



하나금융그룹

2018년 5월 14일 | Equity Research

한온시스템 (018880)

1Q 기대치 하회. 2Q 이후 개선. 가이던스 하향

주가는 기대 요인이 반영된 상태

한온시스템에 대한 투자의견 Neutral과 목표주가 13,200원을 유지한다. 1분기 실적은 유럽의 성장에도 불구하고, 주요 고객사의 출하 감소의 여파로 중국/북미/한국의 매출이 감소하면서 기대치를 소폭 하회했다. 2분기 이후로는 유럽 법인의 호조가 지속되는 가운데, 중국/미국 법인들은 낮은 기저와 신차 투입으로 주요 고객사의 출하가 회복되면서 동반하여 실적이 개선될 전망이다. 친환경 차 부품군의 성장도 이어진다. 그럼에도 투자의견 Neutral을 유지하는 이유는, 여전히 높은 Valuation 지표(2018년 기준 P/E 18배)와 향후 2년간 이어질 Capex 소요 증가 등을 감안할 때 현 주가에서의 상승여력이 제한적이라 판단하기 때문이다. 분기 배당을 포함한 예상 배당수익률은 약 2.9%이다.

1Q18 Review: 영업이익률 6.9% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 하회했다(영업이익 기준 -13%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 4%/25% 감소한 1,390조원/952억 원(영업이익률 6.9%, -1.9%p (YoY))을 기록했다. 유럽 법인이 7% (YoY) 성장하면서 선방했지만, 주요 고객사 향 납품이 부진(-10%)하면서 한국/중국/북미 법인의 매출액은 각각 4%/27%/5% (YoY) 감소했다. VW/BMW/FCA/JLR/Geely 등 글로벌 OE에 대한 매출액은 증가했다. 전년 1분기 중 매각했던 인도 전자법인 효과를 제거할 경우 실질 매출액 감소율은 2.8%이다. 영업이익은 25% (YoY) 감소했는데, 외형 감소에 따른 공장 가동률 하락과 더불어 감가상각비용과 연구개발비용의 증가 등 때문이다. 신규 수주금액은 1,070억원이었는데, 이는 연간 수주 목표치의 7% 수준이고, 남은 3분기 동안 아시아/유럽 위주로 수주목표를 달성할 수 있을 것으로 기대 중이다. 1분기 수주 중 친환경 부품의 비중은 48%였고, 비현대/기아 비중은 61%였다.

실적발표 IR의 주요 내용: 가이던스 하향

회사 측은 1분기 실적감소를 반영하여 2018년 예상 가이던스를 하향했다. 매출액/영업이익/EBITDA 가이던스를 기존 6.0조원/5,000억원/7,200억원에서 신규 5.9조원/4,800억원/7,500억원으로 조정한 것이다. 매출액과 영업이익의 하향 조정에도 EBITDA는 상향했는데, 리스와 관련된 회계기준 변경 때문이다. 회사는 1분기부터 KIFRS1116을 조기 도입하면서 리스의 인식기준을 바꿨는데(금융/운영리스→금융리스), 관련해서 리스비용이 감소하고 대신 감가상각비용과 이자비용이 증가하면서 영업이익/EBITDA는 증가하고, 세전이익은 동일한 효과가 발생한다(시뮬레이션으로는 영업이익 약 +15억원, EBITDA 약 +435억원).

Earnings Review

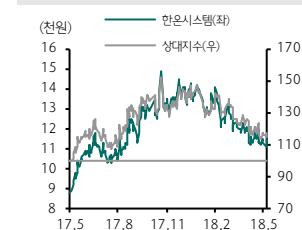
Neutral

| TP(12M): 13,200원 | CP(5월 11일): 11,150원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,477.71		
52주 최고/최저(원)	14,550/9,140	5,973.1	6,404.6
시가총액(십억원)	5,951.9	495.5	541.0
시가총액비중(%)	0.49	353.7	390.2
발행주식수(천주)	533,800.0	EPS(원)	641
60일 평균 거래량(천주)	844.2	BPS(원)	708
60일 평균 거래대금(십억원)	9.8	4,071	4,458
18년 배당금(예상,원)	305		
18년 배당수익률(예상, %)	2.74		
외국인지분율(%)	19.86		
주요주주 지분율(%)			
한앤코오토홀딩스	50.50		
한국타이어	19.49		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.3) (15.2) 17.4		
상대	(2.7) (13.0) 8.8		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,703.7	5,585.7	5,903.9	6,301.0	6,616.0
영업이익	십억원	422.5	468.4	476.1	520.9	560.3
세전이익	십억원	415.7	421.5	456.5	501.8	532.0
순이익	십억원	292.1	288.6	312.8	343.9	364.6
EPS	원	547	541	586	644	683
증감률	%	26.6	(1.1)	8.3	9.9	6.1
PER	배	18.82	25.71	19.03	17.31	16.32
PBR	배	3.01	3.75	2.80	2.59	2.38
EV/EBITDA	배	9.51	11.35	8.32	7.58	7.03
ROE	%	16.36	15.16	15.23	15.52	15.20
BPS	원	3,424	3,707	3,988	4,312	4,675
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	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (YoY)	1,449 1	1,373 (8)	1,339 4	1,424 (5)	1,387 (4)	1,546 13	1,413 6	1,555 9	5,704 3	5,586 (2)	5,904 6	6,301 7
한국	618	667	621	543	578	679	663	599	2,313	2,449	2,519	2,710
아시아	395	291	351	435	317	445	417	453	1,832	1,473	1,632	1,820
북미	279	288	264	252	265	269	262	293	1,045	1,081	1,089	1,165
유럽	671	629	616	689	716	718	613	750	2,443	2,605	2,796	2,880
연결조정	(513)	(502)	(514)	(495)	(484)	(565)	(542)	(540)	(1,970)	(2,023)	(2,131)	(2,274)
매출총이익	239	217	217	274	211	256	233	283	899	946	984	1,041
판관비	112	114	116	136	116	124	123	144	476	478	507	520
영업이익 (YoY)	127 21	103 8	101 (6)	138 19	95 (25)	132 28	110 10	138 0	423 18	468 11	476 2	521 9
세전이익	103	98	101	119	90	127	106	134	416	422	456	502
순이익	74	69	76	79	66	90	75	93	304	298	324	356
지배주주순이익	71	67	73	77	63	87	72	90	292	289	313	344
Margin												
매출총이익률	16.5	15.8	16.2	19.2	15.2	16.6	16.5	18.2	15.8	16.9	16.7	16.5
영업이익률	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	8.5	7.8	8.9	7.4	8.4	8.1	8.3
순이익률	5.1	5.0	5.7	5.5	4.7	5.8	5.3	6.0	5.3	5.3	5.5	5.7

자료: 한온시스템, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,703.7	5,585.7	5,903.9	6,301.0	6,616.0
매출원가	4,804.8	4,639.4	4,920.4	5,259.9	5,517.4
매출총이익	898.9	946.3	983.5	1,041.1	1,098.6
판관비	476.3	477.8	507.5	520.2	538.4
영업이익	422.5	468.4	476.1	520.9	560.3
금융순익	(22.0)	(13.7)	(13.2)	(13.8)	(12.8)
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	456.5	501.8	532.0
법인세	111.9	123.1	132.4	145.5	154.3
계속사업이익	303.8	298.4	324.1	356.3	377.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	303.8	298.4	324.1	356.3	377.7
비지배주주지분					
순이익	11.6	9.8	11.2	12.4	13.1
지배주주순이익	292.1	288.6	312.8	343.9	364.6
지배주주지분포괄이익	266.5	310.6	317.2	348.7	369.7
NOPAT	308.8	331.6	338.0	369.8	397.8
EBITDA	608.7	669.9	747.8	819.2	862.9
성장률(%)					
매출액증가율	2.6	(2.1)	5.7	6.7	5.0
NOPAT증가율	22.0	7.4	1.9	9.4	7.6
EBITDA증가율	14.1	10.1	11.6	9.5	5.3
영업이익증가율	17.5	10.9	1.6	9.4	7.6
(지배주주)순이익증가율	26.7	(1.2)	8.4	9.9	6.0
EPS증가율	26.6	(1.1)	8.3	9.9	6.1
수익성(%)					
매출총이익률	15.8	16.9	16.7	16.5	16.6
EBITDA이익률	10.7	12.0	12.7	13.0	13.0
영업이익률	7.4	8.4	8.1	8.3	8.5
계속사업이익률	5.3	5.3	5.5	5.7	5.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	547	541	586	644	683
BPS	3,424	3,707	3,988	4,312	4,675
CFPS	1,324	1,338	1,387	1,524	1,602
EBITDAPS	1,140	1,255	1,401	1,535	1,617
SPS	10,685	10,464	11,060	11,804	12,394
DPS	225	305	305	320	320
주가지표(배)					
PER	18.8	25.7	19.0	17.3	16.3
PBR	3.0	3.7	2.8	2.6	2.4
PCFR	7.8	10.4	8.0	7.3	7.0
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.3	7.6	7.0
PSR	1.0	1.3	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	16.4	15.2	15.2	15.5	15.2
ROA	8.0	7.2	7.4	7.7	7.7
ROIC	15.7	15.2	14.3	14.4	14.9
부채비율	104.8	102.8	98.9	95.4	90.9
순부채비율	12.3	6.5	10.1	8.7	2.3
이자보상배율(배)	20.3	23.7	22.7	24.9	26.7

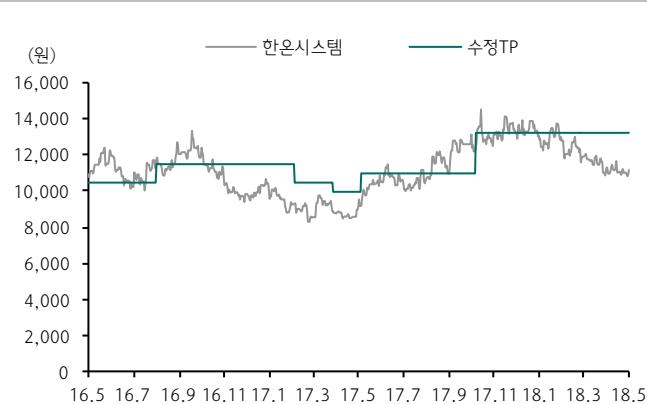
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,151.0	2,241.3	2,250.9	2,379.3	2,616.8
금융자산	445.5	628.3	541.2	555.1	701.7
현금성자산	425.2	567.3	476.8	486.2	629.4
매출채권 등	1,033.9	957.2	1,052.3	1,123.1	1,179.2
재고자산	429.7	468.6	474.8	506.7	532.0
기타유동자산	241.9	187.2	182.6	194.4	203.9
비유동자산	1,708.8	1,878.3	2,088.3	2,223.4	2,252.5
투자자산	98.7	118.7	125.4	133.9	140.5
금융자산	3.7	22.0	23.3	24.8	26.1
유형자산	1,178.1	1,262.0	1,461.5	1,584.7	1,603.9
무형자산	350.3	437.7	441.4	444.9	448.0
기타비유동자산	81.7	59.9	60.0	59.9	60.1
자산총계	3,859.7	4,119.6	4,339.3	4,602.7	4,869.2
유동부채	1,463.4	1,299.5	1,358.8	1,436.3	1,497.7
금융부채	317.1	138.0	138.3	138.6	138.8
매입채무 등	1,021.8	1,051.4	1,111.3	1,186.1	1,245.4
기타유동부채	124.5	110.1	109.2	111.6	113.5
비유동부채	511.4	788.6	799.0	810.9	820.3
금융부채	359.7	622.3	622.3	622.3	622.3
기타비유동부채	151.7	166.3	176.7	188.6	198.0
부채총계	1,974.8	2,088.1	2,157.8	2,247.2	2,318.1
지배주주지분	1,827.6	1,978.6	2,128.7	2,301.8	2,495.6
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	2,223.9	2,396.9	2,590.8
비지배주주지분	57.3	52.8	52.7	53.8	55.6
자본총계	1,884.9	2,031.4	2,181.4	2,355.6	2,551.2
순금융부채	231.3	132.0	219.3	205.7	59.4
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	389.2	566.7	573.6	634.6	674.1
당기순이익	303.8	298.4	324.1	356.3	377.7
조정	290.3	299.7	276.8	303.8	316.6
감가상각비	186.2	201.5	271.8	298.3	302.7
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	0.6	5.6
영업활동 자산부채 변동	(204.9)	(31.4)	(27.3)	(25.5)	(20.2)
투자활동 현금흐름	(451.9)	(346.5)	(501.0)	(454.0)	(354.7)
투자자산감소(증가)	0.9	(11.5)	(9.1)	(10.4)	(8.2)
유형자산감소(증가)	(230.6)	(292.7)	(450.0)	(400.0)	(300.0)
기타	(222.2)	(42.3)	(41.9)	(43.6)	(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	(90.5)	9.4	143.3
Unlevered CFO	706.7	714.2	740.3	813.3	855.1
Free Cash Flow	139.4	244.5	123.6	234.6	374.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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%
16.7.13	Neutral	10,500	3.79%	11.43%
16.4.18	Neutral	2,000	446.29%	520.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 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 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 05월 14일 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.