

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

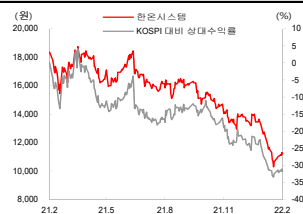
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	13 만주
액면가	100 원
시가총액	59,786 억원
주요주주	
1) 한앤코오토홀딩스외	69.99%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	17.50%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(22/02/10)	11,200 원
KOSPI	2771.93 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	18,750 원
52주 최저가	10,300 원
60일 평균 거래대금	126 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.2%	-7.3%
6개월	-29.3%	-17.3%
12개월	-39.0%	-31.7%

한온시스템 (018880/KS | 매수(상향) | T.P 15,000 원(하향))

4Q21 Review - 부담스러웠던 생산량 감소와 원가 상승

2021년 4분기 실적 매출액 1.9 조원(YoY -8.3%), 영업이익 607 억원(YoY -68.7%, OPM 3.2%) 기록. 전동화부품 매출과 수익성 개선이 있었으나 주요 고객사 생산차질과 물류비, 원가 상승, 비용 증가로 시장기대치 하회. 수주 기반으로 중장기 성장은 기대되나 비용상승과 높은 valuation 이 단기 부담요인. 대주주의 지분매각 이벤트에 주목. 투자의견은 중립에서 매수로 상향, 목표주가는 18,000 원에서 15,000 원으로 하향

4Q21 Review - 부담스러웠던 생산량 감소와 원가 상승

2021년 4분기 실적은 매출액 1.9 조원(YoY -8.3%), 영업이익 607 억원(YoY -68.7%, OPM 3.2%), 당기순이익 984 억원(YoY +9.7%, NIM 5.1%)으로 부진했다. 주요 고객사의 생산차질이 매출액과 수익성 하락에 영향을 주었다. 차량용 반도체 문제로 생산차질이 발생하며 전년 동기 대비 GM -31%, Mercedes -25%, Ford -13%, Stellantis -13%, Volkswagen -9% 등 주요 고객사향 매출이 감소하였다 전기차판매 확대로 전동화부품의 수익성은 개선되었으나 여전히 높은 물류비용과 주요 원재료 단가 상승, 연구개발비용과 감가상각비용 증가로 영업이익은 낮아진 시장기대치를 하회했다.

신규수주는 연간으로 1,138 백만달러를 기록하며 2020년 922 백만달러 대비 증가했다. 2019년 이전과 비교하면 낮지만, Eco-Friendly 제품 비중을 81%까지 높이고, 신규 EV 플랫폼을 수주했다는 점은 긍정적이다. 2022년 가이드는 매출액 8~8.4 조원, 영업이익 4,100~4,500 억원을 제시했다.

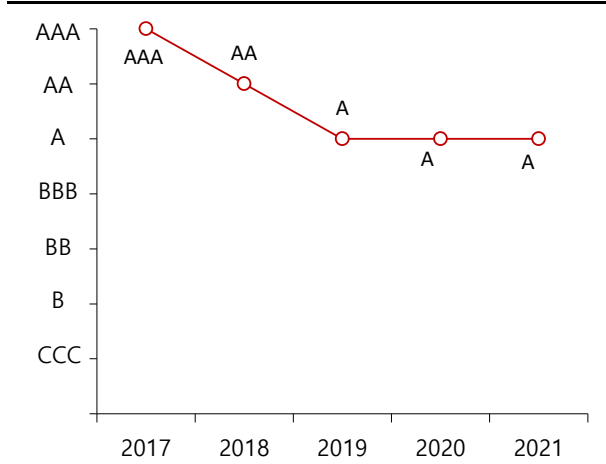
수주와 친환경 중심의 제품포트폴리오를 기반으로 2025년 10 조원 이상의 매출이 예상되는 등 중장기 성장가능성은 좋은 투자포인트이지만, 늘어난 비용부담과 순부채(2020년 2.1 조원 → 2021년 2.3 조원), 경쟁업체 대비 높은 valuation 은 단기 부담요인이다. 당분간 본업보다 대주주(PEF)의 지분매각 이벤트가 주가에 미치는 영향이 높을 것으로 판단한다. 실적추정치 및 적용 Multiple 하향을 반영하여 목표주가는 기존 18,000 원에서 15,000 원으로 하향한다. 하지만 투자의견은 최근 주가하락으로 목표주가와 비교하여 상승여력이 발생함에 따라 중립에서 매수로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	억원	59,376	71,542	68,728	73,514	80,328	83,343
yoy	%	6.3	20.5	-3.9	7.0	9.3	3.8
영업이익	억원	4,338	4,838	3,158	3,258	4,038	4,349
yoy	%	-7.4	11.5	-34.7	3.2	24.0	7.7
EBITDA	억원	7,014	8,645	7,840	9,779	12,767	12,472
세전이익	억원	3,796	4,073	1,398	3,562	4,375	4,864
순이익(지배주주)	억원	2,776	3,185	1,104	3,101	3,354	3,689
영업이익률%	%	7.3	6.8	4.6	4.4	5.0	5.2
EBITDA%	%	11.8	12.1	11.4	13.3	15.9	15.0
순이익률	%	4.8	4.5	1.7	4.3	4.2	4.5
EPS(계속사업)	원	520	597	207	581	628	691
PER	배	20.8	18.7	78.6	23.2	17.8	16.2
PBR	배	2.8	2.7	4.1	3.1	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	9.4	9.6	14.1	9.6	6.2	6.1
ROE	%	13.8	15.0	5.1	13.9	13.5	13.3
순차입금	억원	6,244	20,321	20,603	18,659	15,290	12,249
부채비율	%	151.3	203.0	248.6	235.3	212.2	189.3

ESG 하이라이트

한온시스템의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한온시스템 종합 등급	A	B-	32.2
환경(Environment)	0.0	B	19.4
사회(Social)	0.0	C+	36.8
지배구조(Governance)	0.0	C	57.1
<비교업체 종합 등급>			
현대모비스	AA	B-	47.5
넥센타이어	BBB	NA	47.5
만도	AAA	B-	36.0
한국타이어엔테크놀로지	BB	A-	57.0

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한온시스템 ESG 평가

2030년까지 2019년 대비 탄소발생량을 50% 절감하고, 2040년까지 탄소중립을 달성하는 목표를 제시

국내외 사업장 특성에 맞추어 2019년 대비 2030년까지 Scope 1 기준 -50%, Scope 2 기준 -80%, Scope 3 기준 -45%를 달성 계획

히트펌프, E-compressor, 배터리 열관리 솔루션 등 자동차산업의 전동화 트렌드에 맞는 제품포트폴리오 구성

자료: SK 증권

한온시스템의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
-----	-------	---------------	-------------

NA.

자료: KRX, SK 증권

한온시스템의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.07.06	사회 (Social)	민주노총 탈퇴한 운송업자, 일방적으로 계약해지 통보 받아
2021.01.12	사회 (Social)	한온시스템 한화솔루션 효성, ESG 통합 등급 하향
2020.12.10	사회 (Social)	지에스건설 롯데정보통신 농협유통 등 동반성장지수 강등
2020.10.05	사회 (Social)	하청업체 납품대금 후려친 한온시스템 과징금 115 억원
2020.09.25	사회 (Social)	한온시스템, 납품대금 후려치기로 115 억 과징금
2019.04.09	사회 (Social)	을의 비명을 공갈죄로 율야맨 현대차 협력사 한온시스템 공정위에 신고

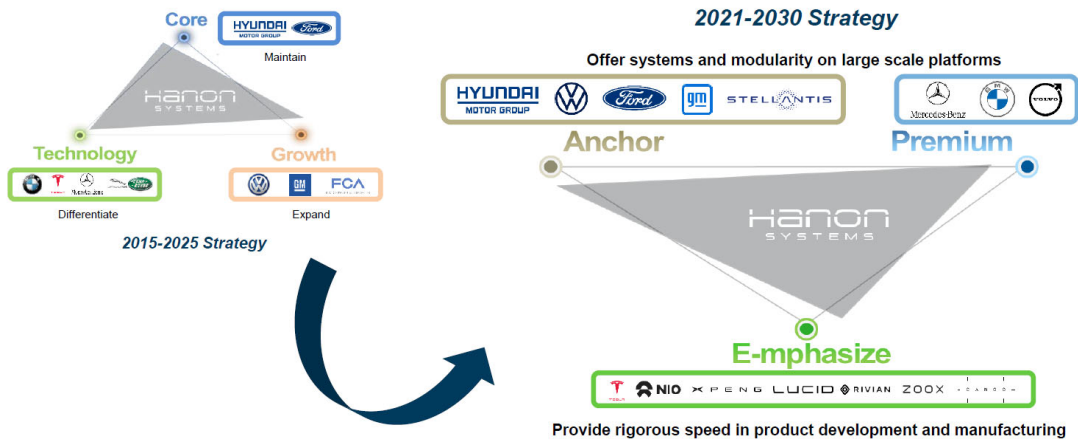
자료: 주요 언론사, SK 증권

<표 1> 한온시스템 실적 추이 및 전망

	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4Q	22.1Q(F)	22.2Q(F)	22.3Q(F)	22.4Q(F)	2021	2022(F)
매출액	18,690	18,521	17,042	19,261	19,019	20,386	19,513	21,410	73,514	80,328
영업이익	940	1,004	706	607	1,115	1,168	900	856	3,257	4,038
%	5.0	5.4	4.1	3.2	5.9	5.7	4.6	4.0	4.4	5.0
세전이익	753	1,306	533	954	921	1,498	736	1,220	3,546	4,375
%	4.0	7.1	3.1	5.0	4.8	7.3	3.8	5.7	4.8	5.4
당기순이익	601	997	526	984	709	1,153	567	940	3,108	3,369
%	3.2	5.4	3.1	5.1	3.7	5.7	2.9	4.4	4.2	4.2
지배주주	589	967	509	1,021	686	1,196	563	909	3,086	3,354
%	3.2	5.2	3.0	5.3	3.6	5.9	2.9	4.2	4.2	4.2

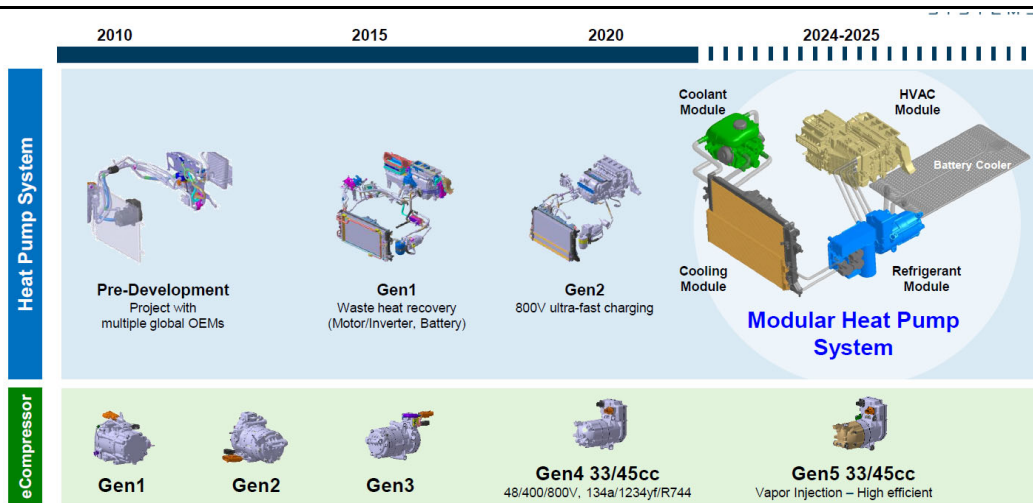
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

<그림 1> 한온시스템 고객 전략



자료: 한온시스템 SK 증권

<그림 2> 한온시스템 전기차 히트펌프 시스템 로드맵



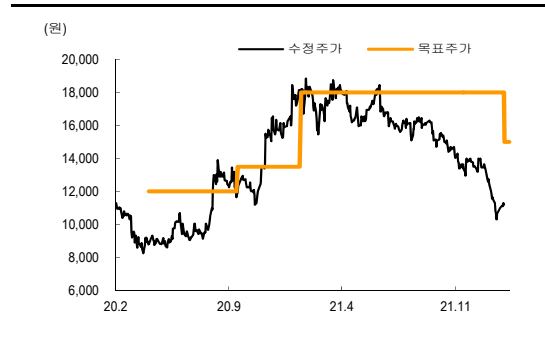
자료: 한온시스템 SK 증권

<표 2> 기존 추정치 대비 변동 - 한온시스템

	2022 추정치				
	기존	신규	차이	컨센서스	차이
매출액	81,919	80,328	-1.9%	80,529	-0.2%
영업이익	5,667	4,038	-28.7%	4,969	-18.7%
%	6.9	5.0	-1.9%p	6.2	-1.1%p
당기순이익	3,765	3,369	-10.5%	3,523	-4.4%
%	4.6	4.2	-0.4%p	4.4	-0.2%p

자료: 한온시스템 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.11	매수	15,000원	6개월		
2021.08.11	중립	18,000원	6개월	-12.65%	4.72%
2021.05.12	중립	18,000원	6개월	-5.17%	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%



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 11일 기준)

매수	93.91%	중립	6.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	29,224	34,647	38,318	42,146	45,054
현금및현금성자산	6,867	13,254	16,996	18,865	20,906
매출채권및기타채권	12,086	11,470	12,268	13,406	13,909
재고자산	6,128	6,304	5,514	6,025	6,251
비유동자산	41,600	43,427	45,013	44,365	44,494
장기금융자산	94	241	24	24	24
유형자산	21,304	22,236	21,820	19,429	17,768
무형자산	15,928	16,219	17,623	17,075	16,602
자산총계	70,824	78,074	83,330	86,511	89,549
유동부채	20,915	27,184	31,954	34,201	34,974
단기금융부채	4,361	9,559	13,102	13,602	13,602
매입채무 및 기타채무	12,750	13,750	14,707	16,070	16,673
단기충당부채	30	77	83	90	94
비유동부채	26,534	28,496	26,523	24,597	23,625
장기금융부채	23,098	24,771	22,727	20,727	19,727
장기매입채무 및 기타채무	128	80	80	80	80
장기충당부채	567	569	637	708	736
부채총계	47,449	55,680	58,477	58,798	58,599
지배주주지분	22,168	21,174	23,537	26,270	29,338
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-199	-109	-87	-87	-87
기타자본구성요소	0	-11	-11	-11	-11
자기주식	0	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	23,182	22,573	23,645	25,078	26,846
비지배주주지분	1,207	1,220	1,317	1,443	1,612
자본총계	23,375	22,394	24,853	27,713	30,950
부채외자본총계	70,824	78,074	83,330	86,511	89,549

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	8,270	8,741	11,685	11,275	11,155
당기순이익(손실)	3,226	1,135	3,123	3,369	3,745
비현금성항목등	5,867	7,400	7,029	9,398	8,727
유형자산감가상각비	3,120	3,604	4,877	6,191	5,661
무형자산감가상각비	687	1,079	1,644	2,538	2,462
기타	661	1,302	-202	-551	-571
운전자본감소(증가)	-112	649	1,749	-486	-198
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,854	383	407	-1,137	-503
재고자산감소(증가)	584	-400	2,740	-511	-226
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,554	1,051	80	1,363	603
기타	-996	-385	-1,477	-201	-72
법인세납부	-713	-442	-216	-1,006	-1,119
투자활동현금흐름	-19,281	-5,903	-5,301	-5,200	-5,378
금융자산감소(증가)	-18	-27	14	0	0
유형자산감소(증가)	-4,248	-3,978	-3,865	-3,800	-4,000
무형자산감소(증가)	-2,080	-1,989	-1,989	-1,989	-1,989
기타	-12,935	90	539	589	611
재무활동현금흐름	7,736	4,018	-2,619	-4,206	-3,736
단기금융부채증가(감소)	341	2,952	38	500	0
장기금융부채증가(감소)	9,457	3,433	148	-2,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	-11	0	0	0
배당금의 지급	-1,727	-1,529	-2,085	-1,921	-1,921
기타	-336	-827	-719	-785	-815
현금의 증가(감소)	-3,311	6,387	3,743	1,868	2,041
기초현금	10,178	6,867	13,254	16,996	18,865
기말현금	6,867	13,254	16,996	18,865	20,906
FCF	-347	3,272	4,243	5,563	5,284

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	71,542	68,728	73,514	80,328	83,343
매출원가	61,199	60,084	65,019	70,506	73,069
매출총이익	10,343	8,644	8,495	9,822	10,273
매출총이익률 (%)	14.5	12.6	11.6	12.2	12.3
판매비와관리비	5,505	5,486	5,237	5,784	5,925
영업이익	4,838	3,158	3,258	4,038	4,349
영업이익률 (%)	6.8	4.6	4.4	5.0	5.2
비영업손익	-766	-1,760	304	337	516
순금융비용	626	849	643	196	204
외환관련손익	185	-289	346	-98	-102
관계기업투자등 관련손익	40	30	68	80	250
세전계속사업이익	4,073	1,398	3,562	4,375	4,864
세전계속사업이익률 (%)	5.7	2.0	4.8	5.5	5.8
계속사업법인세	846	263	439	1,006	1,119
계속사업이익	3,226	1,135	3,123	3,369	3,745
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,226	1,135	3,123	3,369	3,745
순이익률 (%)	4.5	1.7	4.3	4.2	4.5
지배주주	3,185	1,104	3,101	3,354	3,689
지배주주귀속 순이익률(%)	4.45	1.61	4.22	4.18	4.43
비지배주주	41	31	22	14	56
총포괄이익	3,548	469	4,535	4,781	5,158
지배주주	3,493	443	4,401	4,654	4,990
비지배주주	55	26	134	127	168
EBITDA	8,645	7,840	9,779	12,767	12,472

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	20.5	-3.9	7.0	9.3	3.8
영업이익	11.5	-34.7	3.2	24.0	7.7
세전계속사업이익	7.3	-65.7	154.8	22.8	11.2
EBITDA	23.3	-9.3	24.7	30.6	-2.3
EPS(계속사업)	14.7	-65.4	181.0	8.2	10.0
수익성 (%)					
ROE	15.0	5.1	13.9	13.5	13.3
ROA	5.2	1.5	3.9	4.0	4.3
EBITDA마진	12.1	11.4	13.3	15.9	15.0
안정성 (%)					
유동비율	139.7	127.5	119.9	123.2	128.8
부채비율	203.0	248.6	235.3	212.2	189.3
순차입금/자기자본	86.9	92.0	75.1	55.2	39.6
EBITDA/이자비용(배)	12.1	8.8	13.1	16.3	15.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	597	207	581	628	691
BPS	4,153	3,967	4,409	4,921	5,496
CFPS	1,310	1,084	1,803	2,264	2,213
주당 현금배당금	320	320	360	360	360
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	21.5	80.0	32.5	21.7	19.8
PER(최저)	17.6	39.9	22.3	16.4	14.9
PBR(최고)	3.1	4.2	4.3	2.8	2.5
PBR(최저)	2.5	2.1	2.9	2.1	1.9
PCR	8.5	15.0	7.5	5.0	5.1
EV/EBITDA(최고)	10.6	14.3	12.5	7.2	7.1
EV/EBITDA(최저)	9.2	8.7	9.3	5.8	5.7