

SK COMPANY Analysis



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

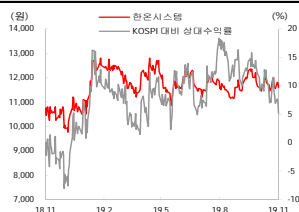
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	61,921 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스(외 1)	69.99%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	19.50%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/11/06)	11,600 원
KOSPI	2144.15 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	12,800 원
52주 최저가	9,760 원
60일 평균 거래대금	69 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	-6.2%
6개월	-5.3%	-3.0%
12개월	7.9%	5.2%

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

3Q19 Review - 점차 중요해질 신규 수주

19년 3분기 실적 매출액 1조 8,598 억원(YoY +31.0%), 영업이익 1,070 억원(YoY +30.5%, OPM 5.8%), 당기순이익 757 억원(YoY +36.7%, NIM 4.1%) 기록. EFP 사업부의 안정적 실적과 유럽/미국 성장에도 불구하고, 중국 부진과 고정비 증가가 이를 상쇄. 친환경 부품 중심의 수주 증가는 긍정적. 19년 4분기부터 매출 본격화 기대. 다만 기존 및 신규업체의 진출은 우려. 경쟁우위를 확인하기 위한 수주활동은 점차 중요해질 전망

3Q19 Review - 고정비 부담

19년 3분기 실적은 매출액 1조 8,598 억원(YoY +31.0%), 영업이익 1,070 억원(YoY +30.5%, OPM 5.8%), 당기순이익 757 억원(YoY +36.7%, NIM 4.1%)을 기록했다. 외형은 우호적인 환율 환경 속에서 기존 한온시스템 기준으로는 유럽(+8.2%), 미주(+7.8%)는 성장하였지만, 국내(-1.0%)와 중국(-21%)은 부진했다. EFP(마그나 FP&C) 사업은 미주와 유럽 중심으로 안정적인 성장과 함께 상대적으로 높은 수익성을 기록하였다. 영업이익은 합병에도 불구하고, 주요 고객사의 물량 감소와 감가상각비의 증가 등으로 시장기대치를 소폭 하회하였다. 신규수주는 금번 분기에도 신규고객과 친환경 중심으로 진행되었고, 주요 고객의 수주일정을 고려하면 목표였던 17 억달러를 상회할 가능성이 높다는 판단이다. New-win 기준 수주에서 친환경 부품비중은 76%까지 높아짐에 따라 향후 외형과 수익성에 기여할 전망이다.

친환경 부품 매출 확대 vs 경쟁심화 가능성

19년 4분기부터 주요 고객사의 신차출시 및 신규공장 가동이 진행되며 다소 정체되었던 외형성장은 재개될 전망이다. 특히 중국과 유럽에서는 기수주되었던 아이템 중에서도 친환경 부품의 탑재가 높아짐에 따라 투자에 뒤따르는 이익회수가 기대된다. 다만 향후 친환경차 판매의 확대가 예상됨에 따라 기존 및 신규업체들의 진출도 점차 늘어나는 모습이다. 기술 및 양산 등 여러 측면에서 경쟁우위를 점하고 있지만, 우려를 해소하기 위해서는 꾸준한 수주 확대가 필요하다는 판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 14,000 원 을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	57,037	55,857	59,376	71,894	77,086	79,842
yoy	%	2.6	-2.1%	6.3%	21.1%	7.2%	3.6%
영업이익	억원	4,225	4,684	4,338	4,542	5,183	5,520
yoy	%	17.5	10.9	-7.4	10.1	7.4	7.5
EBITDA	억원	6,087	6,699	6,617	8,763	12,094	12,174
세전이익	억원	4,157	4,215	3,796	3,575	4,321	4,628
순이익(지배주주)	억원	2,921	2,886	2,776	2,721	3,227	3,409
영업이익률%	%	7.4	8.4	7.3	6.3	6.7	6.9
EBITDA%	%	10.7	12.0	11.1	12.2	15.7	15.2
순이익률	%	5.3	5.3	4.8	3.8	4.2	4.3
EPS(계속사업)	원	547	541	520	510	605	639
PER	배	18.8	25.7	20.8	21.5	19.7	18.2
PBR	배	3.0	3.8	2.8	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	배	9.6	11.5	9.9	8.7	6.6	6.4
ROE	%	16.4	15.2	13.8%	12.9%	14.4%	14.7%
순차입금	억원	2,313	1,320	6,244	18,329	15,531	13,211
부채비율	%	104.8	102.8	151.2%	205.6%	203.7%	195.5%

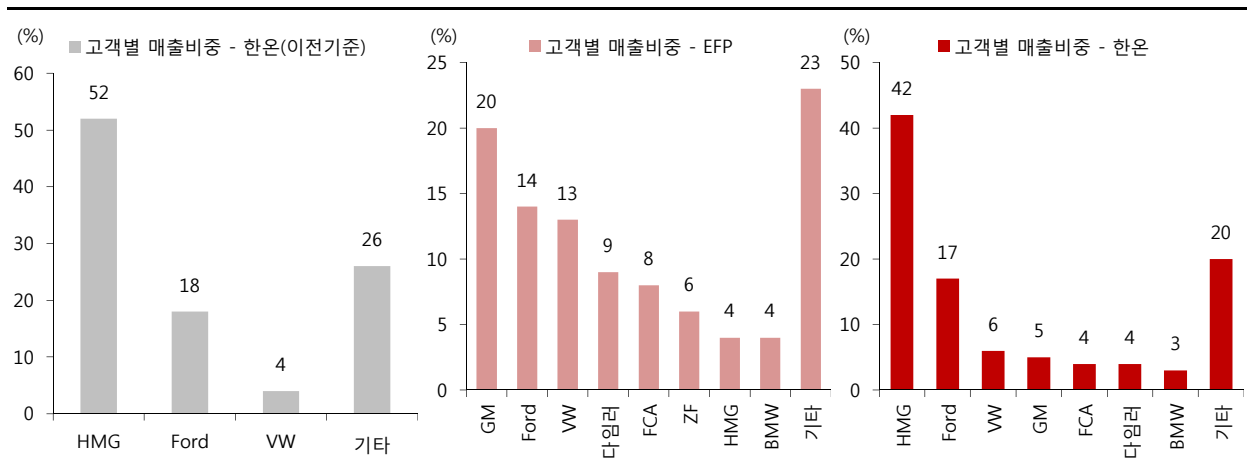
<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q(F)	20.1Q(F)	20.2Q(F)	20.3Q(F)	20.4Q(F)	2019(F)	2020(F)	YoY
매출액	14,291	19,041	18,599	19,964	17,605	19,644	19,221	20,615	71,894	77,086	7.2%
영업이익	935	1,123	1,070	1,415	1,162	1,318	1,228	1,476	4,542	5,183	14.1%
%	6.5	5.9	5.8	7.1	6.6	6.7	6.4	7.2	6.3	6.7	0.4%p
세전이익	764	898	965	948	990	1,136	1,180	1,015	3,576	4,321	20.8%
%	5.3	4.7	5.2	4.8	5.6	5.8	6.1	4.9	5.0	5.6	0.6%p
당기순이익	565	711	757	702	743	852	885	761	2,735	3,241	18.5%
%	4.0	3.7	4.1	3.5	4.2	4.3	4.6	3.7	3.8	4.2	0.4%p
지배주주	560	708	754	699	740	849	881	758	2,721	3,227	18.6%
%	3.9	3.7	4.1	3.5	4.2	4.3	4.6	3.7	3.8	4.2	0.4%p

(단위: 억원)

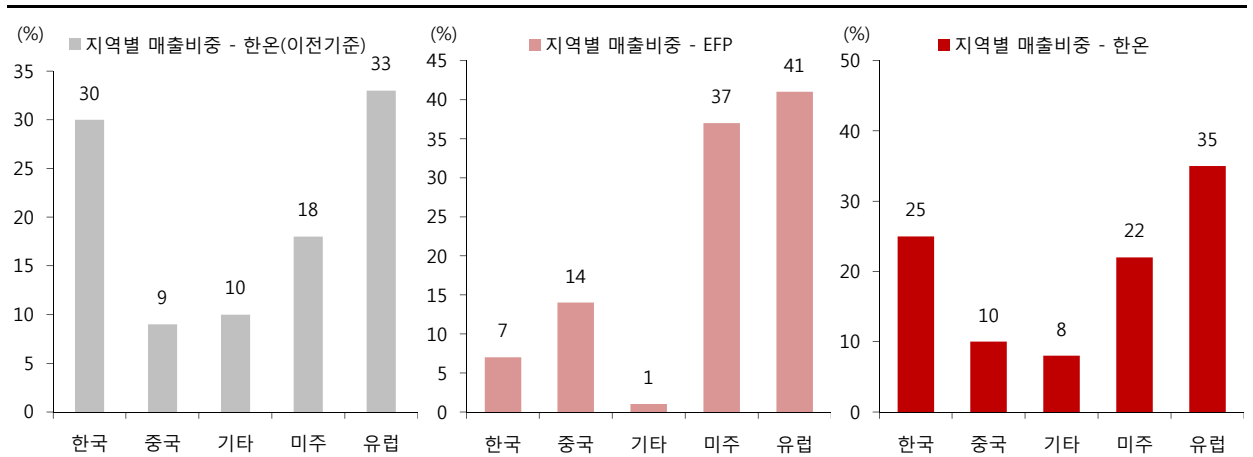
자료: 한온시스템, SK 증권 추정

<그림 1> 19년 3분기 고객별 매출 비중 - 기존 한온시스템 / EFP 사업(마그나 FP&C) / 합병 한온시스템 순



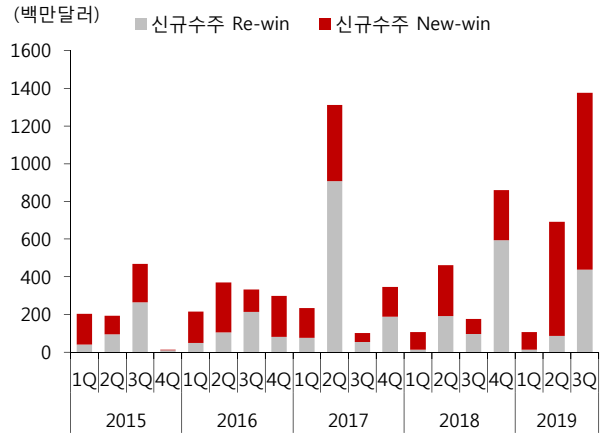
자료: 한온시스템, SK 증권

<그림 2> 19년 3분기 지역별 매출 비중 - 기존 한온시스템 / EFP 사업(마그나 FP&C) / 합병 한온시스템 순



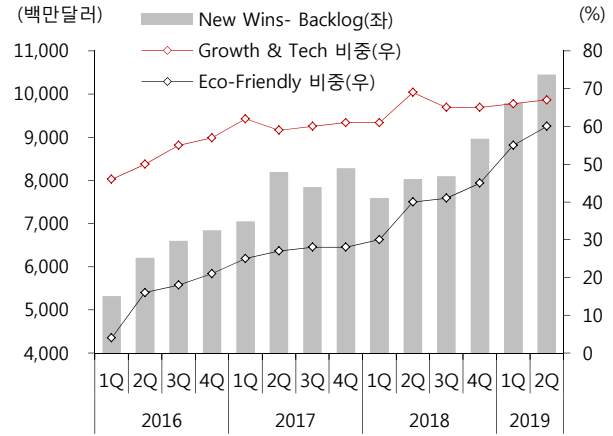
자료: 한온시스템, SK 증권

<그림 3> 신규수주 추이



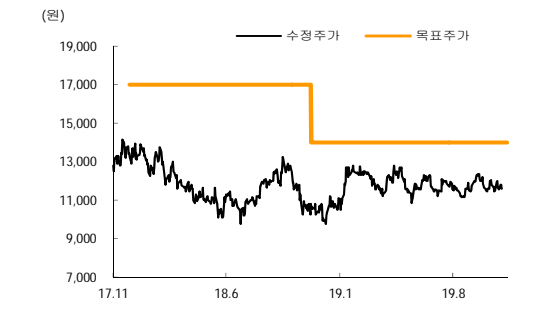
자료 한온시스템 SK 증권

<그림 4> New win 기준 Backlog 추이



자료 한온시스템 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.07	매수	14,000원	6개월		
2019.08.16	매수	14,000원	6개월	-16.76%	-8.57%
2019.07.11	매수	14,000원	6개월	-16.87%	-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%



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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 11월 7일 기준)

매수	87.07%	중립	12.93%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	22,413	28,592	31,581	34,854	36,807
현금및현금성자산	5,673	10,178	9,935	12,434	13,753
매출채권및기타채권	9,359	9,904	11,980	12,228	12,666
재고자산	4,686	5,058	5,752	6,013	6,068
비유동자산	18,783	24,966	39,088	37,940	37,069
장기금융자산	239	99	28	28	28
유형자산	12,620	15,515	20,402	19,541	18,852
무형자산	4,377	5,640	14,124	13,514	12,990
자산총계	41,196	53,558	70,669	72,794	73,876
유동부채	12,995	18,671	21,891	22,293	22,431
단기금융부채	1,380	4,923	5,245	4,445	3,945
매입채무 및 기타채무	9,069	10,780	13,053	13,996	14,496
단기충당부채	94	57	68	73	76
비유동부채	7,886	13,570	25,651	26,531	26,447
장기금융부채	6,223	11,867	23,211	23,711	23,211
장기매입채무 및 기타채무	155	132	132	132	132
장기충당부채	490	498	670	692	717
부채총계	20,881	32,241	47,542	48,823	48,878
지배주주지분	19,787	20,367	21,947	22,744	23,722
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	(224)	(215)	(207)	(207)	(207)
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	20,738	21,796	22,907	23,145	23,564
비지배주주지분	528	949	1,180	1,227	1,276
자본총계	20,314	21,317	23,127	23,971	24,998
부채외자본총계	41,196	53,558	70,669	72,794	73,876

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	5,718	4,766	8,970	11,372	10,899
당기순이익(손실)	2,984	2,837	2,735	3,241	3,425
비현금성항목등	4,158	4,689	6,001	8,853	8,750
유형자산감가상각비	1,806	1,941	2,863	4,861	4,689
무형자산감가상각비	209	338	1,358	2,050	1,965
기타	810	1,311	747	876	907
운전자본감소(증가)	(314)	(1,875)	1,185	359	(72)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(237)	(820)	2,515	(248)	(437)
재고자산감소(증가)	(563)	(446)	1,048	(261)	(55)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	769	640	(2,400)	943	500
기타	(282)	(1,249)	22	(74)	(80)
법인세납부	(1,110)	(885)	(951)	(1,080)	(1,203)
투자활동현금흐름	(3,354)	(5,688)	(18,033)	(5,083)	(5,070)
금융자산감소(증가)	39	(73)	(8)	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)	(12,784)	357	370
재무활동현금흐름	(725)	5,505	8,796	(3,791)	(4,509)
단기금융부채증가(감소)	(1,712)	1,614	1,027	(800)	(500)
장기금융부채증가(감소)	2,865	5,354	9,665	500	(500)
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	(1,715)	(1,725)	(2,562)	(2,989)	(2,989)
기타	(162)	261	(188)	(502)	(519)
현금의 증가(감소)	1,421	4,505	(242)	2,498	1,320
기초현금	4,252	5,673	10,178	9,935	12,434
기말현금	5,673	10,178	9,935	12,434	13,753
FCF	1,850	(1,817)	1,398	5,716	5,227

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	55,857	59,376	71,894	77,086	79,842
매출원가	46,394	50,249	61,789	66,174	68,460
매출총이익	9,462	9,127	10,105	10,912	11,382
매출총이익률 (%)	16.9%	15.4%	14.1%	14.2%	14.3%
판매비와관리비	4,778	4,789	5,563	5,729	5,862
영업이익	4,684	4,338	4,542	5,183	5,520
영업이익률 (%)	8.4%	7.3%	6.3%	6.7%	6.9%
비영업손익	(469)	(542)	(967)	(862)	(892)
순금융비용	(111)	(176)	(378)	(145)	(150)
외환관련손익	(265)	(3)	218	(72)	(75)
관계기업투자등 관련손익	85	63	97	231	240
세전계속사업이익	4,215	3,796	3,575	4,321	4,628
세전계속사업이익률 (%)	7.5%	6.4%	5.0%	5.6%	5.8%
계속사업법인세	1,231	959	840	1,080	1,203
계속사업이익	2,984	2,837	2,735	3,241	3,425
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	2,735	3,241	3,425
순이익률 (%)	5.3%	4.8%	3.8%	4.2%	4.3%
지배주주	2,886	2,776	2,721	3,227	3,409
지배주주귀속 순이익률(%)	5.2%	4.7%	3.8%	4.2%	4.3%
비지배주주	98	61	13	14	16
총포괄이익	3,173	2,322	3,327	3,833	4,016
지배주주	3,106	2,278	3,280	3,786	3,968
비지배주주	68	44	46	47	49
EBITDA	6,699	6,617	8,763	12,094	12,174

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-2.1%	6.3%	21.1%	7.2%	3.6%
영업이익	10.9%	-7.4%	4.7%	14.1%	6.5%
세전계속사업이익	1.4%	-9.9%	-5.8%	20.9%	7.1%
EBITDA	10.1%	-1.2%	32.4%	38.0%	0.7%
EPS(계속사업)	-1.2%	-3.8%	-2.0%	18.6%	5.6%
수익성 (%)					
ROE	7.5%	6.0%	4.4%	4.5%	4.7%
ROA	15.2%	13.8%	12.9%	14.4%	14.7%
EBITDA마진	12.0%	11.1%	12.2%	15.7%	15.2%
안정성 (%)					
유동비율	172.5%	153.1%	144.3%	156.3%	164.1%
부채비율	102.8%	151.2%	205.6%	203.7%	195.5%
순차입금/자기자본	6.5%	29.3%	79.3%	64.8%	52.8%
EBITDA/이자비용(배)	33.9	27.1	16.1	24.1	23.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	541	520	510	605	639
BPS	3,707	3,816	4,112	4,261	4,444
CFPS	918	947	1,301	1,899	1,885
주당 현금배당금	305	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	26.4	25.1	21.2	20.0
PER(최저)	15.3	18.8	20.6	17.4	16.4
PBR(최고)	3.9	3.6	3.1	3.0	2.9
PBR(최저)	2.2	2.6	2.6	2.5	2.4
PCR	15.1	11.4	9.1	6.2	6.3
EV/EBITDA(최고)	12.0	12.3	10.1	7.1	6.9
EV/EBITDA(최저)	7.0	9.1	8.7	6.1	5.9