

SK COMPANY Analysis



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

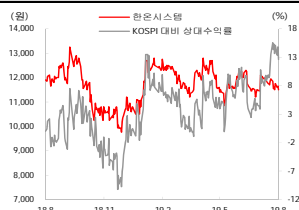
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	62,188 억원
주요주주	
한안코오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	19.00%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/08/13)	11,650 원
KOSPI	1925.83 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	13,250 원
52주 최저가	9,760 원
60일 평균 거래대금	76 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	9.8%
6개월	-8.6%	4.4%
12개월	-2.5%	13.8%

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

친환경 매출과 수주 확대 기대

19년 2분기 실적 매출액 1조 9,041 억원(YoY +25.4%), 영업이익 1,123 억원(YoY +11.4%, OPM 5.9%), 당기순이익 711 억원(YoY -2.4%, NIM 3.7%) 기록. 합병에도 불구하고, 비용반영과 중국부진의 영향이 크게 작용. 합병을 통해 현대차그룹 비중을 낮춤과 동시에 GM, VW, 다임러, FCA 향 매출 증가. 하반기 중국/유럽의 낮은 기저, 규제강화에 따른 친환경차 매출 확대로 실적 개선 예상. EFP 합병에 따른 수주에서의 시너지 기대

2Q19 Review - 합병을 통한 성장 vs 중국부진 영향

19년 2분기 실적은 매출액 1조 9,041 억원(YoY +25.4%), 영업이익 1,123 억원(YoY +11.4%, OPM 5.9%), 당기순이익 711 억원(YoY -2.4%, NIM 3.7%)을 기록했다. EFP 사업부(이전 마그나 FP&C)의 합병에도 불구하고, 기존 한온시스템 기준 부진했던 중국(-38.0%), 유럽(-6.6%)의 영향이 컸다. 금번 분기부터 합병된 EFP를 포함하면 미주(+86%), 유럽(+24%) 중심으로 성장하였다. 합병이전과 비교하여 지역별 매출에서 국내 비중은 33%→28%로 낮아졌고, 미주는 18%→22%로 높아졌다. 특히 고객별 비중에서 기존 대비 현대차그룹은 53% → 42%로 낮아졌고, GM, VW, 다임러, FCA 등의 업체 향 비중이 높아졌다는 점은 긍정적이다. 2분기 실적과 중국수요 부진 등의 요인을 반영하여 2019년 연간가이던스는 매출액 7.5 조에서 7.1 조, 영업이익은 5,400 억원에서 5,000 억원으로, EBITDA는 9,400 억원에서 9,000 억원으로 변경되었다. 단 수주측면에서 신규고객과 친환경 중심으로 신규수주 진행되었고, 하반기 EFP와의 시너지, 주요 고객의 수주일정을 고려하면 목표였던 17억달러를 상회할 가능성이 높다는 판단이다.

하반기 친환경 매출 확대와 합병시너지에 기반한 수주 기대

EFP 사업부 합병에도 불구하고, 중국과 일부 고객 부진 영향으로 2분기 실적은 기대치를 소폭 하회하였다. 하지만 하반기는 1)중국과 유럽에서 기저가 낮다는 점과 2)주요 고객인 현대차그룹과 Ford의 현지전략형 라인업이 강화되고, 3)주요국의 규제 강화에 대응하기 위한 친환경차 매출이 본격화되며 실적도 개선될 전망이다. EFP 합병을 통한 고객다변화 및 수주활동에서의 시너지도 하반기 기대요인이다. 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	70,823	75,808	78,507
yoy	%	2.6	-2.1	6.3	19.3	7.0	3.6
영업이익	억원	4,225	4,684	4,338	4,775	5,129	5,513
yoy	%	17.5	10.9	-7.4	10.1	7.4	7.5
EBITDA	억원	6,087	6,699	6,617	9,311	11,863	12,023
세전이익	억원	4,157	4,215	3,796	3,852	4,271	4,624
순이익(지배주주)	억원	2,921	2,886	2,776	2,884	3,148	3,408
영업이익률%	%	7.4	8.4	7.3	6.7	6.8	7.0
EBITDA%	%	10.7	12.0	11.1	13.2	15.7	15.3
순이익률	%	5.3	5.3	4.8	4.1	4.2	4.4
EPS(계속사업)	원	547	541	520	540	590	638
PER	배	18.8	25.7	20.8	21.3	19.5	18.0
PBR	배	3.0	3.8	2.8	2.8	2.8	2.7
EV/EBITDA	배	9.6	11.5	9.9	8.7	6.6	6.3
ROE	%	16.4	15.2	13.8	13.7	14.4	15.2
순차입금	억원	2,313	1,320	6,244	17,505	14,956	12,783
부채비율	%	104.8	102.8	151.3	199.0	201.8	198.0

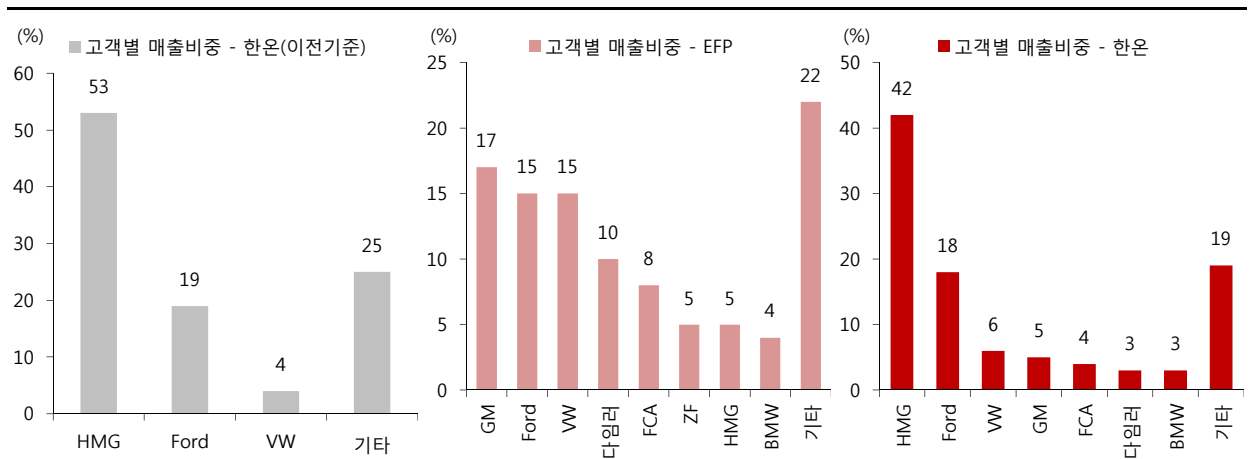
<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q(F)	19.4Q(F)	2018	2019(F)	YoY
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,291	19,041	17,527	19,964	59,376	70,823	19.3%
영업이익	952	1,008	820	1,558	935	1,123	1,264	1,454	4,338	4,775	10.1%
%	6.9	6.6	5.8	9.7	6.5	5.9	7.2	7.3	7.3	6.7	-0.6%p
세전이익	901	974	748	1,174	764	898	1,203	987	3,796	3,852	15%
%	6.5	6.4	5.3	7.3	5.3	4.7	6.9	4.9	6.4	5.4	-1.0%p
당기순이익	656	728	554	899	565	711	891	730	2,837	2,897	21%
%	4.7	4.8	3.9	5.6	4.0	3.7	5.1	3.7	4.8	4.1	-0.7%p
지배주주	633	703	532	908	560	708	887	728	2,776	2,884	3.9%
%	4.6	4.6	3.7	5.6	3.9	3.7	5.1	3.6	4.7	4.1	-0.6%p

(단위: 억원)

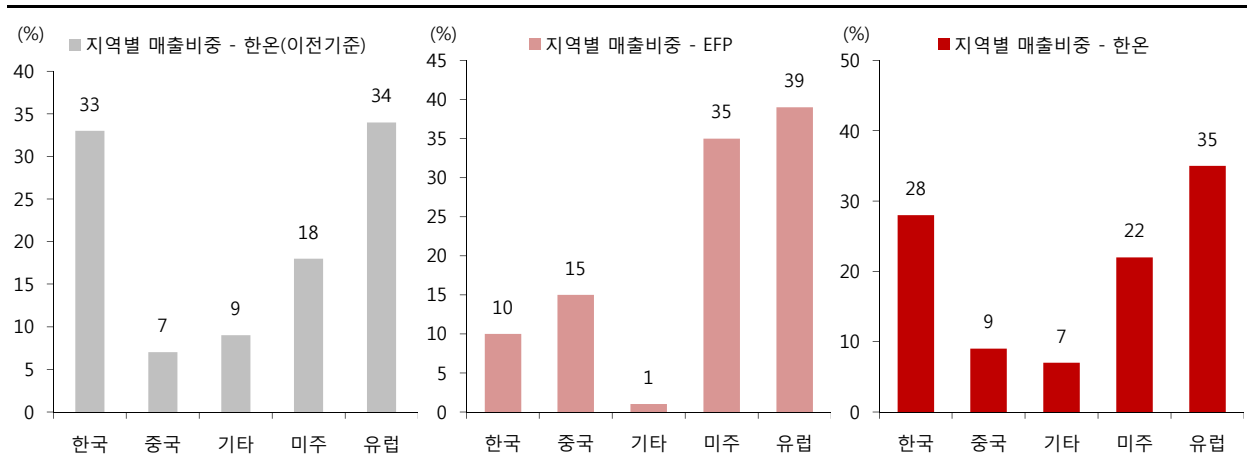
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

<그림 1> 19년 2분기 고객별 매출 비중 - 기존 한온시스템 / EFP 사업(마그나 FP&C) / 합병 한온시스템 순



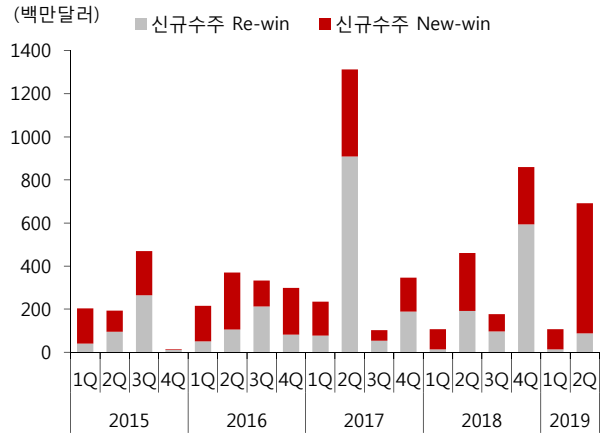
자료: 한온시스템 SK 증권

<그림 2> 19년 2분기 지역별 매출 비중 - 기존 한온시스템 / EFP 사업(마그나 FP&C) / 합병 한온시스템 순



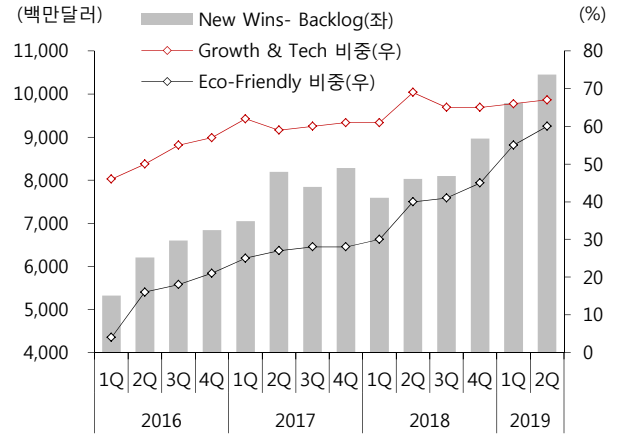
자료: 한온시스템 SK 증권

<그림 3> 신규수주 추이



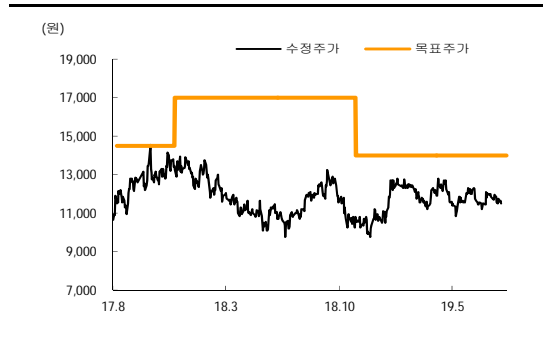
자료 한온시스템 SK 증권

<그림 4> New win 기준 Backlog 추이



자료 한온시스템 SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.08.14	매수	14,000원	6개월		
2019.07.11	매수	14,000원	6개월	-16.86%	-8.57%
2019.04.04	매수	14,000원	6개월	-16.99%	-8.57%
2019.01.15	매수	14,000원	6개월	-18.28%	-8.57%
2018.11.14	매수	14,000원	6개월	-24.36%	-19.29%
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%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 8월 14일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	22,413	28,592	30,009	32,784	34,577
현금및현금성자산	5,673	10,178	8,617	10,665	11,839
매출채권및기타채권	9,359	9,904	11,801	12,026	12,454
재고자산	4,686	5,058	5,666	5,913	5,967
비유동자산	18,783	24,966	38,133	37,149	36,417
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	68,142	69,932	70,993
유동부채	12,995	18,671	25,657	26,311	26,436
단기금융부채	1,380	4,923	9,259	8,759	8,259
매입채무 및 기타채무	9,069	10,780	12,858	13,763	14,253
단기충당부채	94	57	67	72	75
비유동부채	7,886	13,570	19,693	20,446	20,736
장기금융부채	6,223	11,867	17,119	17,119	16,619
장기매입채무 및 기타채무	155	132	132	132	132
장기충당부채	490	498	670	690	715
부채총계	20,881	32,241	45,351	46,757	47,172
지배주주지분	19,787	20,367	21,725	22,063	22,661
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	22,993	23,152	23,571
비지배주주지분	528	949	1,067	1,112	1,160
자본총계	20,314	21,317	22,791	23,176	23,821
부채외자본총계	41,196	53,558	68,142	69,932	70,993

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	5,718	4,766	9,089	11,119	10,749
당기순이익(손실)	2,984	2,837	2,897	3,160	3,422
비현금성항목등	4,158	4,689	6,454	8,703	8,601
유형자산감가상각비	1,806	1,941	2,863	4,729	4,584
무형자산감가상각비	209	338	1,673	2,006	1,927
기타	810	1,311	817	874	905
운전자본감소(증가)	-314	-1,875	1,086	366	-72
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-237	-820	2,882	-224	-428
재고자산감소(증가)	-563	-446	1,082	-247	-54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	769	640	-3,104	905	490
기타	-282	-1,249	226	-68	-80
법인세납부	-1,110	-885	-1,347	-1,110	-1,202
투자활동현금흐름	-3,354	-5,688	-17,919	-5,087	-5,074
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	-12,664	353	366
재무활동현금흐름	-725	5,505	7,262	-3,984	-4,501
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	-404	-495	-512
현금의 증가(감소)	1,421	4,505	-1,561	2,048	1,174
기초현금	4,252	5,673	10,178	8,617	10,665
기말현금	5,673	10,178	8,617	10,665	11,839
FCF	1,850	-1,817	1,909	5,456	5,078

자료: 한은시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	55,857	59,376	70,823	75,808	78,507
매출원가	46,394	50,249	60,218	64,407	66,621
매출총이익	9,462	9,127	10,605	11,401	11,885
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	15.0	15.0	15.1
판매비와관리비	4,778	4,789	5,830	6,272	6,373
영업이익	4,684	4,338	4,775	5,129	5,513
영업이익률 (%)	8.4	7.3	6.7	6.8	7.0
비영업손익	-469	-542	-923	-858	-888
순금융비용	111	176	218	141	146
외환관련손익	-265	-3	49	-71	-73
관계기업투자등 관련손익	85	63	95	227	236
세전계속사업이익	4,215	3,796	3,852	4,271	4,624
세전계속사업이익률 (%)	7.6	6.4	5.4	5.6	5.9
계속사업법인세	1,231	959	955	1,110	1,202
계속사업이익	2,984	2,837	2,897	3,160	3,422
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	2,897	3,160	3,422
순이익률 (%)	5.3	4.8	4.1	4.2	4.4
지배주주	2,886	2,776	2,884	3,148	3,408
지배주주귀속 순이익률(%)	5.17	4.68	4.07	4.15	4.34
비지배주주	98	61	13	12	14
총포괄이익	3,173	2,322	3,110	3,373	3,635
지배주주	3,106	2,278	3,063	3,328	3,587
비지배주주	68	44	47	46	48
EBITDA	6,699	6,617	9,311	11,863	12,023

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-2.1	6.3	19.3	7.0	3.6
영업이익	10.9	-7.4	10.1	7.4	7.5
세전계속사업이익	1.4	-9.9	1.5	10.9	8.3
EBITDA	10.1	-1.2	40.7	27.4	1.4
EPS(계속사업)	-1.2	-3.8	3.9	9.2	8.3
수익성 (%)					
ROE	15.2	13.8	13.7	14.4	15.2
ROA	7.5	6.0	4.8	4.6	4.9
EBITDA마진	12.0	11.1	13.2	15.7	15.3
안정성 (%)					
유동비율	172.5	153.1	117.0	124.6	130.8
부채비율	102.8	151.3	199.0	201.8	198.0
순차입금/자기자본	6.5	29.3	76.8	64.5	53.7
EBITDA/이자비용(배)	33.9	27.1	19.7	24.0	23.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	541	520	540	590	638
BPS	3,707	3,816	4,070	4,133	4,245
CFPS	918	947	1,390	1,851	1,858
주당 현금배당금	305	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	26.4	23.7	21.7	20.1
PER(최저)	15.3	18.8	19.4	17.8	16.5
PBR(최고)	3.9	3.6	3.2	3.1	3.0
PBR(최저)	2.2	2.6	2.6	2.5	2.5
PCR	15.1	11.4	8.3	6.2	6.2
EV/EBITDA(최고)	12.0	12.3	9.4	7.2	6.9
EV/EBITDA(최저)	7.0	9.1	8.1	6.1	5.9