



하나금융그룹

2018년 4월 12일 | Equity Research

한온시스템 (018880)

1Q 부진. 친환경차 부품 증설 중

2Q 이후 낮은 기저로 증익 전환 예상

한온시스템에 대한 투자의견 Neutral과 목표주가 13,200원을 유지한다. 1분기 실적은 유럽의 호조에도 불구하고, 주요 고객사의 중국/북미/한국 출하부진과 Mix 하락으로 외형이 감소하면서 부진할 전망이다. 하지만, 2분기 이후 유럽 호조가 지속되는 가운데, 낮은 기저와 신차 투입을 기반으로 중국 실적이 개선될 것인 바 증익 국면으로 접어든다. Valuation 할증의 근거인 친환경차 부품군의 성장도 이어진다. 2017년 7.1%였던 친환경차 비중은 기존 고객의 EV 전용모델 확대와 신규 고객 영입에 힘입어 2020년 까지 10%로 상승할 전망이다. 관련하여 2018년 Capex 증가 소요가 있다. 다만, 2018년 기준 P/E 18배 중반으로 동종업체들 대비 80% 할증 거래되는 등 높은 Valuation이 주가 측면에서의 매력을 반감시킨다. 기대 배당수익률은 약 2.9%이다.

1Q18 Preview: 영업이익률 7.2% 전망

1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다(영업이익 기준 -13%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 4%/21% 감소한 1.39조원/998억원(영업이익률 7.2%, -1.6%p (YoY))으로 예상한다. 유럽 법인의 호조에도 불구하고, 한국/중국/북미에서 주요 고객사향 출하가 부진하고, Mix도 하향되어 외형이 감소하는 영향이 크다. 영업이익은 감소폭이 큰 편인데, 전년 동기의 높은 기저와 함께 외형 감소로 인한 공장 가동률 하락, 그리고 R&D 비용 증가 등이 수익성에 부정적인 영향을 미친 것으로 추정한다.

친환경차 비중은 점진 상승. 2018년 관련 시설투자 확대

한온시스템 내 친환경 부품의 비중은 7.1%(HEV용 포함, HEV용 제외한 순수 전기차 비중은 3%대)인데, 2020년까지 10%로 확대할 목표를 가지고 있다. 친환경 컴프레셔는 기계식에 비해 2배 정도 가격이 높아 물량보다 매출 기여가 클 것이다. 현재 주요 고객은 현대/기아와 미국 전기차 업체인데, 최근 중국 FAWER와 함께 전동컴프레셔(E-Comp) 생산을 위한 JV를 설립하면서(지분율 55%) 고객을 다변화할 계획이다. 중국 FAW-VW가 생산하는 VW 모델의 글로벌 플랫폼 MQB/MEB에 각각 2018년 말~2019년부터 납품을 시작하는데, 2022년 30만대 기준으로 약 710억원(66백만 \$)의 매출액이 기대된다. 한온시스템은 관련하여 중국 대련과 포루투갈 팔메라 공장에 전동컴프레셔 설비를 증설하면서 2018년 /2019년 Capex 투자를 늘릴 예정이다(2017년 3,150억원→2018년 약 4,500억원 계획 중).

Earnings Preview

Neutral

| TP(12M): 13,200원 | CP(4월 11일): 11,300원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,444.22		
52주 최고/최저(원)	14,550/8,430	매출액(십억원)	5,993.2 6,430.7
시가총액(십억원)	6,031.9	영업이익(십억원)	496.1 544.0
시가총액비중(%)	0.50	순이익(십억원)	355.2 392.9
발행주식수(천주)	533,800.0	EPS(원)	642 711
60일 평균 거래량(천주)	1,017.6	BPS(원)	4,063 4,432
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5		
18년 배당금(예상,원)	305		
18년 배당수익률(예상,%)	2.70		
외국인지분율(%)	19.66		
주요주주 지분율(%)			
한앤코오토홀딩스	50.50		
한국타이어	19.49		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대 (5.0) (8.9) 28.8			
상대 (4.5) (8.4) 12.0			

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,703.7	5,585.7	5,907.2	6,308.5	6,624.0
영업이익	십억원	422.5	468.4	487.3	524.3	563.7
세전이익	십억원	415.7	421.5	467.5	504.7	534.6
순이익	십억원	292.1	288.6	321.0	346.5	367.0
EPS	원	547	541	601	649	688
증감률	%	26.6	(1.1)	11.1	8.0	6.0
PER	배	18.82	25.71	18.79	17.41	16.43
PBR	배	3.01	3.75	2.82	2.61	2.40
EV/EBITDA	배	9.51	11.35	8.65	7.96	7.36
ROE	%	16.36	15.16	15.60	15.58	15.23
BPS	원	3,424	3,707	4,003	4,332	4,700
DPS	원	225	305	305	320	320



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하

02-3771-7794

asdfhjkl@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (YoY)	1,449 1	1,373 (8)	1,339 4	1,424 (5)	1,394 (4)	1,546 13	1,413 6	1,555 9	5,704 3	5,586 (2)	5,907 6	6,309 7
한국	618	667	621	543	610	679	663	599	2,313	2,449	2,551	2,746
아시아	395	291	351	435	383	445	417	453	1,832	1,473	1,698	1,894
북미	279	288	264	252	235	269	262	293	1,045	1,081	1,059	1,133
유럽	671	629	616	689	659	718	613	750	2,443	2,605	2,740	2,822
연결조정	(513)	(502)	(514)	(495)	(494)	(565)	(542)	(540)	(1,970)	(2,023)	(2,140)	(2,286)
매출총이익	239	217	217	274	212	254	234	281	899	946	980	1,031
판관비	112	114	116	136	112	120	120	141	476	478	493	507
영업이익 (YoY)	127 21	103 8	101 (6)	138 19	100 (21)	134 30	114 14	139 1	423 18	468 11	487 4	524 8
한국	32	80	47	46	31	68	53	54	88	204	205	220
아시아	36	24	26	47	34	44	38	43	171	134	160	180
북미	12	12	12	7	9	11	10	9	63	42	39	45
유럽	45	(5)	6	35	23	18	9	30	38	81	80	99
연결조정	3	(9)	11	2	2	(8)	4	4	62	7	3	(19)
세전이익	103	98	101	119	95	129	110	134	416	422	468	505
순이익	74	69	76	79	68	91	78	95	304	298	332	358
지배주주순이익	71	67	73	77	66	88	75	92	292	289	321	347
Margin												
매출총이익률	16.5	15.8	16.2	19.2	15.2	16.4	16.6	18.1	15.8	16.9	16.6	16.4
영업이익률	8.8	7.5	7.5	9.7	7.2	8.6	8.1	9.0	7.4	8.4	8.2	8.3
순이익률	5.1	5.0	5.7	5.5	4.9	5.9	5.5	6.1	5.3	5.3	5.6	5.7

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,703.7	5,585.7	5,907.2	6,308.5	6,624.0
매출원가	4,804.8	4,639.4	4,926.8	5,277.1	5,535.4
매출총이익	898.9	946.3	980.4	1,031.4	1,088.6
판관비	476.3	477.8	493.2	507.1	524.9
영업이익	422.5	468.4	487.3	524.3	563.7
금융순익	(22.0)	(13.7)	(13.4)	(14.3)	(13.7)
종속/관계기업순익	9.0	8.5	8.9	9.4	9.8
기타영업외순익	6.1	(41.8)	(15.3)	(14.7)	(25.3)
세전이익	415.7	421.5	467.5	504.7	534.6
법인세	111.9	123.1	135.6	146.4	155.0
계속사업이익	303.8	298.4	332.0	358.3	379.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	303.8	298.4	332.0	358.3	379.6
비지배주주지분					
순이익	11.6	9.8	11.0	11.8	12.5
지배주주순이익	292.1	288.6	321.0	346.5	367.0
지배주주지분포괄이익	266.5	310.6	324.9	350.7	371.5
NOPAT	308.8	331.6	346.0	372.3	400.2
EBITDA	608.7	669.9	731.1	796.2	843.6
성장률(%)					
매출액증가율	2.6	(2.1)	5.8	6.8	5.0
NOPAT증가율	22.0	7.4	4.3	7.6	7.5
EBITDA증가율	14.1	10.1	9.1	8.9	6.0
영업이익증가율	17.5	10.9	4.0	7.6	7.5
(지배주주)순이익증가율	26.7	(1.2)	11.2	7.9	5.9
EPS증가율	26.6	(1.1)	11.1	8.0	6.0
수익성(%)					
매출총이익률	15.8	16.9	16.6	16.3	16.4
EBITDA이익률	10.7	12.0	12.4	12.6	12.7
영업이익률	7.4	8.4	8.2	8.3	8.5
계속사업이익률	5.3	5.3	5.6	5.7	5.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	547	541	601	649	688
BPS	3,424	3,707	4,003	4,332	4,700
CFPS	1,324	1,338	1,356	1,480	1,566
EBITDAPS	1,140	1,255	1,370	1,491	1,580
SPS	10,685	10,464	11,066	11,818	12,409
DPS	225	305	305	320	320
주가지표(배)					
PER	18.8	25.7	18.8	17.4	16.4
PBR	3.0	3.7	2.8	2.6	2.4
PCFR	7.8	10.4	8.3	7.6	7.2
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.6	8.0	7.4
PSR	1.0	1.3	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	16.4	15.2	15.6	15.6	15.2
ROA	8.0	7.2	7.6	7.7	7.7
ROIC	15.7	15.2	14.6	14.3	14.6
부채비율	104.8	102.8	98.6	95.1	90.5
순부채비율	12.3	6.5	10.9	10.6	4.9
이자보상배율(배)	20.3	23.7	23.3	25.0	26.9

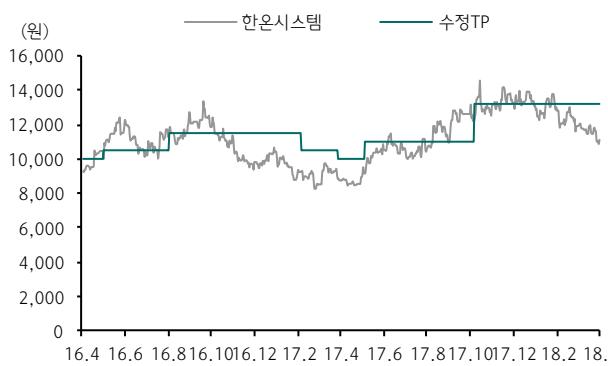
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,151.0	2,241.3	2,231.6	2,336.3	2,552.9
금융자산	445.5	628.3	520.9	509.9	635.5
현금성자산	425.2	567.3	456.4	441.0	563.2
매출채권 등	1,033.9	957.2	1,052.9	1,124.4	1,180.6
재고자산	429.7	468.6	475.0	507.3	532.7
기타유동자산	241.9	187.2	182.8	194.7	204.1
비유동자산	1,708.8	1,878.3	2,116.3	2,278.0	2,329.9
투자자산	98.7	118.7	125.5	134.0	140.7
금융자산	3.7	22.0	23.3	24.9	26.1
유형자산	1,178.1	1,262.0	1,489.4	1,639.1	1,681.1
무형자산	350.3	437.7	441.4	444.9	448.0
기타비유동자산	81.7	59.9	60.0	60.0	60.1
자산총계	3,859.7	4,119.6	4,347.9	4,614.4	4,882.8
유동부채	1,463.4	1,299.5	1,359.5	1,437.8	1,499.3
금융부채	317.1	138.0	138.3	138.6	138.8
매입채무 등	1,021.8	1,051.4	1,111.9	1,187.5	1,246.8
기타유동부채	124.5	110.1	109.3	111.7	113.7
비유동부채	511.4	788.6	799.1	811.1	820.5
금융부채	359.7	622.3	622.3	622.3	622.3
기타비유동부채	151.7	166.3	176.8	188.8	198.2
부채총계	1,974.8	2,088.1	2,158.6	2,248.9	2,319.8
지배주주지분	1,827.6	1,978.6	2,136.9	2,312.6	2,508.8
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(23.1)	(22.4)	(22.4)	(22.4)	(22.4)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(139.3)	(126.1)	(126.1)	(126.1)	(126.1)
이익잉여금	1,936.6	2,073.8	2,232.0	2,407.7	2,603.9
비지배주주지분	57.3	52.8	52.4	52.9	54.1
자본총계	1,884.9	2,031.4	2,189.3	2,365.5	2,562.9
순금융부채	231.3	132.0	239.6	250.9	125.5
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	389.2	566.7	553.3	609.9	653.1
당기순이익	303.8	298.4	332.0	358.3	379.6
조정	290.3	299.7	248.8	277.4	293.7
감가상각비	186.2	201.5	243.8	271.8	279.9
외환거래손익	(7.6)	7.6	13.4	14.3	18.1
지분법손익	(9.0)	(8.5)	(8.9)	(9.4)	(9.8)
기타	120.7	99.1	0.5	0.7	5.5
영업활동 자산부채 변동	(204.9)	(31.4)	(27.5)	(25.8)	(20.2)
투자활동 현금흐름	(451.9)	(346.5)	(501.1)	(454.2)	(354.7)
투자자산감소(증가)	0.9	(11.5)	(9.2)	(10.5)	(8.2)
유형자산감소(증가)	(230.6)	(292.7)	(450.0)	(400.0)	(300.0)
기타	(222.2)	(42.3)	(41.9)	(43.7)	(46.5)
재무활동 현금흐름	48.3	(56.2)	(162.6)	(170.5)	(170.6)
금융부채증가(감소)	266.3	83.5	0.2	0.3	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.7)	31.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(203.3)	(171.5)	(162.8)	(170.8)	(170.8)
현금의 증감	(22.0)	142.1	(110.9)	(15.4)	122.2
Unlevered CFO	706.7	714.2	723.6	790.2	835.7
Free Cash Flow	139.4	244.5	103.3	209.9	353.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
17.10.17	Neutral	13,200		
17.5.15	Neutral	11,000	0.37%	19.55%
17.4.7	Neutral	10,000	-12.72%	-5.00%
17.2.14	Neutral	10,500	-14.02%	-7.43%
16.8.11	Neutral	11,500	-7.08%	16.09%
16.5.10	Neutral	10,500	5.95%	18.10%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 04월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.