계절적으로 하반기에 전기차 판매가 증가한다는 점도 긍정적인 요인이다. 또한 마그나와의 합병 이후 신규 수주활동에 대해서 기대할 필요가 있다. 부품 내재화와 함께 대응 범위가 확대됨에 따라 기존 및 신규고객의 요구를 충족시키기 용이해졌기 때문이다. 투자의견 매수, 목표주가 14,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

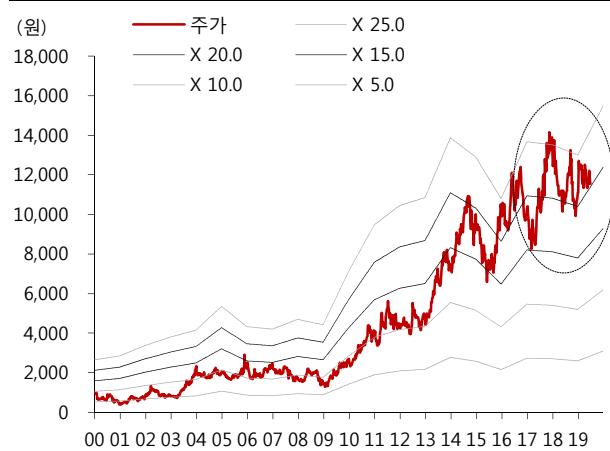
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	57,037	55,857	59,376	72,610	78,298	81,169
yoY	%	2.6	-2.1	6.3	22.3	7.8	3.7
영업이익	억원	4,225	4,684	4,338	5,067	5,821	6,084
yoY	%	17.5	10.9	-7.4	16.8	14.9	4.5
EBITDA	억원	6,087	6,699	6,617	9,604	12,556	12,595
세전이익	억원	4,157	4,215	3,796	4,323	5,112	5,349
순이익(지배주주)	억원	2,921	2,886	2,776	3,171	3,750	3,924
영업이익률%	%	7.4	8.4	7.3	7.0	7.4	7.5
EBITDA%	%	10.7	12.0	11.1	13.2	16.0	15.5
순이익률	%	5.3	5.3	4.8	4.4	4.8	4.9
EPS	원	547	541	520	594	703	735
PER	배	18.8	25.7	20.8	18.9	15.9	15.2
PBR	배	3.0	3.8	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	배	9.6	11.5	9.9	8.2	6.1	5.9
ROE	%	16.4	15.2	13.8	15.0	16.7	16.7
순차입금	억원	2,313	1,320	6,244	17,553	14,534	11,970
부채비율	%	104.8	102.8	151.3	197.7	195.5	187.6

<표 1> 한온시스템 2019년 2분기 실적 Preview

	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	15,184	14,198	16,125	14,291	19,487	28.3%	36.4%
매출원가	12,973	12,215	13,305	12,098	16,630	28.2%	37.5%
%	85.4	86.0	82.5	84.7	85.3	-0.1%p	0.7%p
판관비	1,202	1,164	1,262	1,258	1,631	35.7%	29.7%
%	7.9	8.2	7.8	8.8	8.4	0.5%p	-0.4%p
영업이익	1,008	820	1,558	935	1,225	21.5%	31.1%
%	6.6	5.8	9.7	6.5	6.3	-0.4%p	-0.3%p
세전이익	974	748	1,174	764	1,196	22.9%	56.7%
%	6.4	5.3	7.3	5.3	6.1	-0.3%p	0.8%p
당기순이익	728	554	899	565	885	21.6%	56.7%
%	4.8	3.9	5.6	4.0	4.5	-0.3%p	0.6%p
지배주주	703	532	908	560	878	24.9%	56.7%
%	4.6	3.7	5.6	3.9	4.5	-0.1%p	0.6%p

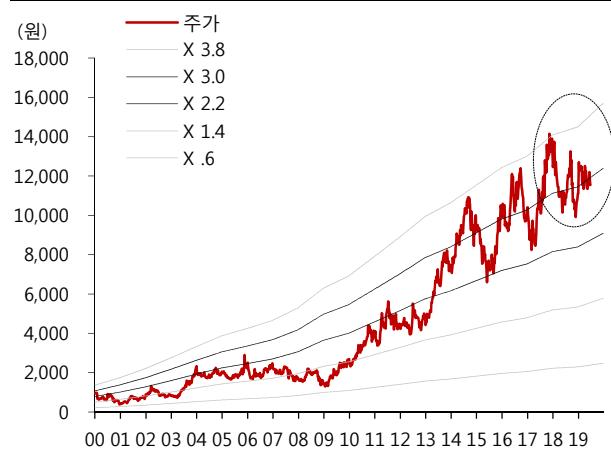
자료: 한온시스템, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 – 한온시스템

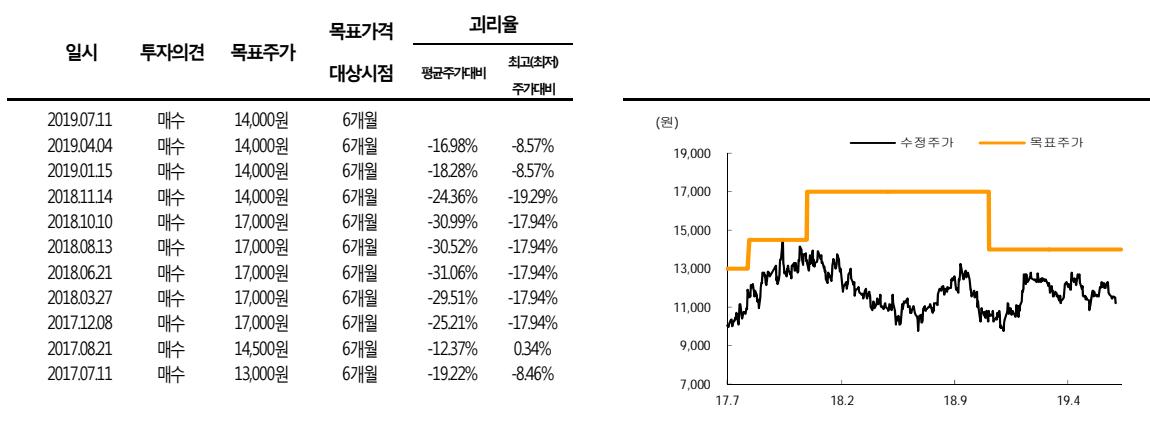


자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> 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 (2019년 7월 11일 기준)

매수	90.98%	증립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	22,413	28,592	30,494	33,922	36,151
현금및현금성자산	5,673	10,178	8,569	11,087	12,652
매출채권및기타채권	9,359	9,904	12,099	12,421	12,876
재고자산	4,686	5,058	5,809	6,107	6,169
비유동자산	18,783	24,966	38,259	37,283	36,568
장기금융자산	239	99	40	40	40
유형자산	12,620	15,515	19,738	19,010	18,426
무형자산	4,377	5,640	13,809	13,243	12,756
자산총계	41,196	53,558	68,753	71,206	72,719
유동부채	12,995	18,671	26,071	26,888	27,053
단기금융부채	1,380	4,923	9,259	8,759	8,259
매입채무 및 기타채무	9,069	10,780	13,183	14,216	14,737
단기충당부채	94	57	69	75	77
비유동부채	7,886	13,570	19,589	20,218	20,384
장기금융부채	6,223	11,867	17,119	17,119	16,619
장기매입채무 및 기타채무	155	132	132	132	132
장기충당부채	490	498	693	712	739
부채총계	20,881	32,241	45,660	47,106	47,437
지배주주지분	19,787	20,367	22,012	22,952	24,066
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-224	-215	-212	-212	-212
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	20,738	21,796	23,280	24,041	24,975
비지배주주지분	528	949	1,081	1,148	1,216
자본총계	20,314	21,317	23,093	24,100	25,282
부채와자본총계	41,196	53,558	68,753	71,206	72,719

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	5,718	4,766	9,024	11,571	11,122
당기순이익(손실)	2,984	2,837	3,199	3,783	3,958
비현금성항목등	4,158	4,689	6,444	8,773	8,637
유형자산감가상각비	1,806	1,941	2,863	4,729	4,584
무형자산상각비	209	338	1,673	2,006	1,927
기타	810	1,311	697	760	788
운전자본감소(증가)	-314	-1,875	897	344	-82
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-237	-820	2,584	-321	-456
재고자산감소(증가)	-563	-446	939	-298	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	769	640	-2,779	1,033	521
기타	-282	-1,249	153	-69	-87
법인세납부	-1,110	-885	-1,516	-1,329	-1,391
투자활동현금흐름	-3,354	-5,688	-17,984	-5,149	-5,138
금융자산감소(증가)	39	-73	-15	0	0
유형자산감소(증가)	-2,927	-4,101	-3,800	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-1,049	-1,440	-1,440	-1,440	-1,440
기타	584	-74	-12,729	291	302
재무활동현금흐름	-725	5,505	7,344	-3,904	-4,419
단기금융부채증가(감소)	-1,712	1,614	5,160	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	2,865	5,354	3,787	0	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,715	-1,725	-2,989	-2,989	-2,989
기타	-162	261	-321	-414	-430
현금의 증가(감소)	1,421	4,505	-1,609	2,518	1,565
기초현금	4,252	5,673	10,178	8,569	11,087
기밀현금	5,673	10,178	8,569	11,087	12,652
FCF	1,850	-1,817	1,879	5,946	5,490

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	55,857	59,376	72,610	78,298	81,169
매출원가	46,394	50,249	61,554	66,106	68,450
매출총이익	9,462	9,127	11,055	12,191	12,720
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	15.2	15.6	15.7
판매비와관리비	4,778	4,789	5,988	6,370	6,635
영업이익	4,684	4,338	5,067	5,821	6,084
영업이익률 (%)	8.4	7.3	7.0	7.4	7.5
비영업손익	-469	-542	-745	-709	-736
순금융비용	111	176	201	123	128
외환관련손익	-265	-3	58	-62	-64
관계기업투자등 관련손익	85	63	128	235	244
세전계속사업이익	4,215	3,796	4,323	5,112	5,349
세전계속사업이익률 (%)	7.6	6.4	6.0	6.5	6.6
계속사업법인세	1,231	959	1,124	1,329	1,391
계속사업이익	2,984	2,837	3,199	3,783	3,958
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	3,199	3,783	3,958
순이익률 (%)	5.3	4.8	4.4	4.8	4.9
지배주주	2,886	2,776	3,171	3,750	3,924
지배주주구속 순이익률(%)	5.17	4.68	4.37	4.79	4.83
비지배주주	98	61	28	33	34
총포괄이익	3,173	2,322	3,412	3,996	4,171
지배주주	3,106	2,278	3,350	3,929	4,103
비지배주주	68	44	61	67	68
EBITDA	6,699	6,617	9,604	12,556	12,595

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-2.1	6.3	22.3	7.8	3.7
영업이익	109	-7.4	16.8	14.9	4.5
세전계속사업이익	14	-9.9	13.9	18.3	4.6
EBITDA	10.1	-12	45.1	30.7	0.3
EPS(계속사업)	-1.2	-3.8	14.2	18.3	4.6
수익성 (%)					
ROE	15.2	13.8	15.0	16.7	16.7
ROA	7.5	6.0	5.2	5.4	5.5
EBITDA마진	12.0	11.1	13.2	16.0	15.5
안정성 (%)					
유동비율	172.5	153.1	117.0	126.2	133.6
부채비율	102.8	151.3	197.7	195.5	187.6
순자기자본비율	6.5	29.3	76.0	60.3	47.4
EBITDA/이자비용(배)	33.9	27.1	24.6	30.3	29.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	541	520	594	703	735
BPS	3,707	3,816	4,124	4,300	4,508
CFPS	918	947	1,444	1,964	1,955
주당 현금배당금	305	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	26.4	21.6	18.2	17.4
PER(최저)	15.3	18.8	17.7	15.0	14.3
PBR(최고)	3.9	3.6	3.1	3.0	2.8
PBR(최저)	2.2	2.6	2.6	2.4	2.3
PCR	15.1	11.4	7.8	5.7	5.7
EV/EBITDA(최고)	12.0	12.3	9.1	6.8	6.5
EV/EBITDA(최저)	7.0	9.1	7.9	5.8	5.6