

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sksec.co.kr

02-3773-8882

Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	13 만주
액면가	100 원
시가총액	86,209 억원
주요주주	
1) 한앤코오토홀딩스외	69.99%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	17.80%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(21/08/10)	15,850 원
KOSPI	3260.42 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	18,850 원
52주 최저가	10,900 원
60일 평균 거래대금	213 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	-0.1%
6개월	-12.0%	-16.7%
12개월	53.1%	10.4%

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

다가오는 전기차 확대와 이벤트

2021년 2분기 실적 매출액 1.85 조원(YoY +54.9%), 영업이익 1,004 억원(YoY 흑자 전환, OPM 5.4%), 당기순이익 997 억원(YoY 흑자전환, NIM 5.4%) 기록. 생산차질과 운송비 상승이 실적에 부담으로 작용. 친환경 관련 부품 중심으로 신규수주 확대, 고객다변화도 동반. 하반기 전동화 차량 판매 확대는 긍정적이거나, valuation 과 증가한 순부채는 부담. 일정을 감안하면 주가는 본업보다 매각 이벤트에 연동될 가능성이 높다는 판단

다가오는 전기차 확대와 이벤트

2021년 2분기 실적은 매출액 1.85 조원(YoY +54.9%), 영업이익 1,004 억원(YoY 흑자 전환, OPM 5.4%), 당기순이익 997 억원(YoY 흑자전환, NIM 5.4%)을 기록했다. 매출액은 생산차질 여파로 Ford 중심으로 주요 고객향 납품이 감소하였지만, 현대차그룹과 폭스바겐의 고급차종 및 전동화 차량 확대로 만회하였다. 영업이익은 중국의 수익성 개선에도 불구하고, 1분기에 이어 2분기에도 지속된 생산차질에 따른 고정비 부담, 운송비 상승이 부정적으로 작용하며 컨센서스를 소폭 하회하였다.

2분기에도 폭스바겐, GM, 현대차그룹, GM 등에서 수주를 이어가며 7월까지 신규수주는 New win 은 342 백만달러, Re-Win 은 363 백만달러를 달성했으며, 이 중 96%는 친환경관련 부품이 차지했다. 또한 친환경 관련 부품에서 91%가 기존 주요 고객인 현대차와 포드를 제외한 업체로 구성되며 수주에서의 고객다변화를 이루었다. 현재 21% 수준인 EV 매출 비중은 점차 증가할 것으로 전망한다.

상반기에 이어 하반기에도 전동화 차량판매 확대가 이루어지며 외형 및 수익성 개선이 기대되지만, 높은 valuation 과 증가한 순부채(2020년 2.1 조원 → 1H21 2.4 조원) 등은 주가에 부담요인이다. 매각 주관사 선정 이후 9월 예정된 본업찰, 연내로 예상되는 우선협상대상자 선정 일정을 고려하면, 주가는 본업보다는 지분매각이라는 이벤트에 연동될 가능성이 높다는 판단이다. 투자의견 중립, 목표주가 18,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	59,376	71,542	68,728	76,920	79,317	82,351
yoy	%	6.3	20.5	-3.9	11.9	3.1	3.8
영업이익	억원	4,338	4,838	3,158	4,979	5,577	5,964
yoy	%	-7.4	11.5	-34.7	57.7	12.0	6.9
EBITDA	억원	7,014	8,645	7,840	12,101	14,220	14,121
세전이익	억원	3,796	4,073	1,398	4,776	5,279	5,818
순이익(지배주주)	억원	2,776	3,185	1,104	3,600	3,966	4,369
영업이익률%	%	7.3	6.8	4.6	6.5	7.0	7.2
EBITDA%	%	11.8	12.1	11.4	15.7	17.9	17.2
순이익률	%	4.8	4.5	1.7	4.8	5.1	5.4
EPS(계속사업)	원	520	597	207	674	743	818
PER	배	20.8	18.7	78.6	24.0	21.7	19.7
PBR	배	2.8	2.7	4.1	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	배	9.4	9.6	14.1	8.8	7.2	7.0
ROE	%	13.8	15.0	5.1	16.3	16.3	16.2
순차입금	억원	6,244	20,321	20,603	17,078	12,652	8,446
부채비율	%	151.3	203.0	248.6	226.7	201.7	180.7

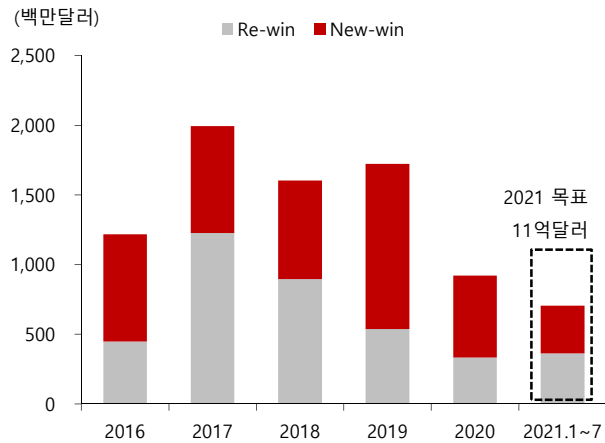
<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	21.1Q	21.2Q	21.3Q(F)	20.4Q(F)	2020	2021(F)	YoY
매출액	16,748	11,954	19,014	21,012	18,690	18,521	19,167	20,542	68,728	76,920	11.9%
아시아	9,412	8,181	11,497	12,644	12,491	10,607	11,572	13,023	41,733	47,692	14.3%
미주	4,539	1,771	4,633	4,351	4,161	3,986	4,401	4,481	15,294	17,029	11.3%
유럽	8,767	5,272	9,488	9,692	8,760	7,539	9,583	9,885	33,219	35,767	7.7%
영업이익	597	-578	1,196	1,943	940	1,004	1,386	1,649	3,158	4,979	57.7%
%	3.6	-4.8	6.3	9.2	5.0	5.4	7.2	8.0	4.6	6.5	1.9%p
세전이익	453	-810	641	1,114	753	1,306	1,232	1,485	1,398	4,776	241.6%
%	2.7	-6.8	3.4	5.3	4.0	7.1	6.4	7.2	2.0	6.2	4.2%p
당기순이익	332	-604	509	897	601	997	949	1,143	1,134	3,690	225.4%
%	2.0	-5.1	2.7	4.3	3.2	5.4	5.0	5.6	1.6	4.8	3.1%p
지배주주	341	-590	492	861	589	967	924	1,121	1,104	3,600	226.1%
%	2.0	-4.9	2.6	4.1	3.2	5.2	4.8	5.5	1.6	4.7	3.1%p

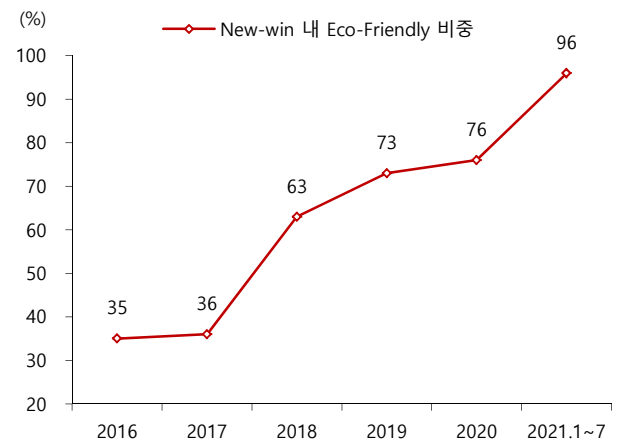
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

신규 수주 추이 - 2021년 목표는 11억달러로 상향



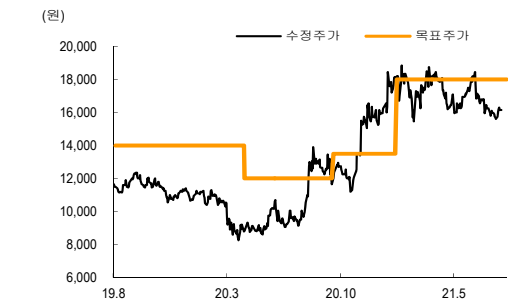
자료: 한온시스템 SK 증권

New-win 내 Eco-Friendly 비중 추이



자료: 한온시스템 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.08.11	중립	18,000원	6개월		
2021.05.12	중립	18,000원	6개월	-5.12%	4.72%
2021.01.25	중립	18,000원	6개월	-3.01%	4.72%
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	-21.99%	-11.79%
2019.08.16	매수	14,000원	6개월	-16.39%	-11.79%



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 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 (2021년 8월 11일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	29,224	34,647	36,791	40,407	44,486
현금및현금성자산	6,867	13,254	14,336	17,263	20,469
매출채권및기타채권	12,086	11,470	12,837	13,237	13,743
재고자산	6,128	6,304	5,769	5,949	6,176
비유동자산	41,600	43,427	43,210	41,295	40,005
장기금융자산	94	241	85	85	85
유형자산	21,304	22,236	21,667	19,844	18,462
무형자산	15,928	16,219	16,047	15,716	15,431
자산총계	70,824	78,074	80,001	81,702	84,491
유동부채	20,915	27,184	30,233	31,347	32,125
단기금융부채	4,361	9,559	10,507	11,007	11,007
매입채무 및 기타채무	12,750	13,750	15,388	15,868	16,475
단기충당부채	30	77	87	89	93
비유동부채	26,534	28,496	25,283	23,270	22,267
장기금융부채	23,098	24,771	21,235	19,235	18,235
장기매입채무 및 기타채무	128	80	80	80	80
장기충당부채	567	569	680	712	740
부채총계	47,449	55,680	55,516	54,617	54,392
지배주주지분	22,168	21,174	23,136	25,599	28,463
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-199	-109	-103	-103	-103
기타자본구성요소	0	-11	-11	-11	-11
자기주식	0	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	23,182	22,573	24,132	26,177	28,624
비지배주주지분	1,207	1,220	1,349	1,486	1,636
자본총계	23,375	22,394	24,485	27,085	30,099
부채외자본총계	70,824	78,074	80,001	81,702	84,491

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	8,270	8,741	11,985	12,806	12,584
당기순이익(손실)	3,226	1,135	3,689	4,065	4,480
비현금성항목등	5,867	7,400	8,550	10,156	9,641
유형자산감가상각비	3,120	3,604	5,027	6,323	5,883
무형자산감가상각비	687	1,079	2,094	2,320	2,275
기타	661	1,302	445	425	441
운전자본감소(증가)	-112	649	747	-200	-198
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,854	383	-1,158	-400	-506
재고자산감소(증가)	584	-400	624	-180	-228
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,554	1,051	-21	480	607
기타	-996	-385	1,301	-100	-72
법인세납부	-713	-442	-1,002	-1,214	-1,338
투자활동현금흐름	-19,281	-5,903	-5,706	-5,721	-5,692
금융자산감소(증가)	-18	-27	7	0	0
유형자산감소(증가)	-4,248	-3,978	-4,500	-4,500	-4,500
무형자산감소(증가)	-2,080	-1,989	-1,989	-1,989	-1,989
기타	-12,935	90	776	768	797
재무활동현금흐름	7,736	4,018	-5,269	-4,158	-3,686
단기금융부채증가(감소)	341	2,952	344	500	0
장기금융부채증가(감소)	9,457	3,433	-3,558	-2,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	-11	0	0	0
배당금의 지급	-1,727	-1,529	-1,441	-1,921	-1,921
기타	-336	-827	-613	-737	-765
현금의 증가(감소)	-3,311	6,387	1,083	2,927	3,206
기초현금	10,178	6,867	13,254	14,336	17,263
기말현금	6,867	13,254	14,336	17,263	20,469
FCF	-347	3,272	4,952	6,248	6,062

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	71,542	68,728	76,920	79,317	82,351
매출원가	61,199	60,084	67,064	68,987	71,544
매출총이익	10,343	8,644	9,856	10,330	10,807
매출총이익률 (%)	14.5	12.6	12.8	13.0	13.1
판매비와관리비	5,505	5,486	4,877	4,753	4,844
영업이익	4,838	3,158	4,979	5,577	5,964
영업이익률 (%)	6.8	4.6	6.5	7.0	7.2
비영업손익	-766	-1,760	-203	-298	-146
순금융비용	626	849	145	-31	-32
외환관련손익	185	-289	121	16	16
관계기업투자등 관련손익	40	30	138	79	247
세전계속사업이익	4,073	1,398	4,776	5,279	5,818
세전계속사업이익률 (%)	5.7	2.0	6.2	6.7	7.1
계속사업법인세	846	263	1,087	1,214	1,338
계속사업이익	3,226	1,135	3,689	4,065	4,480
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,226	1,135	3,689	4,065	4,480
순이익률 (%)	4.5	1.7	4.8	5.1	5.4
지배주주	3,185	1,104	3,600	3,966	4,369
지배주주귀속 순이익률(%)	4.45	1.61	4.68	5	5.3
비지배주주	41	31	89	98	111
총포괄이익	3,548	469	4,146	4,521	4,936
지배주주	3,493	443	4,017	4,383	4,786
비지배주주	55	26	128	137	150
EBITDA	8,645	7,840	12,101	14,220	14,121

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	20.5	-3.9	11.9	3.1	3.8
영업이익	11.5	-34.7	57.7	12.0	6.9
세전계속사업이익	7.3	-65.7	241.6	10.5	10.2
EBITDA	23.3	-9.3	54.3	17.5	-0.7
EPS(계속사업)	14.7	-65.4	226.2	10.2	10.2
수익성 (%)					
ROE	15.0	5.1	16.3	16.3	16.2
ROA	5.2	1.5	4.7	5.0	5.4
EBITDA마진	12.1	11.4	15.7	17.9	17.2
안정성 (%)					
유동비율	139.7	127.5	121.7	128.9	138.5
부채비율	203.0	248.6	226.7	201.7	180.7
순차입금/자기자본	86.9	92.0	69.8	46.7	28.1
EBITDA/이자비용(배)	12.1	8.8	18.4	19.3	18.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	597	207	674	743	818
BPS	4,153	3,967	4,334	4,796	5,332
CFPS	1,310	1,084	2,009	2,362	2,347
주당 현금배당금	320	320	360	360	360
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	21.5	80.0	28.0	25.4	23.0
PER(최저)	17.6	39.9	22.9	20.8	18.9
PBR(최고)	3.1	4.2	4.4	3.9	3.5
PBR(최저)	2.5	2.1	3.6	3.2	2.9
PCR	8.5	15.0	8.0	6.8	6.9
EV/EBITDA(최고)	10.6	14.3	10.0	8.2	8.0
EV/EBITDA(최저)	9.2	8.7	8.5	6.9	6.7