

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

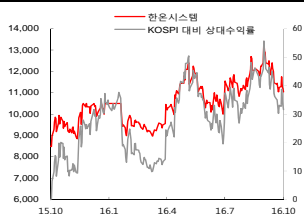
Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	58,985 억원
주요주주	
한앤큐오토홀딩스유	69.98%
한회(사외1)	
국민연금공단	5.00%
외국인지분율	19.20%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(16/10/30)	11,050 원
KOSPI	2019.42 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	8,480 원
60일 평균 거래대금	123 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.7%	-13.2%
6개월	8.3%	7.3%
12개월	30.2%	31.6%

한온시스템 (018880/KS | 매수(신규편입) | T.P 16,000 원(신규편입))

변화와 규제가 담보하는 성장, 높은 valuation 은 정당하다

전기차 시장의 확대는 전기차용 공조시스템 공급능력 갖추고 있는 동사에 기회요인

1)규제로 인한 필수 아이템 탑재 증가, 2)전기차 시장의 확대, 3)완성차 부품공용화 정책으로 인한 빈익빈부익부 현상에서의 수혜, 4)공조시스템에 특화된 사업구조를 감안한다면 완성차와 타부품사 대비 Premium 은 정당하다는 판단

투자의견 매수, 목표주가 16,000 원으로 커버리지 개시

변화와 규제에 대응할 수 있는 아이템, 그리고 경쟁우위의 기술력

전기차 시장의 확대는 Heat-pump system 및 전동식 컴프레서를 중심으로 전기차용 공조시스템 공급능력 갖추고 있는 동사에 기회요인으로 작용할 것으로 예상된다. 현재 납품할 수 있는 기술력을 보유한 업체는 동사를 포함하여 일본의 덴소와 산텐 등 일부 업체로 제한적인 상황이라는 점을 감안하면, 향후 과점화 가능성도 기대할 수 있다.

또한 친환경차를 제외하더라도 연비개선과 온실가스 규제도 동사의 믹스개선에 긍정적으로 작용할 전망이다. 특히 EPA 에서는 1)A/C Efficiency Credits 을 통하여 A/C 효율 개선에 따른 이산화탄소 저감량을 Credit 으로 부여하여 실제 운전시 연비 개선 효과와 환경개선 효과를 피하고 있으며, 2) A/C Leakage Credits 을 통해 온실효과에 영향을 주는 HFC-134a, HFO-1234yf 등 냉매유출을 차량의 에어컨 시스템 디자인을 통해서 저감할 수 있도록 유도하고 있다. 완성차업체는 이러한 규제에 대응해야 하며, 이는 대응 가능한 기술력을 보유한 동사에 추가적인 성장모멘텀이다.

투자의견 매수, 목표주가 16,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 16,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2017 년 예상 EPS 629 원에 Target multiple 은 과거 3 년 내 고점 수준인 PER 25.5 배를 적용하였다. 지속적으로 동사의 높은 valuation 에 대한 논란은 있겠지만, 1)규제로 인한 필수 아이템 탑재 증가, 2)전기차 시장의 확대, 3)완성차 부품공용화 정책으로 인한 빈익빈부익부 현상에서의 수혜, 4)공조시스템에 특화된 사업구조를 감안한다면 완성차와 타부품사 대비 Premium 은 정당하다는 판단이다. 과거 Tesla 를 중심으로 부여되었던 전기차에 대한 높은 valuation 은 헤게머니의 이동과 함께 전이될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	51,894	54,549	55,581	58,128	60,927	62,857
yoy	%	42.1	5.1	1.9	4.6	4.8	3.2
영업이익	억원	3,635	3,703	3,596	4,105	4,627	4,855
yoy	%	17.4	1.9	-2.9	14.2	12.7	4.9
EBITDA	억원	5,255	5,357	5,334	5,947	6,930	6,781
세전이익	억원	3,967	3,709	3,457	4,017	4,656	4,885
순이익(지배주주)	억원	2,964	2,754	2,305	2,794	3,351	3,514
영업이익률%	%	7.0	6.8	6.5	7.1	7.6	7.7
EBITDA%	%	10.1	9.8	9.6	10.2	11.4	10.8
순이익률	%	6.0	5.3	4.4	5.1	5.8	5.9
EPS	원	555	516	432	523	628	658
PER	배	14.0	18.8	24.0	21.1	17.6	16.8
PBR	배	2.8	3.2	3.2	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	8.0	10.0	10.6	10.0	8.1	7.8
ROE	%	20.5	17.7	13.7	15.4	16.8	16.1
순차입금	억원	-446	292	-494	-1,349	-4,857	-7,674
부채비율	%	91.7	94.0	92.3	96.8	84.6	73.0























한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q	16.3Q(F)	16.4Q(F)	2015	2016(F)	2017(F)	YoY
매출액	13,754	13,928	13,291	14,607	14,281	14,908	13,679	15,260	55,581	58,128	60,927	4.8%
한국	5,713	5,739	5,242	6,045	5,706	5,891	4,823	5,924	22,739	22,343	23,531	5.3%
중국	2,725	2,754	2,531	3,349	2,924	2,947	2,658	3,517	11,359	12,045	12,415	3.1%
미주	2,414	2,426	2,567	2,330	2,523	2,761	2,644	2,400	9,738	10,328	10,638	3.0%
유럽	5,899	6,053	5,889	5,877	6,562	6,780	6,478	6,464	23,717	26,284	27,469	4.5%
기타	1,479	1,424	1,646	1,489	1,609	1,549	1,794	1,638	6,037	6,590	7,117	8.0%
연결조정	-4,476	-4,468	-4,583	-4,482	-5,042	-5,020	-4,717	-4,683	-18,010	-19,461	-20,243	4.0%
매출원가	11,588	11,894	11,375	12,114	11,947	12,810	11,764	12,894	46,970	49,415	51,302	3.8%
%	84.3	85.4	85.6	82.9	83.7	85.9	86.0	84.5	84.5	85.0	84.2	-0.8%p
판관비	1,364	1,183	1,180	1,287	1,286	1,148	1,007	1,168	5,015	4,608	4,998	8.5%
영업이익	802	851	736	1,206	1,048	950	908	1,198	3,596	4,105	4,627	12.7%
%	5.8	6.1	5.5	8.3	7.3	6.4	6.6	7.8	6.5	7.1	7.6	0.5%p
한국	38	66	91	291	402	-41	24	178	486	564	718	27.3%
%	0.7	1.2	1.7	4.8	7.1	-0.7	0.5	3.0	2.1	2.5	3.1	0.5%p
중국	283	347	262	431	346	412	369	510	1,323	1,638	1,627	-0.7%
%	10.4	12.6	10.4	12.9	11.8	14.0	13.9	14.5	11.6	13.6	13.1	-0.5%p
미주	93	87	95	66	187	151	132	101	340	571	588	3.0%
%	3.9	3.6	3.7	2.8	7.4	5.5	5.0	4.2	3.5	5.5	5.5	0.0%p
유럽	73	9	-66	35	-115	205	162	194	51	446	758	70.0%
%	1.2	0.1	-1.1	0.6	-1.8	3.0	2.5	3.0	0.2	1.7	2.8	1.1%p
기타	39.7	48.4	92.5	100.0	90	104	108	98	281	399	431	8.0%
%	2.7	3.4	5.6	6.7	5.6	6.7	6.0	6.0	4.6	6.1	6.1	0.0%p
연결조정	275	294	262	284	138	118	113	117	1,115	487	505	3.7%
영업외손익	9	81	-25	-204	-7	-69	75	-86	-139	-87	29	-133.3%
%	0.1	0.6	-0.2	-1.4	0.0	-0.5	1	-1	-0.2	-0.2	0.0	0.2%p
세전이익	811	933	712	1,002	1,042	881	984	1,111	3,457	4,017	4,656	15.9%
%	5.9	6.7	5.4	6.9	7.3	5.9	7.2	7.3	6.2	6.9	7.6	0.7%p
법인세	206	282	260	275	318	242	236	267	1,023	1,063	1,117	5.1%
%	25.4	30.2	36.6	27.5	30.6	27.4	24.0	24.0	29.6	26.5	24.0	-2.5%p
당기순이익	605	651	451	727	723	639	747	845	2,434	2,955	3,539	19.8%
%	4.4	4.7	3.4	5.0	5.1	4.3	5.5	5.5	4.4	5.1	5.8	0.7%p
지배주주	571	615	424	695	685	601	708	800	2,305	2,794	3,351	19.9%
%	4.1	4.4	3.2	4.8	4.8	4.0	5.2	5.2	4.1	4.8	5.5	0.7%p

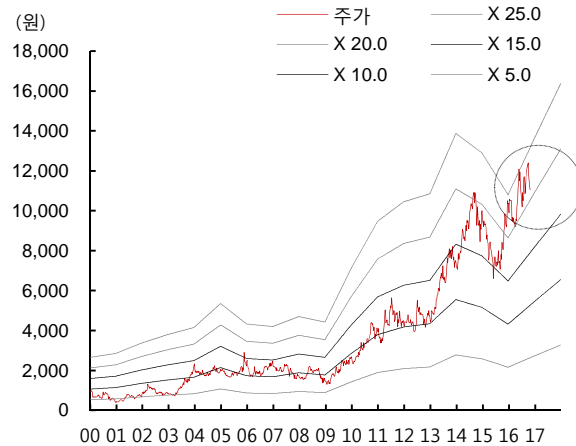
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

한온시스템 제품 포트폴리오 - 친환경 기술을 비롯하여 연비효율화, 경량화와 같은 규제 대응까지 가능한 제품 구성

Efficient	Light, Compact	Turbo	Diesel	Stop-Start	e-Mobility
 HV Modular Family Variable Compressor	 Sliding Door HVAC	 Charge Air Cooler (CAC)	 Exhaust Gas Recirculation (EGR)	 Cold Storage Evaporator	 FCEV Centrifugal Air Compressor
 High Efficiency Blower Scroll	 Rotary Suction Compressor (0.4kg lighter than Previous)	 Water-Cooled CAC	 Positive Temp Coefficient Heater	 48V e-Compressor	 Heat Pump
 Standardized High Performance-to-Weight Evaporator and Heater	 Split Condenser (0.24 Drag Coefficient)	 Low Temp Radiator	 Exhaust Heat Recovery Systems (EHRS)	 Electronic Coolant Pump	 Battery Thermal Management
	 Water-Air Cooled Condenser	 Charge Air Pre-Conditioner		 Electronic Coolant Valve	 iCOOL

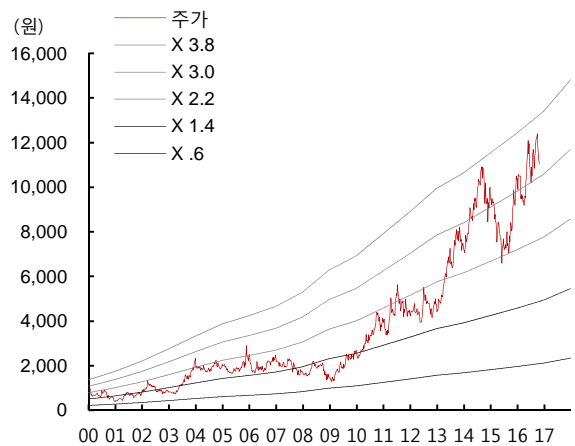
자료: 한온시스템 SK 증권

PER 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시

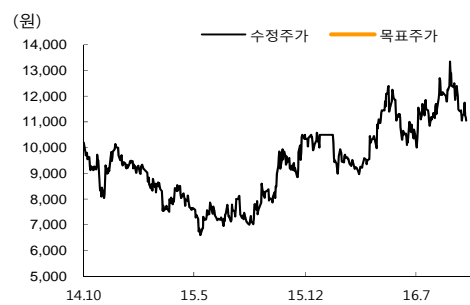
투자의견

목표주가

2016.10.30

매수
(담당자변경)

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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 10 월 24 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	18,562	19,935	23,915	27,195	29,044
현금및현금성자산	3,813	4,471	7,018	9,526	10,843
매출채권및기타채권	9,629	10,388	10,852	11,374	11,735
재고자산	3,718	3,822	3,993	4,185	4,318
비유동자산	13,838	14,658	14,517	13,157	12,172
장기금융자산	2	14	81	81	81
유형자산	10,528	10,927	10,088	8,043	6,413
무형자산	1,718	2,074	2,406	2,791	3,139
자산총계	32,400	34,594	38,432	40,352	41,217
유동부채	11,239	14,309	13,687	13,735	13,613
단기금융부채	1,404	3,412	2,101	1,601	1,101
매입채무 및 기타채무	8,151	8,322	8,693	9,112	9,401
단기충당부채	3	24	26	27	28
비유동부채	4,462	2,290	5,220	4,760	3,773
장기금융부채	2,772	692	3,667	3,167	2,167
장기매입채무 및 기타채무	302	301	153	153	153
장기충당부채	294	258	270	297	307
부채총계	15,700	16,599	18,907	18,495	17,387
지배주주지분	16,185	17,447	18,823	20,990	22,787
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-231	-231	-231	-231
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	16,971	18,296	19,512	21,528	23,174
비지배주주지분	515	547	702	867	1,043
자본총계	16,700	17,994	19,525	21,857	23,830
부채외자본총계	32,400	34,594	38,432	40,352	41,217

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,454	4,503	4,707	5,616	5,464
당기순이익(손실)	2,904	2,434	2,955	3,539	3,713
비현금성항목등	3,087	3,340	4,025	3,391	3,068
유형자산감가상각비	1,631	1,698	1,783	2,045	1,630
무형자산감가상각비	23	41	60	258	295
기타	542	577	1,015	-42	-44
운전자본감소(증가)	-1,791	-458	-1,124	-196	-145
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,152	-179	702	-523	-360
재고자산감소(증가)	-367	-236	-254	-192	-133
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	434	0	-1,168	419	289
기타	-706	-44	-404	100	60
법인세납부	-747	-812	-1,148	-1,117	-1,173
투자활동현금흐름	-2,673	-2,452	-1,943	-582	-580
금융자산감소(증가)	12	-40	-46	0	0
유형자산감소(증가)	-2,441	-2,153	-1,037	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-390	-643	-643	-643
기타	-198	131	-216	62	64
재무활동현금흐름	-572	-1,253	-122	-2,527	-3,567
단기금융부채증가(감소)	436	-28	-1,312	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	314	-11	2,972	-500	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,190	-1,080	-1,302	-1,335	-1,868
기타	-132	-135	-118	-192	-198
현금의 증가(감소)	345	658	2,547	2,508	1,318
기초현금	3,468	3,813	4,471	7,018	9,526
기말현금	3,813	4,471	7,018	9,526	10,843
FCF	1,109	2,108	2,994	4,980	4,828

자료 한온시스템 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	54,549	55,581	58,128	60,927	62,857
매출원가	45,461	46,970	49,415	51,302	52,864
매출총이익	9,088	8,611	8,713	9,625	9,993
매출총이익률 (%)	16.7	15.5	15.0	15.8	15.9
판매비와관리비	5,385	5,015	4,608	4,998	5,138
영업이익	3,703	3,596	4,105	4,627	4,855
영업이익률 (%)	6.8	6.5	7.1	7.6	7.7
비영업손익	6	-139	-87	29	30
순금융비용	75	62	169	131	135
외환관련손익	-162	-106	-84	-65	-67
관계기업투자등 관련손익	127	126	133	183	189
세전계속사업이익	3,709	3,457	4,017	4,656	4,885
세전계속사업이익률 (%)	6.8	6.2	6.9	7.6	7.8
계속사업법인세	805	1,023	1,063	1,117	1,173
계속사업이익	2,904	2,434	2,955	3,539	3,713
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,904	2,434	2,955	3,539	3,713
순이익률 (%)	5.3	4.4	5.1	5.8	5.9
지배주주	2,754	2,305	2,794	3,351	3,514
지배주주귀속 순이익률(%)	5.05	4.15	4.81	5.5	5.59
비지배주주	151	129	161	188	199
총포괄이익	2,438	2,428	3,083	3,667	3,841
지배주주	2,280	2,297	2,945	3,502	3,665
비지배주주	159	131	138	165	176
EBITDA	5,357	5,334	5,947	6,930	6,781

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.1	1.9	4.6	4.8	3.2
영업이익	1.9	-2.9	14.2	12.7	4.9
세전계속사업이익	-6.5	-6.8	16.2	15.9	4.9
EBITDA	2.0	-0.4	11.5	16.5	-2.1
EPS(계속사업)	-7.1	-16.3	21.2	19.9	4.9
수익성 (%)					
ROE	17.7	13.7	15.4	16.8	16.1
ROA	9.4	7.3	8.1	9.0	9.1
EBITDA마진	9.8	9.6	10.2	11.4	10.8
안정성 (%)					
유동비율	165.2	139.3	174.7	198.0	213.4
부채비율	94.0	92.3	96.8	84.6	73.0
순차입금/자기자본	1.8	-2.8	-6.9	-22.2	-32.2
EBITDA/이자비용(배)	39.8	39.6	25.7	36.1	34.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	516	432	523	628	658
BPS	3,032	3,268	3,526	3,932	4,269
CFPS	826	758	869	1,059	1,019
주당 현금배당금	970	970	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	21.3	24.3	25.5	21.3	20.3
PER(최저)	13.6	15.3	17.1	14.3	13.6
PBR(최고)	3.6	3.2	3.8	3.4	3.1
PBR(최저)	2.3	2.0	2.5	2.3	2.1
PCR	11.7	13.7	12.7	10.4	10.8
EV/EBITDA(최고)	11.3	10.7	12.0	9.8	9.7
EV/EBITDA(최저)	7.3	6.8	8.1	6.5	6.2