

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	56,583 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스유	69.98%
한회사(외1)	
국민연금공단	5.00%
외국인지분율	20.40%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(17/07/10)	10,600 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	114 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	2.5%
6개월	1.9%	-12.2%
12개월	1.9%	-15.5%

한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 13,000 원(유지))

미래성장에 초점을 맞추자

17 년 2 분기 실적 매출액 1 조 4,735 억원(YoY -1.2%), 영업이익 976 억원(YoY 2.7%, OPM 6.6%), 당기순이익 682 억원(YoY 6.8%, NIM 4.6%) 전망

높은 ASP 와 신규장착으로 외형성장과 수익성에 크게 기여할 수 있는 친환경차 향 부품에 초점을 맞출 필요. 3%대까지 높아진 글로벌 친환경차 판매비중과 현대차그룹의 판매량을 감안한다면 예상보다 빠른 실적기여가 가능할 전망

2Q17 Preview - 매출액 1 조 4,735 억원, 영업이익 976 억원(OPM 6.6%),

17 년 2 분기 실적은 매출액 1 조 4,735 억원(YoY -1.2%), 영업이익 976 억원(YoY 2.7%, OPM 6.6%), 당기순이익 682 억원(YoY 6.8%, NIM 4.6%)를 기록할 것으로 전망한다. 현대차그룹의 중국부진으로 인해 이익기여도가 높은 중국수익성은 악화되었지만, 전년 동기 통상임금 관련 충당금 기저효과로 인해 아시아법인 영업이익률은 3.3%를 기록할 것으로 예상된다. 유럽법인 역시 수익성 개선활동이 지속되며 5.8% 영업이익률로 양호한 실적을 기록할 전망이다.

미래성장에 초점을 맞추자

2 분기 시장기대치를 다소 하회할 것으로 예상되나 높은 기술력을 바탕으로 한 수주확동이 성공적으로 진행되며 작년 12 억달러에서 올해 18 억달러로 계획되었던 수주는 초과달성 가능할 것으로 기대한다. 또한 높은 ASP 와 신규장착으로 외형성장과 수익성에 크게 기여할 수 있는 친환경차 향 부품에 초점을 맞출 필요가 있다. 현재 글로벌 판매에서 3%대까지 높아진 친환경차 비중(HEV 제외시 1.0~1.5%대)과 현대차그룹 아이오닉과 니로 등의 판매비중 확대 등을 감안한다면 예상보다 빠른 실적기여가 가능할 전망이다.

그리고 현재 진행 중인 중국로컬업체와의 JV 설립이 가시화 된다면 고객다변화라는 측면과 함께 현대차그룹향 높은 의존도를 낮출 수 있을 것으로 기대한다. 실적우려보다는 미래성장에 초점을 맞추어 조정시 매수로 대응하는 것이 바람직하다는 판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	54,549	55,581	57,037	58,120	60,178	61,893
yoy	%	5.1	1.9	2.6	1.9	3.5	2.9
영업이익	억원	3,703	3,596	4,225	4,748	4,969	5,118
yoy	%	1.9	-2.9	17.5	12.4	4.7	3.0
EBITDA	억원	5,357	5,334	6,087	7,130	7,486	7,296
세전이익	억원	3,709	3,457	4,157	4,551	4,675	4,816
순이익(지배주주)	억원	2,754	2,305	2,921	3,186	3,290	3,541
영업이익률%	%	6.8	6.5	7.4	8.2	8.3	8.3
EBITDA%	%	9.8	9.6	10.7	12.3	12.4	11.8
순이익률	%	5.3	4.4	5.3	5.6	5.7	5.9
EPS	원	516	432	547	597	616	663
PER	배	18.8	24.0	18.8	17.4	16.9	15.7
PBR	배	3.2	3.2	3.0	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	배	10.0	10.5	9.6	7.7	7.0	6.9
ROE	%	17.7	13.7	16.4	16.4	15.6	16.0
순차입금	억원	292	-494	2,313	-1,725	-4,418	-6,650
부채비율	%	94.0	92.3	104.8	97.7	88.2	79.9

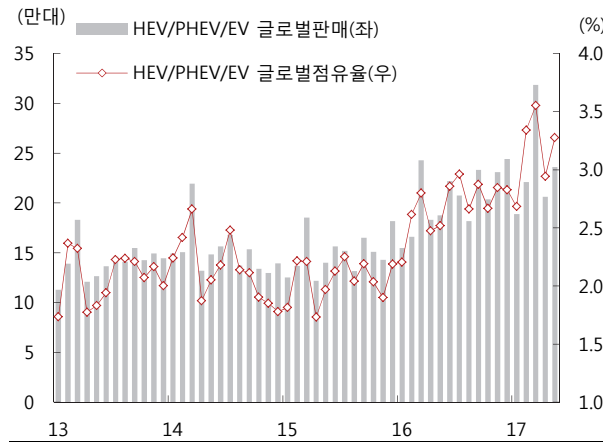
<표 1> 한온시스템 2017 년 2 분기 실적 Preview

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,490	14,735	-1.2%	1.7%
아시아	10,239	10,386	9,672	10,963	10,132	10,166	-2.1%	0.3%
미주	2,523	2,761	2,697	2,530	2,786	2,789	1.0%	0.1%
유럽	6,562	6,780	5,127	6,500	6,706	7,011	3.4%	4.5%
연결조정	-5,042	-5,020	-4,666	-4,976	-5,134	-5,231	4.2%	1.9%
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,578	12,100	12,525	-2.2%	3.5%
%	83.7	85.9	83.5	83.8	83.5	85.0	-0.9%p	1.5%p
판매비	1,286	1,148	1,050	1,279	1,118	1,235	7.5%	10.4%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	7.7	8.4	0.7%p	0.7%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,272	976	2.7%	-23.3%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	6.6	0.3%p	-2.2%p
아시아	838.5	475	783	498	676	333	-30.0%	-50.8%
%	8.2	4.6	8.1	4.5	6.7	3.3	-1.3%p	-3.4%p
미주	187	151	147	141	117	114	-24.4%	-2.3%
%	7.4	5.5	5.5	5.6	4.2	4.1	-1.4%p	-0.1%p
유럽	-115	205	80	210	447	403	96.5%	-9.8%
%	-1.8	3.0	1.6	3.2	6.7	5.8	2.7%p	-0.9%p
연결조정	138	118	57	311	101	126	6.1%	24.3%
영업외이익	-7	-69	-49	-49	-239	-28	적지	적지
%	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.7	-0.2	0.3%p	1.5%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,112	1,032	948	7.6%	-8.2%
%	7.3	5.9	7.9	7.4	7.1	6.4	0.5%p	-0.7%p
법인세	318	242	282	277	290	265	9.9%	-8.5%
%	30.6	27.4	27.7	24.9	28.1	28.0	0.6%p	-0.1%p
당기순이익	723	639	736	939	742	682	6.8%	-8.0%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	4.6	0.3%p	-0.5%p
지배주주	685	601	690	946	714	687	14.4%	-3.7%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	4.7	0.6%p	-0.3%p

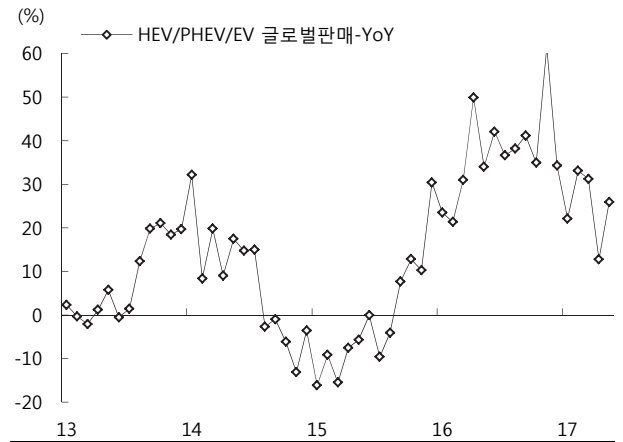
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

<그림 1> 글로벌 친환경차량 판매 - 3%대에 안착한 친환경차 판매



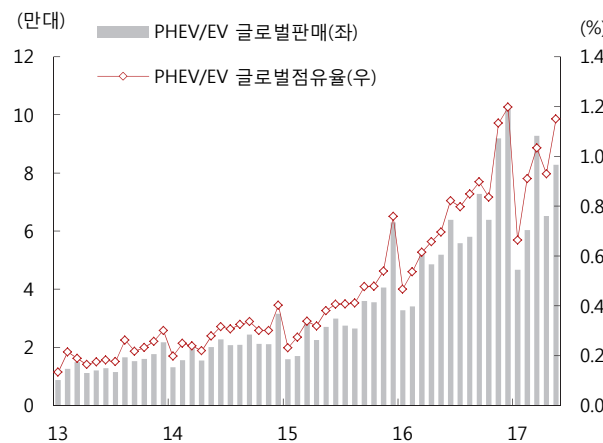
자료: Markline, SK 증권

<그림 2> 글로벌 친환경차량 판매 YoY - 10% 성장 지속



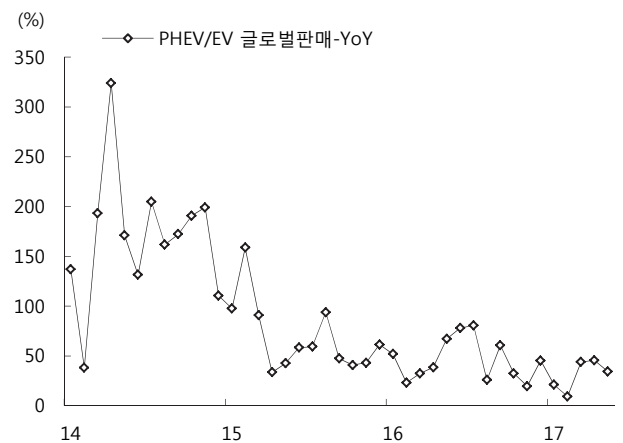
자료: Markline, SK 증권

<그림 3> PHEV/EV 글로벌 판매 추이



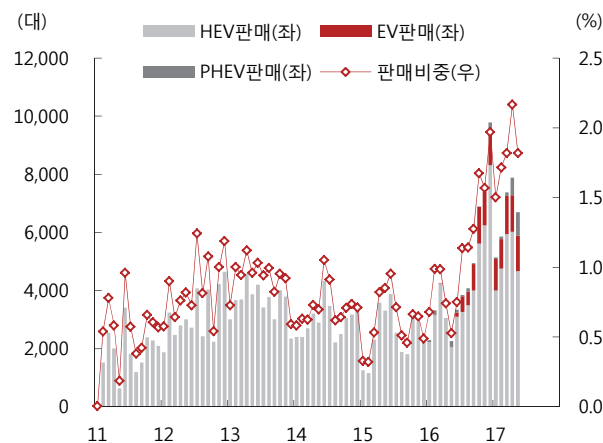
자료: Markline, SK 증권

<그림 4> PHEV/EV 글로벌 판매 YoY



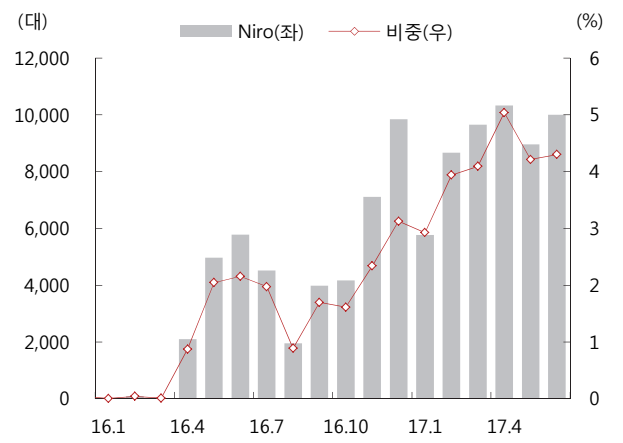
자료: Markline, SK 증권

<그림 5> 친환경차 판매 - 현대차, 친환경차 판매비중 상승



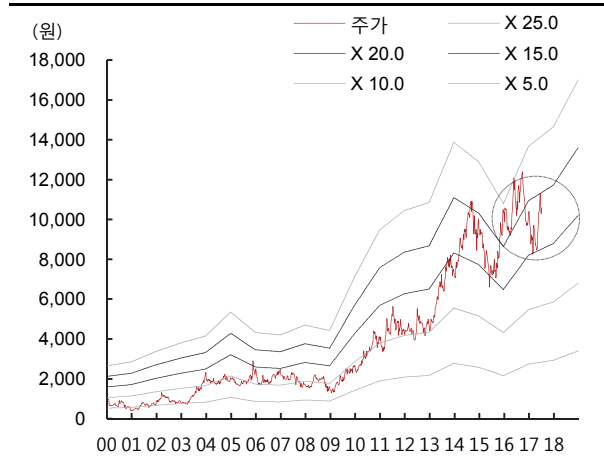
자료: 현대차, SK 증권

<그림 6> 기아차 Niro 판매 추이 - 4%대 비중



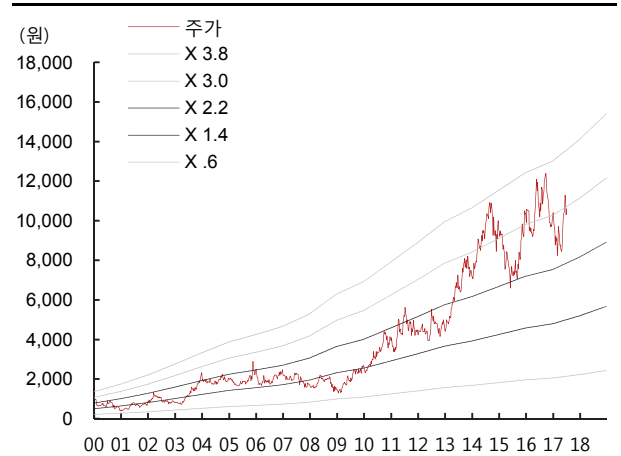
자료: 기아차, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

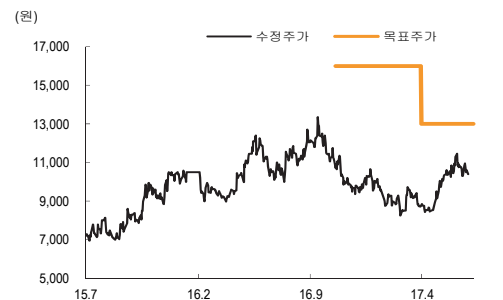
<그림 8> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	26,383	28,158	29,377
현금및현금성자산	4,471	4,252	8,503	9,695	10,428
매출채권및기타채권	10,388	9,642	9,826	10,173	10,463
재고자산	3,822	4,297	4,379	4,534	4,663
비유동자산	14,658	17,088	15,412	13,932	12,796
장기금융자산	14	37	504	504	504
유형자산	10,927	11,781	9,200	7,361	5,889
무형자산	2,074	3,503	3,824	3,997	4,142
자산총계	34,594	38,597	41,795	42,090	42,172
유동부채	14,309	14,634	12,992	12,896	12,732
단기금융부채	3,412	3,171	1,317	817	317
매입채무 및 기타채무	8,322	8,650	8,815	9,127	9,387
단기충당부채	24	51	52	54	55
비유동부채	2,290	5,114	7,660	6,826	5,999
장기금융부채	692	3,597	5,979	4,979	3,979
장기매입채무 및 기타채무	142	152	152	152	152
장기충당부채	417	526	575	594	612
부채총계	16,599	19,748	20,652	19,721	18,731
지배주주지분	17,447	18,276	20,510	21,644	22,629
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	21,350	22,239	22,977
비지배주주지분	547	573	633	725	813
자본총계	17,994	18,849	21,143	22,369	23,442
부채외자본총계	34,594	38,597	41,795	42,090	42,172

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,503	3,968	5,188	6,061	6,005
당기순이익(손실)	2,434	3,038	3,276	3,413	3,660
비현금성항목등	3,478	4,030	3,918	4,073	3,636
유형자산감가상각비	1,698	1,758	1,855	1,839	1,471
무형자산감가상각비	41	104	527	678	706
기타	715	1,062	171	300	309
운전자본감소(증가)	-596	-2,049	-408	-162	-134
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	587	-405	-348	-290
재고자산감소(증가)	-296	-689	-303	-155	-129
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-55	-722	312	260
기타	-121	-1,892	1,022	29	25
법인세납부	-812	-1,051	-1,597	-1,262	-1,156
투자활동현금흐름	-2,452	-4,399	-805	-793	-791
금융자산감소(증가)	-40	-124	-7	0	0
유형자산감소(증가)	-2,153	-2,306	149	0	0
무형자산감소(증가)	-390	-851	-851	-851	-851
기타	131	-1,118	-96	58	60
재무활동현금흐름	-1,253	287	-12	-4,076	-4,482
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	-155	-174	-179
현금의 증가(감소)	658	-220	4,252	1,192	732
기초현금	3,813	4,471	4,252	8,503	9,695
기말현금	4,471	4,252	8,503	9,695	10,428
FCF	2,267	1,305	5,046	5,131	5,082

자료: 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	58,120	60,178	61,893
매출원가	46,970	48,048	48,925	50,596	51,977
매출총이익	8,611	8,989	9,195	9,581	9,916
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	15.8	15.9	16.0
판매비와관리비	5,015	4,763	4,447	4,613	4,799
영업이익	3,596	4,225	4,748	4,969	5,118
영업이익률 (%)	6.5	7.4	8.2	8.3	8.3
비영업손익	-139	-69	-197	-294	-302
순금융비용	62	153	119	116	119
외환관련손익	-106	-31	-196	-58	-60
관계기업투자등 관련손익	126	90	112	181	186
세전계속사업이익	3,457	4,157	4,551	4,675	4,816
세전계속사업이익률 (%)	6.2	7.3	7.8	7.8	7.8
계속사업법인세	1,023	1,119	1,275	1,262	1,156
계속사업이익	2,434	3,038	3,276	3,413	3,660
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,434	3,038	3,276	3,413	3,660
순이익률 (%)	4.4	5.3	5.6	5.7	5.9
지배주주	2,305	2,921	3,186	3,290	3,541
지배주주귀속 순이익률(%)	4.15	5.12	5.48	5.47	5.72
비지배주주	129	116	90	122	119
총포괄이익	2,428	2,771	3,491	3,628	3,876
지배주주	2,297	2,665	3,432	3,536	3,787
비지배주주	131	106	60	92	88
EBITDA	5,334	6,087	7,130	7,486	7,296

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.9	2.6	1.9	3.5	2.9
영업이익	-2.9	17.5	12.4	4.7	3.0
세전계속사업이익	-6.8	20.2	9.5	2.7	3.0
EBITDA	-0.4	14.1	17.1	5.0	-2.5
EPS(계속사업)	-16.3	26.7	9.1	3.3	7.6
수익성 (%)					
ROE	13.7	16.4	16.4	15.6	16.0
ROA	7.3	8.3	8.2	8.1	8.7
EBITDA마진	9.6	10.7	12.3	12.4	11.8
안정성 (%)					
유동비율	139.3	147.0	203.1	218.4	230.7
부채비율	92.3	104.8	97.7	88.2	79.9
순차입금/자기자본	-2.8	12.3	-8.2	-19.8	-28.4
EBITDA/이자비용(배)	39.6	29.2	42.3	43.0	40.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	432	547	597	616	663
BPS	3,268	3,424	3,842	4,055	4,239
CFPS	758	896	1,043	1,088	1,071
주당 현금배당금	970	225	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	24.4	19.2	18.6	17.3
PER(최저)	15.3	16.4	13.8	13.4	12.4
PBR(최고)	3.2	3.9	3.0	2.8	2.7
PBR(최저)	2.0	2.6	2.2	2.0	2.0
PCR	13.7	11.5	10.0	9.6	9.7
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.3	8.5	7.8	7.7
EV/EBITDA(최저)	6.8	8.5	6.1	5.5	5.3