

한온시스템 (018880)

자동차부품
남정미


02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (D)
현재주가 (5/11)	11,150원
상승여력	30%

시가총액	59,519억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	844,207주
52주 고	14,550원
52주 저	9,140원
외인지분율	19.88%
주요주주	한온코오토홀딩스 50.50%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(1.3) (12.9) 17.4
상대	(2.7) (16.9) 8.8
절대(달러환산)	(1.6) (11.0) 23.8

1Q18 Review: 성장에 대한 검증이 필요한 시기

1분기 영업이익 952억원으로 예상 수준의 실적 시현

한온시스템 1Q18 매출 1조 3,869억원(YoY-4.3%), 영업이익 952억원(YoY-25.1%)으로 컨센서스 대비 -2.8%, -13.3%를 하회하였다. 매출 감소는 1) 주요 고객사인 HMG 그룹의 공장출하판매 부진에 따른 판매량 감소와 2) 2017년 인도 전자법인 매각에 따른 연결기준 축소(제외시 -2.8% 감소)에 따른다. 원-달러 강세에도 불구하고 원-유로 약세가 서로 상쇄되며 매출에 미친 환율 효과는 제한적이었다. 매출감소로 고정비 부담 증가, 수주 확대에 따른 인력증원으로 인건비가 증가하며 수익성(OPM)은 전년대비 1.9%p 악화되었다. 분기순이익은 656억원으로 전년동기 대비 -11.6% 감소, 컨센서스 대비 -13.8%를 하회하였다. 1분기 수주실적은 1억달러로 연간 목표 대비 7.1% 수준이었다. 연간 수주 스케줄 등을 고려시 1분기 낮은 달성을에도 불구하고, 목표는 무난하게 달성을 가능할 것으로 판단한다.

1분기 분기배당금은 80원으로 이전 분기와 동일하게 유지되었다. 올해 Capex 투자는 증가하나 실적 개선 등에 힘입어 배당금액은 4분기까지 유사한 수준으로 지급될 것으로 전망된다. 이 경우 연간 주당 배당금은 320억원으로 전년 305원 대비 4.9% 증가한 금액이다.

2Q 이후 실적 개선. 그러나 2018년 연간실적은 기존대비 하향조정

2분기 이후 HMG 중국 판매량 회복으로 동사의 실적도 함께 개선될 것으로 전망된다. 2Q18 매출 1.5조원(YoY+10.4%), 영업이익 1,234억원(YoY+20.1%)을 시현할 것으로 전망한다. 그러나 동사는 고객사의 중국지역 제품믹스 변경에 따른 ASP 전망치 변경, 친환경차량 성장 속도 등을 반영해 연간 매출 및 영업이익 가이던스를 -2%, -4% 하향조정하여 제시하였다. EBITDA는 기존 전망치 대비 4.2% 상향조정(7,500억원) 하였으나 이는 리스관련 IFRS 회계정책 조기적용에 따른 영향으로 이를 제외시 -2% 하향조정되었다. 시장에서 동사에 기대하는 친환경차량 성장, 제품ASP 상승에 대한 이익 반영시기는 2020년 이후부터 본격적으로 시작되며 이는 높은 벤류에이션에 이미 반영되어 있다. 따라서 동사의 주가상승을 위해서는 안정적인 단기 실적 시현하에 추가적인 수주확대 가능성에 필요하다고 판단한다.

투자의견 매수 유지하였으나 목표주가는 14,500원으로 하향조정

2018년 연간 이익하향조정에 따라 한온시스템 목표주가를 14,500원으로 기존 대비 9.4% 하향하였다. 제품경쟁력에 기반한 친환경차량 관련 성장, 해외OEM으로부터의 수주 확대 가능성에 대한 장기적 성장 전략은 유효하다고 판단하여 PER 멀티플은 기존 24배를 유지하였다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,869	-4.3	-2.6	14,267	-2.8
영업이익	952	-25.1	-30.9	1,098	-13.3
세전계속사업이익	901	-12.7	-24.1	1,077	-16.4
지배순이익	633	-11.3	-17.5	761	-16.8
영업이익률 (%)	6.9	-1.9 %pt	-2.8 %pt	7.7	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	-0.3 %pt	-0.8 %pt	5.3	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	57,037	55,857	58,891	62,102	
영업이익	4,225	4,684	4,764	5,261	
지배순이익	2,921	2,886	3,281	3,603	
PER	28.1	20.1	18.1	16.5	
PBR	4.5	2.9	2.8	2.6	
EV/EBITDA	9.8	8.9	8.9	7.9	
ROE	16.4	15.2	15.9	16.2	

자료: 유안타증권

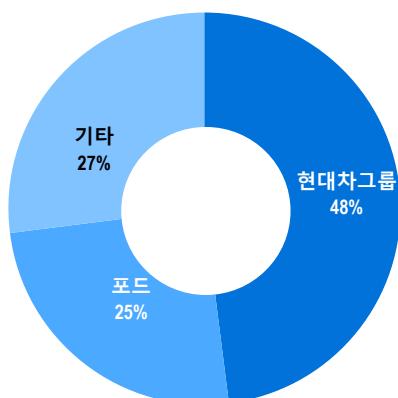
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18 P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	15,160	14,404	15,458	55,857	58,891
YoY Growth(%)	1.5%	-7.9%	4.4%	-5.1%	-4.3%	10.4%	7.6%	8.5%	-2.1%	5.4%
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	952	1,234	1,248	1,331	4,684	4,764
YoY Growth(%)	21.3%	8.1%	-5.6%	18.8%	-25.1%	20.1%	23.9%	-3.5%	10.9%	1.7%
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	901	1,222	1,236	1,307	4,215	4,666
YoY Growth(%)	-0.9%	11.7%	-0.6%	-2.4%	-12.7%	24.2%	22.2%	10.1%	1.4%	10.7%
당기순이익	742	693	762	787	656	890	901	952	2,984	3,399
YoY Growth(%)	2.6%	8.4%	3.5%	-16.2%	-11.6%	28.4%	18.2%	21.0%	-1.8%	13.9%
영업이익률	8.8%	7.5%	7.5%	9.7%	6.9%	8.1%	8.7%	8.6%	8.4%	8.1%
YoY Change(%)	1.4%p	1.1%p	-0.8%p	2.0%p	-1.9%p	0.7%p	1.1%p	-1.1%p	1.0%p	-0.3%p
당기순이익률	5.1%	5.0%	5.7%	5.5%	4.7%	5.9%	6.3%	6.2%	5.3%	5.8%
YoY Change(%)	0.1%p	0.8%p	0.0%p	-0.7%p	-0.4%p	0.8%p	0.6%p	0.6%p	0.0%p	0.4%p

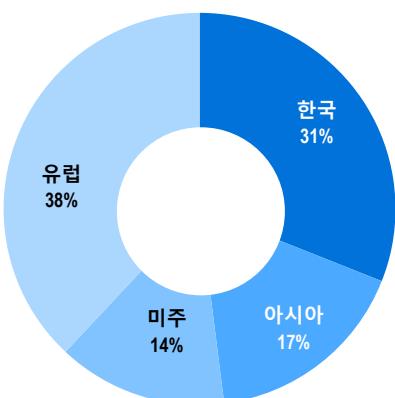
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황



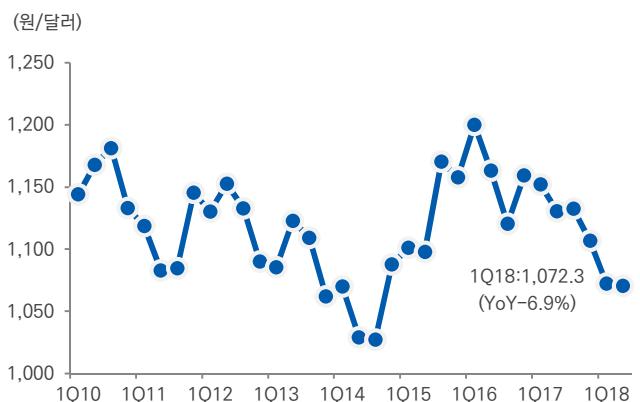
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황



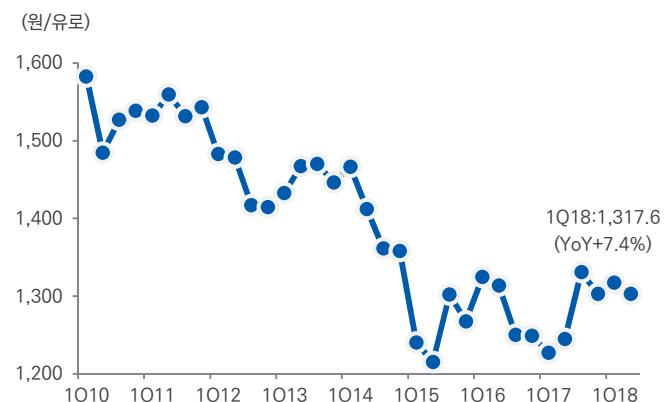
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 원-달러 분기평균 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 원-유로 분기평균 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	57,037	55,857	58,891	62,102	64,958
매출원가	48,048	46,394	48,464	51,015	53,150
매출총이익	8,989	9,462	10,427	11,086	11,808
판관비	4,763	4,778	5,663	5,826	6,531
영업이익	4,225	4,684	4,764	5,261	5,277
EBITDA	6,087	6,699	7,155	8,222	8,650
영업외손익	-69	-469	-98	-136	-163
외환관련손익	-31	-265	-25	-24	-24
이자손익	-153	-111	-105	-144	-170
관계기업관련손익	90	85	88	90	93
기타	25	-179	-56	-58	-62
법인세비용차감전순손익	4,157	4,215	4,666	5,124	5,114
법인세비용	1,119	1,231	1,267	1,392	1,389
계속사업순손익	3,038	2,984	3,399	3,733	3,725
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	3,399	3,733	3,725
지배지분순이익	2,921	2,886	3,281	3,603	3,596
포괄순이익	2,771	3,173	3,399	3,733	3,725
지배지분포괄이익	2,665	3,106	3,327	3,653	3,646

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	21,510	22,413	21,981	22,207	24,097
현금및현금성자산	4,252	5,673	4,090	3,612	4,704
매출채권 및 기타채권	10,339	9,572	10,325	10,784	11,305
재고자산	4,297	4,686	5,086	5,329	5,606
비유동자산	17,088	18,783	22,359	25,481	27,131
유형자산	11,781	12,620	15,077	17,141	17,781
관계기업등 지분관련자산	950	966	966	966	966
기타투자자산	37	220	308	398	491
자산총계	38,597	41,196	44,340	47,688	51,227
유동부채	14,634	12,995	13,438	13,753	14,268
매입채무 및 기타채무	10,218	10,514	11,257	11,772	12,287
단기차입금	3,013	1,338	1,038	838	838
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,114	7,886	8,897	9,905	10,913
장기차입금	264	92	92	92	92
사채	2,993	5,989	6,989	7,989	8,989
부채총계	19,748	20,881	22,335	23,658	25,181
지배지분	18,276	19,787	21,360	23,255	25,142
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-224	-224	-224
이익잉여금	19,366	20,738	22,311	24,206	26,094
비지배지분	573	528	646	775	905
자본총계	18,849	20,314	22,005	24,030	26,047
순차입금	2,155	1,278	3,561	4,839	4,747
총차입금	6,610	7,561	8,261	9,061	10,061

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,892	5,667	5,305	6,424	6,730
당기순이익	3,038	2,984	3,399	3,733	3,725
감가상각비	1,758	1,806	2,043	2,481	2,768
외환손익	-76	76	25	24	24
증속,관계기업관련손익	-90	-85	-88	-90	-93
자산부채의 증감	-2,049	-314	-398	-180	-275
기타현금흐름	1,311	1,200	323	456	581
투자활동 현금흐름	-4,519	-3,465	-5,879	-5,993	-4,930
투자자산	0	-28	-28	-28	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-3,221	-4,500	-4,545	-3,409
유형자산 감소	192	294	294	294	294
기타현금흐름	-2,213	-510	-1,646	-1,715	-1,787
재무활동 현금흐름	483	-562	-1,008	-908	-708
단기차입금	-469	-1,712	-300	-200	0
사채 및 장기차입금	2,948	2,865	1,000	1,000	1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,033	-1,715	-1,708	-1,708	-1,708
기타현금흐름	37	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-76	-218	0	0	0
현금의 증감	-220	1,421	-1,583	-477	1,092
기초 현금	4,471	4,252	5,673	4,090	3,612
기말 현금	4,252	5,673	4,090	3,612	4,704
NOPLAT	4,225	4,684	4,764	5,261	5,277
FCF	404	1,796	964	2,069	3,533

자료: 유안타증권

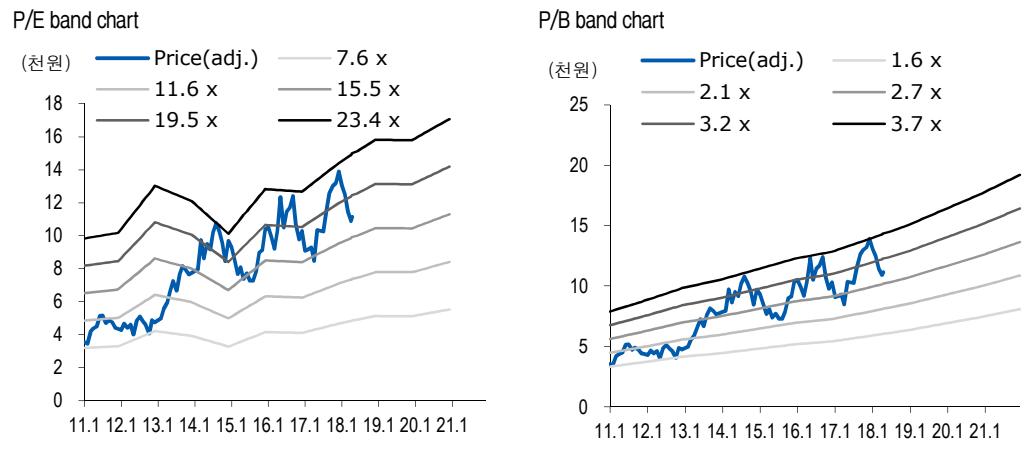
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

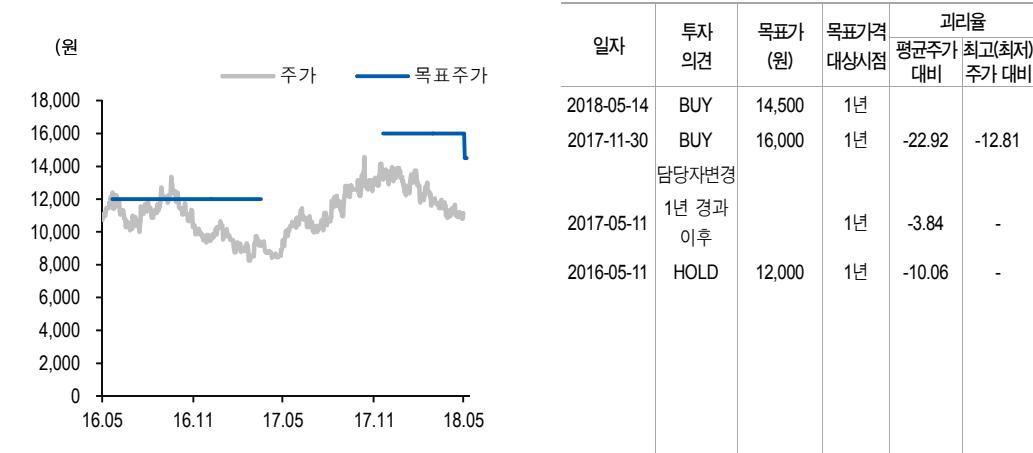
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	547	541	615	675	674
BPS	3,424	3,707	4,001	4,356	4,710
EBITDAPS	1,140	1,255	1,340	1,540	1,620
SPS	10,685	10,464	11,032	11,634	12,169
DPS	225	305	320	320	320
PER	28.1	20.1	18.1	16.5	16.6
PBR	4.5	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.8	8.9	8.9	7.9	7.5
PSR	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.6	-2.1	5.4	5.5	4.6
영업이익 증가율 (%)	17.5	10.9	1.7	10.4	0.3
지배순이익 증가율 (%)	26.7	-1.2	13.7	9.8	-0.2
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	17.7	17.9	18.2
영업이익률 (%)	7.4	8.4	8.1	8.5	8.1
지배순이익률 (%)	5.1	5.2	5.6	5.8	5.5
EBITDA 마진 (%)	10.7	12.0	12.2	13.2	13.3
ROIC	16.1	15.6	14.8	14.2	13.0
ROA	8.0	7.2	7.7	7.8	7.3
ROE	16.4	15.2	15.9	16.2	14.9
부채비율 (%)	104.8	102.8	101.5	98.5	96.7
순차입금/자기자본 (%)	11.8	6.5	16.7	20.8	18.9
영업이익/금융비용 (배)	20.3	23.7	27.6	26.4	23.3



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.