



2018/05/14

한온시스템 (018880)

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

불륨 감소 영향으로부터 자유로울 수 없는 실적

Buy (Upgrade)

■ 1Q18 Review – HMG 가동률 저하에 따른 손실을 나름 잘 방어

한온시스템의 1분기 매출액은 전년동기비 4.3% 감소한 1.38조, 영업이익은 전년동기비 25.1% 감소한 952억원을 기록했다. 우리 예상치인 1.36조, 영업이익 899억 대비해서는 양호했다. 인도 Visteon Electronics India Private Limited(VEIPL)의 매각으로 인한 외형감소와 중국에서의 27% 감소를 감안하고, 현대차그룹의 재고감소 전략에 따른 공장가동률 하락을 고려한다면 매출액 감소폭은 예상보다 양호한 수준이다. Product mix가 개선되고, 타OEM항 매출이 증가했기 때문이기도 하지만, 전체 매출비중에서 38%를 차지하는 유럽에서 불륨증가와 유료화 강세에 따른 다른 외형증가 효과가 작용했기 때문으로 보인다. 업체별로는 현대차그룹향 납품이 10% 감소했지만, 포드가 3%, VW이 13%, FCA가 90% 가까이 증가하는 등 타OE가 양호한 증가세를 보였다. 이외에도 중국 Local 업체들이나 BMW가 크게 증가했다. 매출은 환경에 비해 양호했다.

반면 영업이익률 하락은 매출감소에 따른 상대적 고정비 부담확대가 주요인이다. 상대적 고마진인 중국에서의 HMG 생산감소가 큰 영향을 끼쳤다. 이로 인해 각 제품별 가동률은 Full capa 대비 70-80% 수준에 머물 것으로 예상된다. 또 투자확대에 따른 감가상각 부담 확대와 연구개발비 증가가 감소한 매출액으로 인해 상대적으로 더 부각되었다. 이는 영업이익 952억원 대비 68% 이상 규모가 큰 EBITDA 수치를 봐도 알 수 있는 부분이다. 1분기 실적은 HMG의 가동률 저하에 따른 손실을 나름 잘 방어했다고 평가할 수 있다.

목표주가(12M)	14,500원
증가(2018/05/11)	11,150원

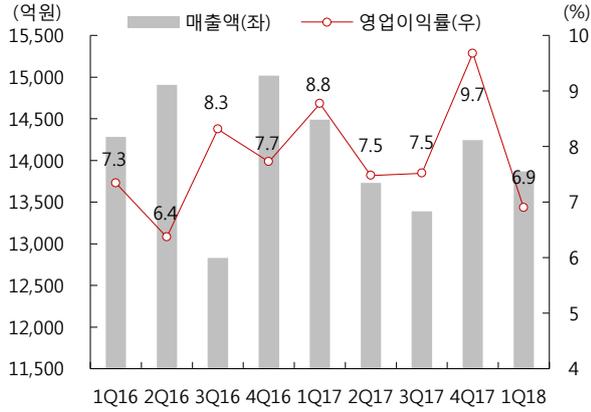
Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	5,952십억원
외국인지분율	19.9%
배당금(2017)	530원
EPS(2018E)	579원
BPS(2018E)	3,989원
ROE(2018E)	15.1%
52주 주가	9,140~14,550원
60일평균거래량	844,185주
60일평균거래대금	9.8십억원

Price Trend

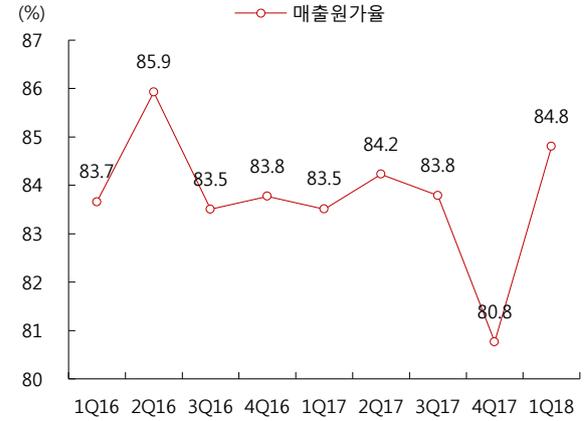


<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 볼륨 감소 영향



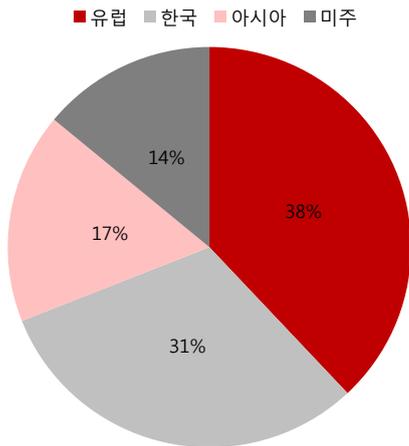
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 2> 매출원가를 추이 - 고정비 및 감가상각비 부담 증가



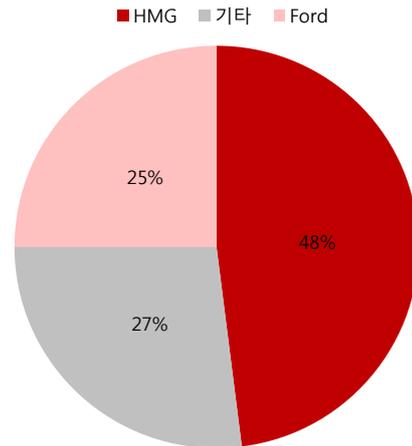
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 3> 1Q18 지역별 매출 비중



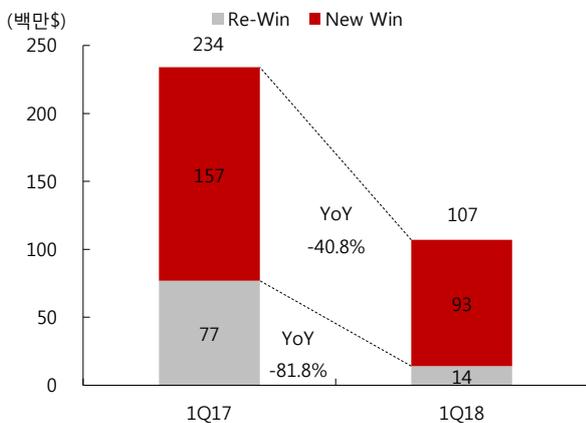
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 4> 1Q18 고객사별 매출 비중



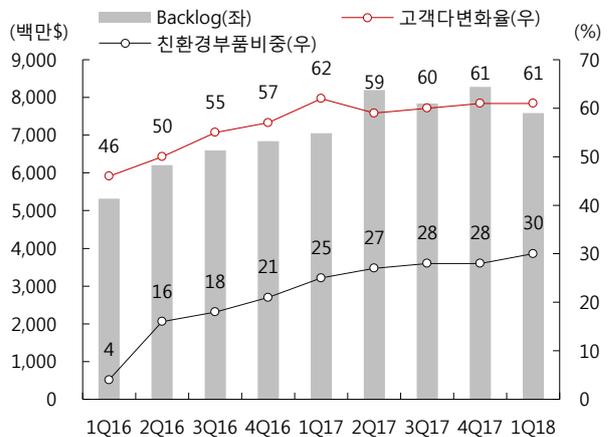
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 5> 수주 현황 변화 - HMG 신규 발주 및 수주 공백 영향



자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 6> 신규 수주 잔고 현황 - 친환경부품비중 꾸준히 상승



자료: 한온시스템 하이투자증권

<표 1> 2017년 기준 글로벌 품목별 가동률 - 2017년은 미국과 중국에서의 부진으로 상대적으로 낮음

구분	가동률
에이치백(HVAC)	71.0%
파워트레인쿨링(PTC)	76.7%
압축기(COMP)	78.3%
플루이드 트랜스포트(FT)	83.4%
기타	78.5%

주: 품목별 글로벌 생산가능수량과 실제생산수량 기준으로 산출

<표 2> 2018년 연간 가이드스 - 소폭 조정

구분	(단위: 억원)	
	신규	기존
매출액	59,000	60,000
EBITDA	7,500	7,200
영업이익	4,800	5,000

주: EBITDA 증가는 1Q18 조기적용된 리스 회계처리기준 변경 영향

자료: DART, 하이투자증권

자료: 한온시스템 하이투자증권

올해부터 한온시스템은 새로운 국제회계기준을 적용하기 시작했다. K-IFRS 제1116호로 불리는 이 기준은 리스 회계처리기준으로 2019년부터 의무적용이나 올해부터 조기 적용이 가능하다. 회계상 리스는 금융리스, 운용리스로 나뉜다. K-IFRS 제1116호의 핵심은 기존 운용리스로 회계처리하던 항목들을 포함 모든 리스를 금융리스로 인식하는 것이다. 운용리스는 리스료를 그때 그때 당기비용으로 처리한다. 이에 비해 금융리스는 소유권은 없지만 마치 자산을 장기할부로 취득한 것처럼 회계처리한다. 즉, 미래에 발생할 리스료를 현재가치로 할인하는 것이다. 할인율은 리스거래에 적용되는 IRR(내부수익률)을 적용하며, 현재가치만큼을 감가상각으로 처리한다. 이때 총 현금흐름(명목가액)과 현재가치의 차이만큼이 이자비용으로 처리된다. 따라서 K-IFRS 제1116호 적용시 자산과 부채는 동시에 운용리스로 인식되었던 만큼 증가하게 되며, 영업이익은 이자비용만큼 개선되고, EBITDA는 영업이익에 감가상각비만큼 더 개선되는 효과가 있다. K-IFRS 제1116호 적용에 따른 재무제표 상 영향은 <그림7>과 같다.

<그림 7> 1Q18 K-IFRS 제 1116 호 리스 회계처리기준 변경 조기적용에 따른 한온시스템 재무제표 상 영향

재무상태표		손익계산서		현금흐름표	
자산	부채	매출원가/판매비		영업활동 현금흐름	▲ 435억 원
	리스 부채	- 리스비용	▼ 435억 원	- 당기순이익	
	▲ 1,720억 원	- 감가상각	▲ 420억 원	- 조정	
	자본	영업이익	▲ 15억 원	- 감가상각	▲ 420억 원
리스 자산		이자비용	▲ 15억 원	- 이자비용	▲ 15억 원
▲ 1,720억 원		세전이익	변화없음	투자활동 현금흐름	
부채비율	▲ 8.2%	영업이익	▲ 15억 원	재무활동 현금흐름	▼ 435억 원
		세전이익	변화없음	- 리스 부채 상환	▼ 435억 원
		EBITDA	▲ 435억 원	영업활동 현금흐름	▲ 435억 원
				재무활동 현금흐름	▼ 435억 원

자료: 한온시스템 하이투자증권

2Q18 Preview

중국과 미국의 점진적 회복으로 QoQ 개선 나타날 것

일단 중국에서의 회복세를 기대할 수 있는 분기다. THAAD 이전으로 완전히 회복될 수는 없겠지만 Base가 워낙 낮기에 전년동기비 100% 이상 증가를 기대할 수 있다. 타 OE의 기여가 높아지고 있고, 매출액 대비 COGS의 변화로 봤을 때, Product mix가 개선되고 있다는 점도 Catch할 수 있다. 가동률 상승에 따른 고정비 부담 감소 여부가 2분기 Watching point다. 물론 HMG의 회복이 전제되었을 때 가능한 기대감이다. HMMA의 가동률도 5월 이후부터 신타페 TM의 투입으로 개선될 것으로 기대된다. 하지만 Full quarter로 반영되기 힘들기 때문에 보수적 시각의 견지가 필요하다는 생각이다. 우리는 2분기 매출액을 전년동기비 2.9% 증가한 1.41조, 영업이익을 전년동기비 6.8% 증가한 1,097억으로 전망한다. 예상보다 빠른 회복세를 보일 경우, 또 한번의 Preview를 통해 수정할 생각이다.

<표 3> 18년 1분기 실적 및 18년 2분기 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	2Q18E	YoY
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	-4.3%	-2.6%	14,128	2.9%
매출원가	12,100	11,567	11,219	11,509	11,757	-2.8%	2.2%	11,839	2.4%
%	83.5	84.2	83.8	80.8	84.8	1.3%p	4.0%p	83.8	-0.4%p
판관비	1,118	1,139	1,164	1,357	1,160	3.7%	-14.5%	1,192	4.6%
%	7.7	8.3	8.7	9.5	8.4	0.6%p	-1.2%p	8.4	0.1%p
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	952	-25.1%	-30.9%	1,097	6.8%
%	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	-1.9%p	-2.8%p	7.8	0.3%p
영업외손익	-239	-43	5	-191	-52	적자지속	적자지속	-35	적자지속
%	-1.7	-0.3	0.0	-1.3	-0.4	1.3%p	1.0%p	-0.2	0.1%p
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	901	-12.7%	-24.1%	1,123	14.1%
%	7.1	7.2	7.6	8.3	6.5	-0.6%p	-1.8%p	7.9	0.8%p
법인세	290	291	250	400	245	-15.7%	-38.9%	326	11.8%
%	28.1	29.6	24.7	33.7	27.2	-0.9%p	-6.6%p	29.0	-0.6%p
당기순이익	742	693	762	787	656	-11.6%	-16.6%	797	15.0%
%	5.1	5.0	5.7	5.5	4.7	-0.4%p	-0.8%p	5.6	0.6%p
지배주주	714	672	733	767	633	-11.3%	-17.5%	772	15.0%
%	4.9	4.9	5.5	5.4	4.6	-0.4%p	-0.8%p	5.5	0.6%p

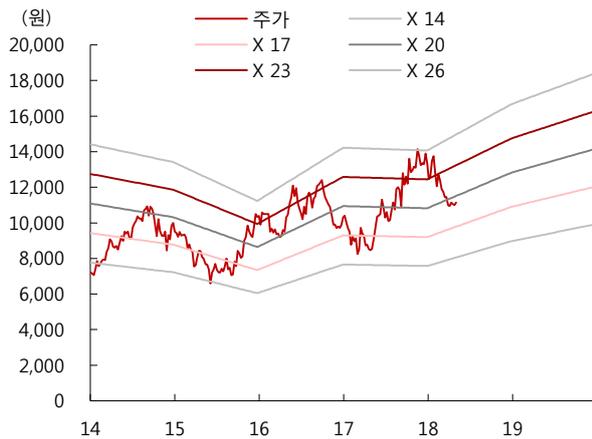
자료: 한은시스템 하이투자증권

투자전략

목표주가 14,500원 유지, 낙폭확대로 투자의견은 Buy로 변경

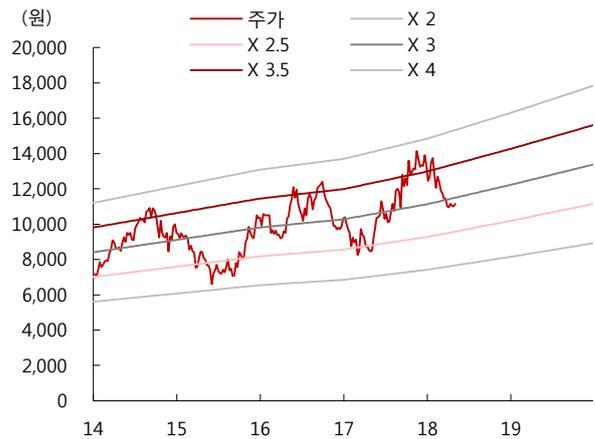
755만대의 경영목표를 제시한 HMG가 연초부터 부진한 성적을 보이고 있다. 그럼에도 1년을 두고 HMG의 생산, 판매는 전약후강으로 전개될 것 같다. 따라서 한온시스템도 하반기 Earning의 회복 관점에서 봐야한다. 애초 가이드선으로 제시했던 매출액 6조, 영업이익 5천억원 달성은 1분기 실적발표 이후 약간 후퇴한 매출액 5.9조로 낮아졌다. 사업여건 악화에 비해 잘 버티고는 있지만, 예상수준을 넘어설 가능성도 제한되고 있는게 사실이다. 수주베이스로 전개되는 사업구조라 HMG의 생산량 회복과 주가가 연동될 가능성이 커보인다. 기존 목표주가 14,500원을 유지한다. 최근 낙폭확대로 Upside가 발생해 자동적으로 Hold에서 Buy로 투자의견을 변경한다. 2분기 중국, 3분기 미국에서의 생산량 회복이 실적개선의 Key point다.

<그림 8> 한온시스템 PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 9> 한온시스템 PBR Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,241	2,081	2,123	2,313
현금 및 현금성자산	567	521	547	695
단기금융자산	61	67	74	81
매출채권	957	978	1,013	1,055
재고자산	469	371	378	394
비유동자산	1,878	2,130	2,182	2,225
유형자산	1,262	1,523	1,583	1,631
무형자산	438	417	398	381
자산총계	4,120	4,211	4,306	4,538
유동부채	1,299	1,222	1,246	1,276
매입채무	1,051	1,064	1,088	1,118
단기차입금	134	44	44	44
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	789	789	629	579
사채	599	599	439	389
장기차입금	9	9	9	9
부채총계	2,088	2,011	1,875	1,855
지배주주지분	1,979	2,137	2,356	2,595
자본금	53	54	54	54
자본잉여금	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	2,074	2,213	2,413	2,633
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	53	63	75	88
자본총계	2,031	2,200	2,431	2,683

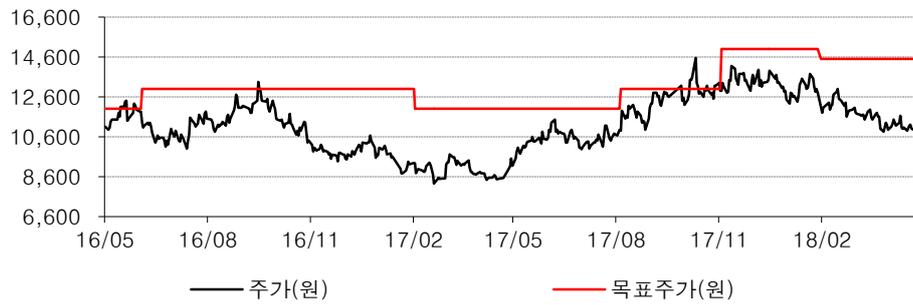
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,586	5,705	5,908	6,158
증가율(%)	-2.1	2.1	3.6	4.2
매출원가	4,639	4,801	4,908	5,103
매출총이익	946	903	1,000	1,055
판매비와관리비	478	478	510	524
연구개발비	157	165	171	179
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	468	426	490	531
증가율(%)	10.9	-9.1	15.1	8.3
영업이익률(%)	8.4	7.5	8.3	8.6
이자수익	9	8	9	11
이자비용	20	17	13	12
지분법이익(손실)	9	9	9	10
기타영업외손익	-42	-9	-12	-12
세전계속사업이익	422	451	505	532
법인세비용	123	130	121	128
세전계속이익률(%)	7.5	7.9	8.5	8.6
당기순이익	298	321	384	405
순이익률(%)	5.3	5.6	6.5	6.6
지배주주귀속 순이익	289	310	371	392
기타포괄이익	19	19	19	19
총포괄이익	317	339	403	424
지배주주귀속총포괄이익	289	310	371	392

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	567	841	743	755
당기순이익	298	321	384	405
유형자산감가상각비	7	7	9	10
무형자산상각비	21	21	19	17
지분법관련손실(이익)	9	9	9	10
투자활동 현금흐름	-347	-356	-206	-206
유형자산의 처분(취득)	-322	-450	-300	-300
무형자산의 처분(취득)	-105	-	-	-
금융상품의 증감	-41	-6	-7	-7
재무활동 현금흐름	-56	-253	-331	-221
단기금융부채의증감	-171	-90	-	-
장기금융부채의증감	-13	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-171	-163	-171	-171
현금및현금성자산의증감	142	-47	26	148
기초현금및현금성자산	425	567	521	547
기말현금및현금성자산	567	521	547	695

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	541	579	693	731
BPS	3,707	3,989	4,398	4,844
CFPS	593	632	746	781
DPS	530	560	560	560
Valuation(배)				
PER	25.7	19.2	16.1	15.2
PBR	3.7	2.8	2.5	2.3
PCR	23.5	17.6	15.0	14.3
EV/EBITDA	15.2	13.3	11.2	10.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.2	15.1	16.5	15.8
EBITDA 이익률	8.9	8.0	8.8	9.1
부채비율	102.8	91.4	77.1	69.1
순부채비율	5.6	2.9	-5.3	-12.5
매출채권회전율(x)	5.6	5.9	5.9	6.0
재고자산회전율(x)	12.4	13.6	15.8	15.9

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한온시스템)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-06-15	Hold	13,000	6개월	-15.3%	2.7%
2017-02-14	Buy	12,000	6개월	-18.9%	-4.6%
2017-08-17	Buy	13,000	1년	-4.0%	11.9%
2017-11-15	Hold	15,000	1년	-11.8%	-5.7%
2018-02-12	Hold	14,500	1년	-19.9%	-10.3%
2018-05-14	Buy	14,500	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 고태봉, 강동욱](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-