SK COMPANY Analysis

SK securities

한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 14,500 원(상향))

기술력을 통한 과점화 시작

17 년 2 분기 실적은 매출액 13,733 억(YoY -7.9%), 영업이익 1,027 억원(YoY 8.1%, OPM 8.3%), 당기순이익 693 억원(YoY +8.4%, NIM 5.0%) 기록

신규수주는 17 년 상반기 기준 총 15 억 4,600 만 달러를 기록, 19~20 년부터 출시되는 신차에 대한 높은 수주현황은 향후 매출 및 수익성 증가와 더불어 해당 시장에 대한 선점효과와 진입장벽을 갖출 수 있는 요인으로 작용할 전망

투자의견 매수, 목표주가 14,500 원으로 상향

2Q17 Review

17 년 2 분기 실적은 매출액 13,733 억(YoY -7.9%), 영업이익 1,027 억원(YoY 8.1%, OPM 8.3%), 당기순이익 693 억원(YoY +8.4%, NIM 5.0%)를 기록하였다. 매출액은 1)전년 대비 불리하게 작용한 환율효과(-2.7%)와 2)현대차그룹 중국출하 감소, 3)1 분기 재매각한 인도 전장법인 효과(약 200 억)로 전년 대비 감소하였다. 영업이익은 중국 북경법인 수익성 악화와 유럽구조조정 비용에도 불구, 전년 동기 통상임금 이슈(약 400 억)로 인한 기저효과와 원가절감 노력을 통해 시장기대치를 상회하였다.

신규수주 - 친환경차 부품 수주 증가와 의미

신규수주는 17 년 상반기 기준 총 15 억 4,600 만 달러를 기록하며, 연초 가이던스였던 18 억 달러에 근접한 수준을 달성하였다. 하반기 수주까지 감안한다면 20 억 달러에 가까운 수주도 가능할 전망이다. 친환경차 수주 현황과 향후 시장 전망치를 감안한다면 동사의 글로벌 전동식 컴프레서 시장점유율은 2016 년 14%에서 20 년 23%, 22 년 35%로 높아질 것으로 예상된다. 차량당 사이클이 통상 5.5 년임을 감안한다면 19~20 년부터 출시되는 신차에 대한 높은 수주현황은 향후 매출 및 수익성 증가와 더불어 해당 시장에 대한 선점효과와 진입장벽을 갖출 수 있는 요인으로 작용할 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 14,500 원으로 상향

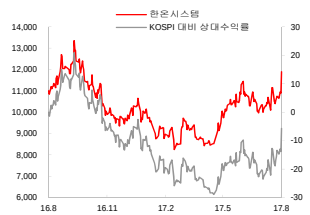
투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 13,000 원에서 수정 12MF EPS 604 원에 Target Multiple 24.4 배를 적용한 14,500 원으로 상향한다. Target Multiple 은 2016 년 PER 의 상단을 적용하였다.

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

Company Data	
자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	63,522 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스유한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	20.20%
배당수익률	0.60%

Stock Data	
주가(17/08/18)	11,900 원
KOSPI	2358.37 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	124 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.0%	18.3%
6개월	32.7%	17.0%
12개월	8.2%	-5.7%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	54,549	55,581	57,037	56,337	60,937	64,206
yoy	%	5.1	1.9	2.6	-1.2	8.2	5.4
영업이익	억원	3,703	3,596	4,225	4,601	5,292	5,580
yoy	%	1.9	-2.9	17.5	8.9	15.0	5.4
EBITDA	억원	5,357	5,334	6,087	7,138	7,933	7,857
세전이익	억원	3,709	3,457	4,157	4,243	4,985	5,257
순이익(지배주주)	억원	2,754	2,305	2,921	2,949	3,501	3,745
영업이익률%	%	6.8	6.5	7.4	8.2	8.7	8.7
EBITDA%	%	9.8	9.6	10.7	12.7	13.0	12.2
순이익률	%	5.3	4.4	5.3	5.4	6.0	6.1
EPS	원	516	432	547	552	656	702
PER	배	18.8	24.0	18.8	21.5	18.1	17.0
PBR	배	3.2	3.2	3.0	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA	배	10.0	10.5	9.6	8.9	7.7	7.5
ROE	%	17.7	13.7	16.4	15.3	16.7	16.9
순차입금	억원	292	-494	2,313	-1,091	-3,976	-6,475
부채비율	%	94.0	92.3	104.8	97.2	89.2	81.8

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

2Q17 Review

17 년 2 분기 실적은 매출액 13,733 억(YoY -7.9%), 영업이익 1,027 억원(YoY 8.1%, OPM 8.3%), 당기순이익 693 억원(YoY +8.4%, NIM 5.0%)를 기록하였다. 매출액은 1)전년 대비 불리하게 작용한 달러/유로/위안화로 인한 환율효과(-2.7%)와 2)현대차그룹 중국출하 감소, 3)1 분기 재매각한 인도 전장법인 효과(약 200 억)로 전년 대비 감소하였다. 영업이익은 중국 북경법인 수익성 악화와 유럽구조조정 비용에도 불구, 전년 동기 통상임금 이슈(약 400 억)로 인한 기저효과와 원가절감 노력을 통해 시장기대치를 상회하였다. 1 분기 대비 크게 변한 유럽과 국내 수익성은 BEPS 적용에 따른 로얄티 인식 변경에 기인한다. 당분간 연결 손익에 미치는 영향은 없겠지만, 지역별 수익률이 변동되어 보일 가능성이 있다.

<표 1> 한온시스템 2017 년 2 분기 실적 Review

(단위: 억원)

	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	YoY	QoQ
매출액	14,908	12,831	15,017	14,490	13,733	-7.9%	-5.2%
아시아	10,386	9,672	10,963	10,132	9,579	-7.8%	-5.5%
미주	2,761	2,697	2,530	2,786	2,875	4.1%	3.2%
유럽	6,780	5,127	6,500	6,706	6,295	-7.2%	-6.1%
연결조정	-5,020	-4,666	-4,976	-5,134	-5,016	-0.1%	-2.3%
매출원가	12,810	10,714	12,578	12,100	11,567	-9.7%	-4.4%
%	85.9	83.5	83.8	83.5	84.2	-1.7%p	0.7%p
판관비	1,148	1,050	1,279	1,118	1,139	-0.8%	1.9%
%	7.7	8.2	8.5	7.7	8.3	0.6%p	0.6%p
영업이익	950	1,067	1,160	1,272	1,027	8.1%	-19.2%
%	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	1.1%p	-1.3%p
아시아	475	783	498	676	1,045	119.9%	54.5%
%	4.6	8.1	4.5	6.7	10.9	6.3%p	4.2%p
미주	151	147	141	117	121	-20.3%	2.9%
%	5.5	5.5	5.6	4.2	4.2	-1.3%p	0.0%p
유럽	205	80	210	447	-48	적전	적전
%	3.0	1.6	3.2	6.7	-0.8	-3.8%p	-7.4%p
연결조정	118	57	311	31	-90	-175.9%	-387.6%
영업외이익	-69	-49	-49	-239	-43	적지	적지
%	-0.5	-0.4	-0.3	-1.7	-0.3	0.2%p	1.3%p
세전이익	881	1,018	1,112	1,032	984	11.7%	-4.6%
%	5.9	7.9	7.4	7.1	7.2	1.3%p	0.0%p
법인세	242	282	277	290	291	20.5%	0.4%
%	27.4	27.7	24.9	28.1	29.6	2.2%p	1.5%p
당기순이익	639	736	939	742	693	8.4%	-6.6%
%	4.3	5.7	6.3	5.1	5.0	0.8%p	-0.1%p
지배주주	601	690	946	714	672	11.8%	-5.9%
%	4.0	5.4	6.3	4.9	4.9	0.9%p	0.0%p

자료: 한온시스템, SK 증권

2017 년 하반기 실적 전망

2017 년 매출액은 5 조 6,337 억원(YoY -1.2%), 영업이익 4,601 억원(YoY +8.9%, OPM 8.2%), 당기순이익 3,061 억원(YoY 0.8%, NIM 5.4%)를 기록할 것으로 전망한다. 주요 고객사의 중국 회복 여부가 여전히 변수로 작용하겠지만, 2 분기에 보여주었던 실적을 감안한다면 하반기에도 안정적인 수익성을 기록할 것으로 판단한다. 미주 지역은 주요 고객사의 판매부진과 출하량 감소에도 불구, 기아차 멕시코 공장 물량확대와 미국 OEM 향으로 신규 설립된 오하이오 공장 가동을 통한 매출 성장을 예상한다.

<표 2> 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2016	2017(F)	YoY
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,490	13,733	12,803	15,311	57,037	56,337	-1.2%
아시아	10,239	10,386	9,672	10,963	10,132	9,579	9,428	11,019	41,260	40,157	-2.7%
미주	2,523	2,761	2,697	2,530	2,786	2,875	2,805	2,605	10,511	11,072	5.3%
유럽	6,562	6,780	5,127	6,500	6,706	6,295	5,178	6,760	24,969	24,939	-0.1%
연결조정	-5,042	-5,020	-4,666	-4,976	-5,134	-5,016	-4,608	-5,073	-19,703	-19,831	0.6%
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,578	12,100	11,567	10,755	12,824	48,048	47,245	-1.7%
%	83.7	85.9	83.5	83.8	83.5	84.2	84.0	83.8	84.2	83.9	-0.4%p
판관비	1,286	1,148	1,050	1,279	1,118	1,139	1,027	1,207	4,763	4,491	-5.7%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	7.7	8.3	8.0	7.9	8.4	8.0	-0.4%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,272	1,027	1,022	1,281	4,225	4,601	8.9%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	8.0	8.4	7.4	8.2	0.8%p
아시아	838	475	783	498	676	1,045	692	851	2,594	3,264	25.8%
%	8.2	4.6	8.1	4.5	6.7	10.9	7.3	7.7	6.3	8.1	1.8%p
미주	187	151	147	141	117	121	118	112	627	467	-25.4%
%	7.4	5.5	5.5	5.6	4.2	4.2	4.2	4.3	6.0	4.2	-1.7%p
유럽	-115	205	80	210	447	-48	155	216	380	770	102.5%
%	-1.8	3.0	1.6	3.2	6.7	-0.8	3.0	3.2	1.5	3.1	1.6%p
연결조정	138	118	57	311	31	-90	56	101	624	99	-84.1%
영업외이익	-7	-69	-49	-49	-239	-43	-40	-36	-173	-358	106.6%
%	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.7	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	-0.3%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,112	1,032	984	982	1,245	4,052	4,243	4.7%
%	7.3	5.9	7.9	7.4	7.1	7.2	7.7	8.1	7.1	7.5	0.4%p
법인세	318	242	282	277	290	291	265	336	1,119	1,182	5.7%
%	30.6	27.4	27.7	24.9	28.1	29.6	27.0	27.0	27.6	27.9	0.3%p
당기순이익	723	639	736	939	742	693	717	909	3,038	3,061	0.8%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	5.0	5.6	5.9	5.3	5.4	0.1%p
지배주주	685	601	690	946	714	672	690	874	2,921	2,949	0.9%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	4.9	5.4	5.7	5.1	5.2	0.1%p

자료: 한온시스템, SK 증권 추정

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

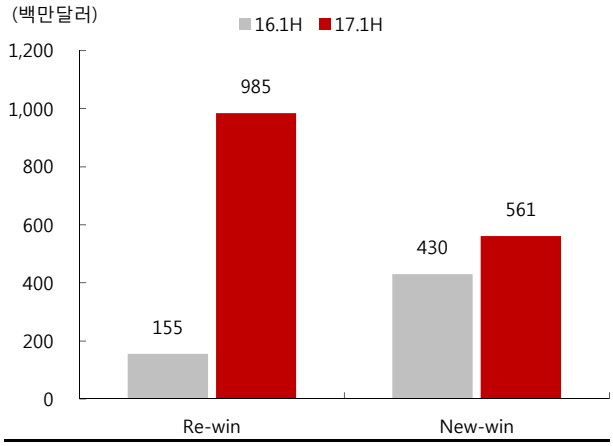
신규수주 - 친환경차 부품 수주 증가와 의미

신규수주는 17 년 상반기 기준 총 15 억 4,600 만 달러를 기록하며, 연초 가이던스였던 18 억 달러에 근접한 수준을 달성하였다. 하반기 수주까지 감안한다면 20 억 달러에 가까운 수주도 가능할 전망이다. 고객다변화와 제품경쟁력을 통한 친환경차 부품 수주 확대를 통해 규모뿐만 아니라 내용면에서도 의미가 있다는 판단이다.

New-win 에서 신규고객의 비중은 상반기 기준으로 56%를 기록하였으며, 친환경차 부품은 55%, 2 분기로만 국한하자면 67%를 차지하였다. 기존 현대차그룹과 Ford 뿐만이 아닌 신규 업체의 친환경차 플랫폼을 수주한 영향이 컸다. Re-win 의 증가는 현대차그룹의 차세대 플랫폼 수주에 기인한다. 기존까지는 공장/기종별로 개별 수주가 진행되었다면, 차세대부터는 주요 플랫폼에 속한 차종들에 대해서 일괄 수주가 이루어지는 방식으로 변경되었다.

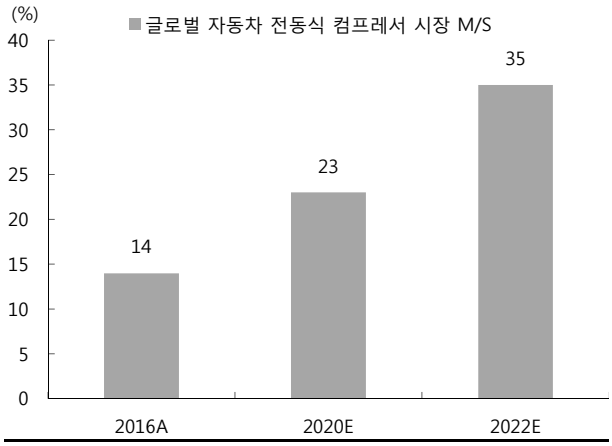
친환경차 수주 현황과 향후 시장 전망치를 감안한다면 동사의 글로벌 전동식 컴프레서 시장점유율은 2016 년 14%에서 20 년 23%, 22 년 35%로 높아질 것으로 예상된다. 차량당 사이클이 통상 5.5 년임을 감안한다면 19~20 년부터 출시되는 신차에 대한 높은 수주현황은 향후 매출 및 수익성 증가와 더불어 해당 시장에 대한 선점효과와 진입장벽을 갖출 수 있는 요인으로 작용할 것이다.

<그림 1> 상반기 신규 수주 동향 - Re-win, New-win 모두 증가



자료: 한온시스템, SK 증권

<그림 2> 한온시스템 전동식 컴프레서 시장 점유율 전망



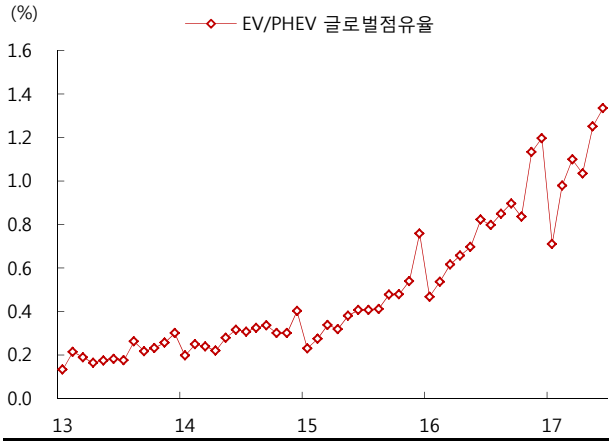
자료: 한온시스템, SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 14,500 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 13,000 원에서 수정 12MF EPS 604 원에 Target Multiple 24.4 배를 적용한 14,500 원으로 상향한다. Target Multiple 은 2016 년 PER 의 상단을 적용하였다.

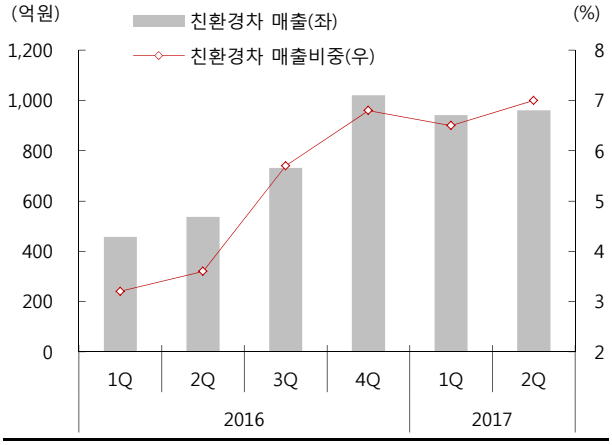
높은 Valuation 에 대한 부담감과 논란은 계속 되겠으나 1)EV/PHEV 의 글로벌 점유율은 16 년 이후로 지속적으로 높아지고 있고, 2)각국의 규제 대응을 위해 업체들의 친환경차 출시는 앞으로도 계속될 예정이며, 3)커져가는 시장에서 기술력을 통한 수주활동으로 선점해가고 있다는 점, 4)실적 측면에서 동사의 친환경차 매출도 17 년 2 분기 현재 7.0%로 상승하며 매출에 기여하고 있고, 5)수주한 차종들이 향후 출시되기 시작한다면 물량 증가와 함께 현재 전사 마진보다 낮은 친환경차 부품의 수익성 개선이 진행될 것이라는 점을 감안할 필요가 있다는 판단이다.

<그림 3> 글로벌 친환경 차량 점유율



자료: 한온시스템 SK 증권

<그림 4> 한온시스템 친환경부품 매출 비중



자료: 한온시스템, SK 증권

<그림 5> 테슬라 Model 3

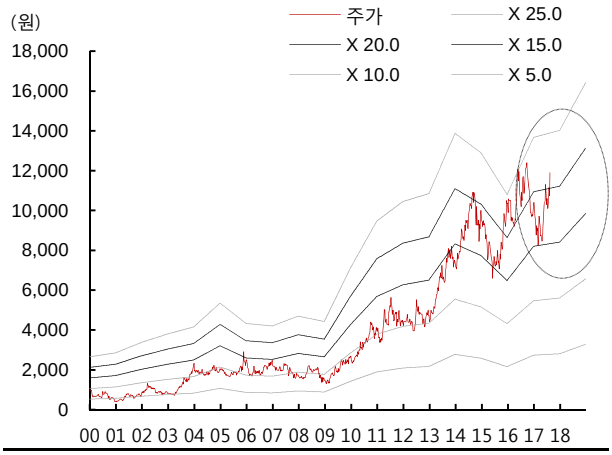
자료: 각사, SK 증권

<그림 6> VW ID

자료: 각사, SK 증권

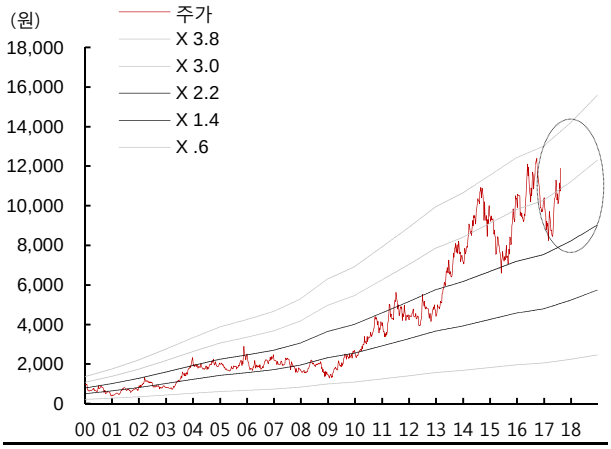
Analyst 권순우 soonwoo@sk.com / 02-3773-8882

<그림 7> PER 밴드차트 - 한온시스템



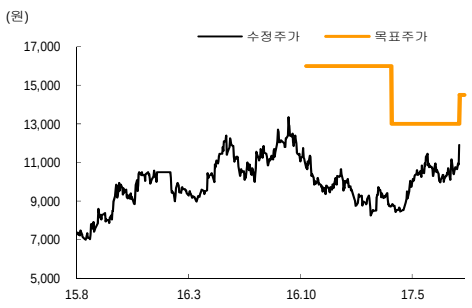
자료: Quantiwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantiwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.21	매수	14,500원
	2017.07.11	매수	13,000원
	2017.04.12	매수	13,000원
	2016.11.23	매수	16,000원
	2016.10.31	매수	16,000원



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 (2017 년 8 월 21 일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	25,243	27,931	29,856
현금및현금성자산	4,471	4,252	7,868	9,254	10,252
매출채권및기타채권	10,388	9,642	9,524	10,302	10,854
재고자산	3,822	4,297	4,245	4,591	4,837
비유동자산	14,658	17,088	16,017	14,420	13,196
장기금융자산	14	37	504	504	504
유형자산	10,927	11,781	9,819	7,856	6,285
무형자산	2,074	3,503	3,824	3,997	4,142
자산총계	34,594	38,597	41,260	42,351	43,052
유동부채	14,309	14,634	12,643	13,045	13,185
단기금융부채	3,412	3,171	1,317	817	317
매입채무 및 기타채무	8,322	8,650	8,544	9,242	9,737
단기충당부채	24	51	50	54	57
비유동부채	2,290	5,114	7,690	6,926	6,184
장기금융부채	692	3,597	5,979	4,979	3,979
장기매입채무 및 기타채무	142	152	152	152	152
장기충당부채	417	526	565	598	632
부채총계	16,599	19,748	20,333	19,971	19,369
지배주주지분	17,447	18,276	20,273	21,618	22,807
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-231	-227	-227	-227
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	18,296	19,366	21,114	22,213	23,155
비지배주주지분	547	573	655	762	877
자본총계	17,994	18,849	20,928	22,380	23,683
부채와자본총계	34,594	38,597	41,260	42,351	43,052

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	56,337	60,937	64,206
매출원가	46,970	48,048	47,245	51,047	53,721
매출총이익	8,611	8,989	9,092	9,891	10,485
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	16.1	16.2	16.3
판매비와관리비	5,015	4,763	4,491	4,598	4,905
영업이익	3,596	4,225	4,601	5,292	5,580
영업이익률 (%)	6.5	7.4	8.2	8.7	8.7
비영업손익	-139	-69	-358	-307	-323
순금융비용	62	153	80	78	82
외환관련손익	-106	-31	-176	-39	-41
관계기업투자등 관련손익	126	90	101	183	193
세전계속사업이익	3,457	4,157	4,243	4,985	5,257
세전계속사업이익률 (%)	6.2	7.3	7.5	8.2	8.2
계속사업법인세	1,023	1,119	1,182	1,346	1,367
계속사업이익	2,434	3,038	3,061	3,639	3,890
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,434	3,038	3,061	3,639	3,890
순이익률 (%)	4.4	5.3	5.4	6.0	6.1
지배주주	2,305	2,921	2,949	3,501	3,745
지배주주귀속 순이익률(%)	4.15	5.12	5.23	5.75	5.83
비지배주주	129	116	112	138	145
총포괄이익	2,428	2,771	3,276	3,855	4,106
지배주주	2,297	2,665	3,195	3,747	3,991
비지배주주	131	106	81	107	115
EBITDA	5,334	6,087	7,138	7,933	7,857

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,503	3,968	5,436	6,216	6,235
당기순이익(손실)	2,434	3,038	3,061	3,639	3,890
비현금성항목등	3,478	4,030	4,141	4,294	3,967
유형자산감가상각비	1,698	1,758	2,010	1,963	1,570
무형자산상각비	41	104	527	678	706
기타	715	1,062	381	374	393
운전자본감소(증가)	-596	-2,049	-262	-371	-256
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	587	-104	-778	-553
재고자산감소(증가)	-296	-689	-169	-347	-246
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-55	-993	698	496
기타	-121	-1,892	1,003	55	47
법인세납부	-812	-1,051	-1,504	-1,346	-1,367
투자활동현금흐름	-2,452	-4,399	-1,710	-772	-767
금융자산감소(증가)	-40	-124	-7	0	0
유형자산감소(증가)	-2,153	-2,306	-773	0	0
무형자산감소(증가)	-390	-851	-851	-851	-851
기타	131	-1,118	-79	80	84
재무활동현금흐름	-1,253	287	10	-4,060	-4,468
단기금융부채증가(감소)	-28	-469	-1,549	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	-11	2,948	2,493	-1,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,080	-2,033	-2,002	-2,402	-2,802
기타	-135	-159	-133	-157	-166
현금의 증가(감소)	658	-220	3,617	1,385	999
기초현금	3,813	4,471	4,252	7,868	9,254
기말현금	4,471	4,252	7,868	9,254	10,252
FCF	2,267	1,305	4,326	5,282	5,299

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.9	2.6	-1.2	8.2	5.4
영업이익	-2.9	17.5	8.9	15.0	5.4
세전계속사업이익	-6.8	20.2	2.1	17.5	5.5
EBITDA	-0.4	14.1	17.3	11.1	-1.0
EPS(계속사업)	-16.3	26.7	0.9	18.7	7.0
수익성 (%)					
ROE	13.7	16.4	15.3	16.7	16.9
ROA	7.3	8.3	7.7	8.7	9.1
EBITDA마진	9.6	10.7	12.7	13.0	12.2
안정성 (%)					
유동비율	139.3	147.0	199.7	214.1	226.4
부채비율	92.3	104.8	97.2	89.2	81.8
순차입금/자기자본	-2.8	12.3	-5.2	-17.8	-27.3
EBITDA/이자비용(배)	39.6	29.2	48.9	50.4	47.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	432	547	552	656	702
BPS	3,268	3,424	3,798	4,050	4,273
CFPS	758	896	1,028	1,151	1,128
주당 현금배당금	970	225	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	24.4	21.5	18.1	17.0
PER(최저)	15.3	16.4	14.9	12.6	11.8
PBR(최고)	3.2	3.9	3.1	2.9	2.8
PBR(최저)	2.0	2.6	2.2	2.0	1.9
PCR	13.7	11.5	11.6	10.3	10.6
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.3	8.9	7.7	7.5
EV/EBITDA(최저)	6.8	8.5	6.2	5.2	5.0

자료 : 한온시스템, SK증권 추정