

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com.kr

02-3773-8882

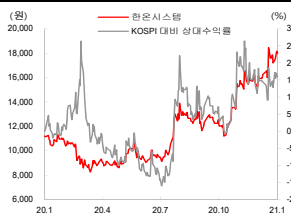
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	13 만주
액면가	100 원
시가총액	96,084 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스(외)	69.99%
1) 국민연금공단	6.02%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(21/01/22)	18,000 원
KOSPI	3140.63 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	18,450 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	348 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.7%	2.4%
6개월	90.3%	35.0%
12개월	60.7%	16.0%

한온시스템 (018880/KS | 중립(하향) | T.P 18,000 원(상향))

추가상향을 위한 신규수주의 확대가 중요

전동화부품의 매출과 이익기여도는 점차 증가할 것으로 기대. 상대적으로 낮은 수익성은 빠르게 개선될 전망. 다변화된 고객과 선도기술, 글로벌 생산거점 운영은 valuation 에 이미 반영 중. 추가적인 상향을 위해서는 열관리 분야에서 독보적인 우위를 보여줄 필요. 향후 신규수주와 수주잔고의 반등에 주목. 목표주가는 2021 년 예상 EPS 에 과거 고점 Target Multiple 26 배를 적용한 18,000 원으로 상향하나 투자의견은 중립으로 하향

전동화 부품의 확대

2020 년 4 분기 실적은 매출액 2.0 조원(YoY +3.2%), 영업이익 1,755 억원(YoY +2.6 % . OPM 8.7%), 당기순이익 1,287 억원(YoY +7.9% NIM 6.4%)으로 전망한다. 비우호적인 환율 환경과 유럽 판매 감소에도 불구하고, 주요 고객사의 생산증가와 VW ID3 를 비롯한 전동화 부품 매출 확대, 비용관리의 긍정적 영향이 컸으리라 판단한다.

추가상향을 위한 신규수주의 확대가 중요

기존 출시된 전동화차량의 물량증가와 현대차의 아이오닉 5, VW ID4 등 기수주한 차량의 신규 출시로 전동화부품 매출과 이익기여도는 점차 증가할 것으로 기대한다. 현재까지 내연기관 대비 낮은 수익성을 보이고 있으나 외형 성장에 힘입어 빠르게 개선될 전망이다. 전동화로의 변화에 대응하여 다양한 고객으로부터 수주를 받았고, 많은 선도기술과 글로벌 생산거점을 운영하고 있다는 점은 동사가 현재 부여받고 있는 높은 valuation 에 반영되고 있다는 판단이다.

다만 추가적인 상향을 위해서는 실적 개선과 함께 경쟁업체 대비 열관리 분야에서 독보적인 우위를 보여줄 필요가 있다. COVID19 여파로 지연되었던 수주가 재개됨에 따라 신규수주와 수주잔고의 의미있는 반등 여부가 점차 중요해질 전망이다. 투자의견은 주가상승여력을 감안하여 중립으로 하향하나 목표주가는 기존 13,500 원에서 2021 년 예상 EPS 에 Target Multiple 26 배를 적용한 18,000 원으로 상향한다. 2021 년 예상 EPS 에 Target Multiple 은 과거 전동화 부품 수주 당시 받았던 고점 PER 을 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	55,857	59,376	71,542	67,963	80,026	83,961
yoy	%	-2.1	6.3	20.5	-5.0	17.8	4.9
영업이익	억원	4,684	4,338	4,838	2,970	5,607	6,151
yoy	%	10.9	-7.4	11.5	-38.6	88.8	9.7
EBITDA	억원	6,699	7,014	8,645	10,000	15,877	15,457
세전이익	억원	4,215	3,796	4,073	1,978	4,966	5,395
순이익(지배주주)	억원	2,886	2,776	3,185	1,500	3,723	4,061
영업이익률%	%	8.4	7.3	6.8	4.4	7.0	7.3
EBITDA%	%	12.0	11.8	12.1	14.7	19.8	18.4
순이익률	%	5.3	4.8	4.5	2.2	4.8	5.0
EPS(계속사업)	원	541	520	597	281	697	761
PER	배	25.7	20.8	18.7	57.8	25.8	23.7
PBR	배	3.8	2.8	2.7	3.9	3.9	3.5
EV/EBITDA	배	11.5	9.4	9.6	10.8	7.1	6.9
ROE	%	15.2	13.8	15.0	6.7	15.9	15.7
순차입금	억원	1,320	6,244	20,321	17,842	12,575	7,227
부채비율	%	102.8	151.3	203.0	223.6	208.9	184.5

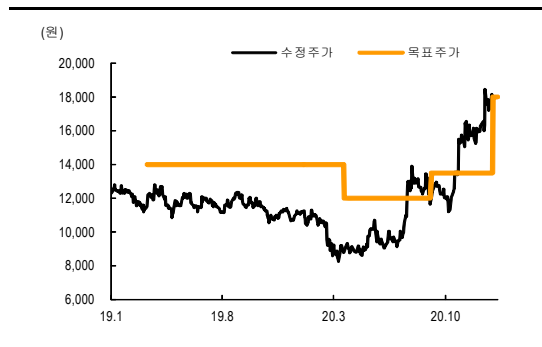
<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q(F)	21.1Q(F)	21.2Q(F)	21.3Q(F)	20.4Q(F)	2019	2020(F)	2021(F)
매출액	16,748	11,954	19,014	20,246	17,539	18,594	21,371	22,523	71,542	67,962	80,026
아시아	9,412	8,181	11,497	12,758	9,630	9,506	11,979	13,705	42,805	41,848	44,819
미주	4,539	1,771	4,633	4,350	4,403	3,720	4,772	4,568	16,894	15,294	17,463
유럽	8,767	5,272	9,488	8,983	7,891	10,017	9,962	9,881	34,531	32,510	37,751
영업이익	597	-578	1,196	1,755	1,151	1,292	1,428	1,736	4,839	2,970	5,607
%	3.6	-4.8	6.3	8.7	6.6	6.9	6.7	7.7	6.8	4.4	7.0
세전이익	453	-810	641	1,694	1,011	1,143	1,257	1,556	4,073	1,978	4,966
%	2.7	-6.8	3.4	8.4	5.8	6.1	5.9	6.9	5.7	2.9	6.2
당기순이익	332	-604	509	1,287	778	880	968	1,198	3,226	1,524	3,824
%	2.0	-5.1	2.7	6.4	4.4	4.7	4.5	5.3	4.5	2.2	4.8
지배주주	341	-590	492	1,258	752	860	953	1,158	3,185	1,501	3,723
%	2.0	-4.9	2.6	6.2	4.3	4.6	4.5	5.1	4.5	2.2	4.7

자료: 한온시스템, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.25	중립	18,000원	6개월		
2020.09.28	매수	13,500원	6개월	8.39%	36.67%
2020.08.12	매수	12,000원	6개월	-13.41%	15.83%
2020.04.14	매수	12,000원	6개월	-20.96%	-8.33%
2019.11.07	매수	14,000원	6개월	-19.63%	-8.57%
2019.08.16	매수	14,000원	6개월	-15.79%	-8.57%
2019.07.11	매수	14,000원	6개월	-15.43%	-8.57%
2019.04.04	매수	14,000원	6개월	-15.18%	-8.57%



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 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 (2021 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	28,592	29,224	35,375	42,554	46,515
현금및현금성자산	10,178	6,867	15,526	19,293	22,141
매출채권및기타채권	9,904	12,086	10,733	12,638	13,259
재고자산	5,058	6,128	5,097	6,002	6,297
비유동자산	24,966	41,600	40,924	37,714	35,224
장기금융자산	99	94	64	64	64
유형자산	15,515	21,304	19,549	16,952	15,121
무형자산	5,640	15,928	16,649	15,555	14,660
자산총계	53,558	70,824	76,299	80,269	81,739
유동부채	18,671	20,915	23,815	27,007	28,385
단기금융부채	4,923	4,361	8,648	9,148	9,648
매입채무 및 기타채무	10,780	12,750	11,554	13,604	14,273
단기충당부채	57	30	28	33	35
비유동부채	13,570	26,534	28,907	27,275	24,626
장기금융부채	11,867	23,098	25,340	23,340	20,340
장기매입채무 및 기타채무	132	128	128	128	128
장기충당부채	498	567	642	715	748
부채총계	32,241	47,449	52,722	54,282	53,012
지배주주지분	20,367	22,168	22,323	24,596	27,208
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-215	-199	-169	-169	-169
기타자본구성요소	0	0	-11	-11	-11
자기주식	0	0	-11	-11	-11
이익잉여금	21,796	23,182	22,950	25,072	27,531
비지배주주지분	949	1,207	1,254	1,391	1,519
자본총계	21,317	23,375	23,577	25,987	28,727
부채외자본총계	53,558	70,824	76,299	80,269	81,739

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	4,766	8,270	11,247	13,768	13,864
당기순이익(손실)	2,837	3,226	1,525	3,824	4,154
비현금성항목등	4,689	5,867	9,069	12,053	11,302
유형자산감가상각비	2,337	3,120	5,431	7,097	6,331
무형자산감가상각비	338	687	1,599	3,174	2,975
기타	914	661	751	320	336
운전자본감소(증가)	-1,875	-112	1,269	-968	-351
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-820	1,854	1,806	-1,905	-621
재고자산감소(증가)	-446	584	1,018	-905	-295
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	640	-1,554	-1,728	2,051	669
기타	-1,249	-996	174	-208	-104
법인세납부	-885	-713	-616	-1,142	-1,241
투자활동현금흐름	-5,688	-19,281	-5,829	-6,313	-6,300
금융자산감소(증가)	-73	-18	-425	0	0
유형자산감소(증가)	-4,101	-4,248	-3,490	-4,500	-4,500
무형자산감소(증가)	-1,440	-2,080	-2,080	-2,080	-2,080
기타	-74	-12,935	166	267	280
재무활동현금흐름	5,505	7,736	3,564	-3,688	-4,717
단기금융부채증가(감소)	1,614	341	3,141	500	500
장기금융부채증가(감소)	5,354	9,457	2,589	-2,000	-3,000
자본의증가(감소)	0	0	-11	0	0
배당금의 지급	-1,725	-1,727	-1,529	-1,601	-1,601
기타	261	-336	-626	-587	-616
현금의 증가(감소)	4,505	-3,311	8,660	3,767	2,848
기초현금	5,673	10,178	6,867	15,526	19,293
기말현금	10,178	6,867	15,526	19,293	22,141
FCF	-1,420	-347	4,966	7,041	7,111

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	59,376	71,542	67,963	80,026	83,961
매출원가	50,249	61,199	59,579	68,426	71,706
매출총이익	9,127	10,343	8,384	11,600	12,255
매출총이익률 (%)	15.4	14.5	12.3	14.5	14.6
판매비와관리비	4,789	5,505	5,414	5,994	6,104
영업이익	4,338	4,838	2,970	5,607	6,151
영업이익률 (%)	7.3	6.8	4.4	7.0	7.3
비영업손익	-542	-766	-991	-640	-756
순금융비용	176	626	669	320	336
외환관련손익	-3	185	12	-160	-168
관계기업투자등 관련손익	63	40	31	160	84
세전계속사업이익	3,796	4,073	1,978	4,966	5,395
세전계속사업이익률 (%)	6.4	5.7	2.9	6.2	6.4
계속사업법인세	959	846	454	1,142	1,241
계속사업이익	2,837	3,226	1,525	3,824	4,154
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,837	3,226	1,525	3,824	4,154
순이익률 (%)	4.8	4.5	2.2	4.8	5.0
지배주주	2,776	3,185	1,500	3,723	4,061
지배주주귀속 순이익률(%)	4.68	4.45	2.21	4.65	4.84
비지배주주	61	41	25	102	94
총포괄이익	2,322	3,548	1,712	4,011	4,341
지배주주	2,278	3,493	1,652	3,875	4,213
비지배주주	44	55	60	137	129
EBITDA	7,014	8,645	10,000	15,877	15,457

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	6.3	20.5	-5.0	17.8	4.9
영업이익	-7.4	11.5	-38.6	88.8	9.7
세전계속사업이익	-9.9	7.3	-51.4	151.0	8.6
EBITDA	4.7	23.3	15.7	58.8	-2.7
EPS(계속사업)	-3.8	14.7	-52.9	148.2	9.1
수익성 (%)					
ROE	13.8	15.0	6.7	15.9	15.7
ROA	6.0	5.2	2.1	4.9	5.1
EBITDA마진	11.8	12.1	14.7	19.8	18.4
안정성 (%)					
유동비율	153.1	139.7	148.5	157.6	163.9
부채비율	151.3	203.0	223.6	208.9	184.5
순차입금/자기자본	29.3	86.9	75.7	48.4	25.2
EBITDA/이자비용(배)	28.7	12.1	11.9	27.1	25.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	520	597	281	697	761
BPS	3,816	4,153	4,182	4,608	5,097
CFPS	1,021	1,310	1,598	2,621	2,504
주당 현금배당금	320	320	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.4	21.5	58.9	26.5	24.3
PER(최저)	18.8	17.6	29.4	22.9	21.0
PBR(최고)	3.6	3.1	4.0	4.0	3.6
PBR(최저)	2.6	2.5	2.0	3.5	3.1
PCR	10.6	8.5	10.2	6.9	7.2
EV/EBITDA(최고)	11.6	10.6	10.9	7.2	7.1
EV/EBITDA(최저)	8.6	9.2	6.5	6.4	6.2