

한온시스템 (018880)

자동차부품



투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (M)
현재주가 (8/10)	11,700원
상승여력	24%

시가총액	62,455억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	116억원
60일 평균 거래량	1,077,424주
52주 고	14,550원
52주 저	9,760원
외인지분율	19.90%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.7	7.3	9.9
상대	15.3	15.9	13.5
절대(달러환산)	13.4	2.0	11.1

본격적인 고객 다변화 시작

2분기 영업이익 1,008억원으로 컨센서스 수준의 실적 시현

한온시스템 2Q18 매출 1조 5,184억원(YoY+11%), 영업이익 1,008억원(YoY-1.8%)으로 컨센서스 대비 +4.0%, -2.2%의 실적을 시현하였다. 일회성 비용이 140억원 발생되었던 점을 감안 시 영업이익은 전년 동기 대비 12% 증가하였다. 이는 주요 고객사의 판매 실적이 기존 예상대비 부진하였으나 타 OEM 매출 증대를 실적이 확대되었다.

2분기 매출은 분기 기준 사상 최대 매출을 기록하였는데 THAAD에 대한 기저효과에도 불구하고 HMG형 매출이 5% 증가, 포드형 매출이 6% 감소하였으나, 폭스바겐, BMW, 중국로컬업체형 등의 매출이 30% 성장세를 기록하였다. 영업이익률은 전년 동기 대비 0.9%p 악화된 6.6%를 기록, 제품믹스 악화 및 일회성 요인때문이다. 미 알루미늄 관세 증가(50억원), 연구소 이전 비용 등의 일회성 요인 제외시 전년 동기와 유사한 수준이다. 일회성비용은 중국산 알루미늄 공급처 변경(유럽), 연구소 이전 완료 등으로 다음 분기부터 관련 비용은 계상되지 않을 예정이다.

하반기 실적은 개선 추세 지속 전망

3분기 포드 등 주요고객형 매출 부진은 지속될 전망이나 폭스바겐 등 주요고객 외 OEM 매출성장세는 지속될 전망이다. 2분기 폭스바겐 및 테슬라 합산 매출 비중이 9.4%까지 증가하였으며 매출은 50% 이상 증가하였다. 수주 고객 다변화에 따라 수주잔액(New-win기준) 내 기타그룹 비중이 18년 2분기 현재 69%로 16년 1분기 대비 23%p 증가하여 향후 기타그룹 매출은 지속적으로 성장을 이끌 것으로 판단한다.

7월말까지 총수주실적은 5.6억달러로 연간목표 대비 40%를 달성하였다. 하반기까지 올해 연간 목표 15억달러는 달성가능한다고 판단된다. New-win 기준 수주는 3.6억달러로 이 중 80% 이상이 Diverse 그룹으로부터 발생하였다. 친환경 관련 수주가 66%로 친환경차량 관련 수주는 2020년까지 지속 확대될 것으로 전망이다.

투자의견 매수 및 목표주가 14,500원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 2분기 분기배당금은 80원으로 지난 4분기 이후 동일하게 유지되었다. 올해 Capex 투자 증가로 분기 배당금이 80원에서 유지될 전망으로 연간 주당 배당금은 320억원으로 전년 305원 대비 4.9% 증가할 것으로 예상한다. 고객 및 제품 다변화 등에 따른 중장기적 성장성이 매력적이다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,184	10.6	9.5	14,594	4.0
영업이익	1,008	-1.8	5.9	1,031	-2.2
세전계속사업이익	974	-1.1	8.1	1,032	-5.7
지배순이익	703	4.7	11.0	712	-1.3
영업이익률 (%)	6.6	-0.9 %pt	-0.3 %pt	7.1	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	-0.3 %pt	0	4.9	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	57,037	55,857	59,397	59,859	
영업이익	4,225	4,684	4,677	5,088	
지배순이익	2,921	2,886	3,256	3,546	
PER	28.1	20.1	19.2	17.6	
PBR	4.5	2.9	2.7	2.4	
EV/EBITDA	9.8	8.9	9.6	8.8	
ROE	16.4	15.2	15.3	14.4	

자료: 유안타증권

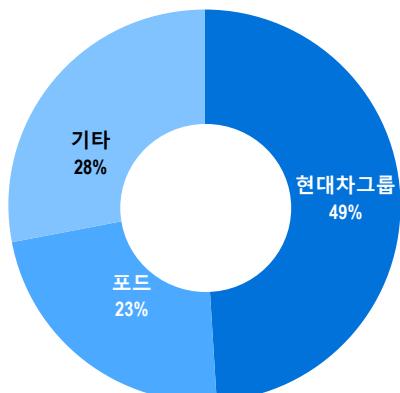
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	15,184	14,769	15,575	55,857	59,397
YoY Growth(%)	1.5%	-7.9%	4.4%	-5.1%	-4.3%	10.6%	10.3%	9.3%	-2.1%	6.3%
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	952	1,008	1,222	1,494	4,684	4,677
YoY Growth(%)	21.3%	8.1%	-5.6%	18.8%	-25.1%	-1.8%	21.4%	8.4%	10.9%	-0.2%
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	901	974	1,200	1,460	4,215	4,534
YoY Growth(%)	-0.9%	11.7%	-0.6%	-2.4%	-12.7%	-1.1%	18.6%	23.0%	1.4%	7.6%
당기순이익	742	693	762	787	656	728	897	1,092	2,984	3,373
YoY Growth(%)	2.6%	8.4%	3.5%	-16.2%	-11.6%	5.1%	17.7%	38.7%	-1.8%	13.0%
영업이익률	8.8%	7.5%	7.5%	9.7%	6.9%	6.6%	8.3%	9.6%	8.4%	7.9%
YoY Change(%)	1.4%p	1.1%p	-0.8%p	2.0%p	-1.9%p	-0.8%p	0.8%p	-0.1%p	1.0%p	-0.5%p
당기순이익률	5.1%	5.0%	5.7%	5.5%	4.7%	4.8%	6.1%	7.0%	5.3%	5.7%
YoY Change(%)	0.1%p	0.8%p	0.0%p	-0.7%p	-0.4%p	-0.3%p	0.4%p	1.5%p	0.0%p	0.3%p

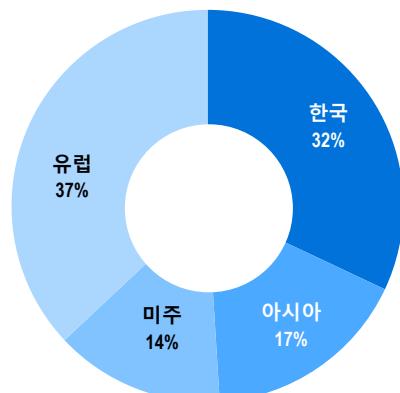
자료: 한온시스템, 유인티증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 상반기 주요고객 매출 비중 현황 (기타 YoY+3%p)



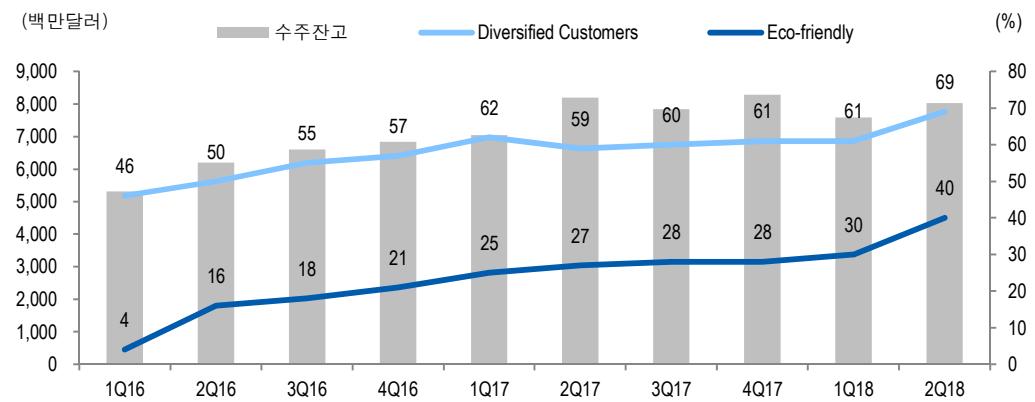
자료: 한온시스템, 유인티증권 리서치센터

[그림 2] 한온시스템 상반기 지역별 매출 비중 현황



자료: 한온시스템, 유인티증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



자료: 한온시스템, 유인티증권 리서치센터

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	57,037	55,857	59,397	59,859	62,249
매출원가	48,048	46,394	49,517	49,416	51,093
매출총이익	8,989	9,462	9,880	10,442	11,157
판관비	4,763	4,778	5,204	5,354	5,611
영업이익	4,225	4,684	4,677	5,088	5,545
EBITDA	6,087	6,699	7,163	7,738	8,908
영업외손익	-69	-469	-143	-177	-192
외환관련손익	-31	-265	-25	-24	-24
이자손익	-153	-111	-149	-178	-191
관계기업관련손익	90	85	75	78	80
기타	25	-179	-45	-52	-57
법인세비용차감전순손익	4,157	4,215	4,534	4,912	5,354
법인세비용	1,119	1,231	1,161	1,239	1,350
계속사업순손익	3,038	2,984	3,373	3,673	4,003
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	3,373	3,673	4,003
지배지분순이익	2,921	2,886	3,256	3,546	3,864
포괄순이익	2,771	3,173	3,373	3,673	4,003
지배지분포괄이익	2,665	3,106	3,301	3,595	3,918

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	24,729	26,581	30,716
현금및현금성자산	4,252	5,673	4,592	5,852	9,336
매출채권 및 기타채권	10,339	9,572	11,610	12,005	12,439
재고자산	4,297	4,686	5,297	5,494	5,711
비유동자산	17,088	18,783	23,800	26,909	28,228
유형자산	11,781	12,620	16,730	19,017	19,540
관계기업등 지분관련자산	950	966	966	966	966
기타투자자산	37	220	198	276	356
자산총계	38,597	41,196	48,530	53,490	58,944
유동부채	14,634	12,995	16,201	16,481	16,924
매입채무 및 기타채무	10,218	10,514	10,553	11,072	11,516
단기차입금	3,013	1,338	1,860	1,620	1,620
유동성장기부채	0	0	1,599	1,599	1,599
비유동부채	5,114	7,886	8,645	9,653	10,660
장기차입금	264	92	1,495	1,495	1,495
사채	2,993	5,989	5,391	6,391	7,391
부채총계	19,748	20,881	24,846	26,134	27,584
지배지분	18,276	19,787	22,849	26,394	30,259
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-231	-231	-231
이익잉여금	19,366	20,738	23,560	27,105	30,970
비지배지분	573	528	834	962	1,101
자본총계	18,849	20,314	23,683	27,356	31,360
순차입금	2,155	1,278	5,184	4,684	2,200
총차입금	6,610	7,561	10,373	11,133	12,133

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,892	5,667	3,765	6,180	7,086
당기순이익	3,038	2,984	3,373	3,673	4,003
감가상각비	1,758	1,806	2,184	2,258	2,886
외환손익	-76	76	25	24	24
증속,관계기업관련손익	-90	-85	-75	-78	-80
자산부채의 증감	-2,049	-314	-2,299	-65	-201
기타현금흐름	1,311	1,200	558	368	453
투자활동 현금흐름	-4,519	-3,465	-5,939	-5,681	-4,602
투자자산	0	-28	-28	-28	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-3,221	-4,855	-4,545	-3,409
유형자산 감소	192	294	294	294	294
기타현금흐름	-2,213	-510	-1,351	-1,403	-1,459
재무활동 현금흐름	483	-562	1,020	760	1,000
단기차입금	-469	-1,712	179	-240	0
사채 및 장기차입금	2,948	2,865	968	1,000	1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,033	-1,715	0	0	0
기타현금흐름	37	0	-127	0	0
연결범위변동 등 기타	-76	-218	74	0	0
현금의 증감	-220	1,421	-1,080	1,259	3,484
기초 현금	4,471	4,252	5,673	4,592	5,852
기말 현금	4,252	5,673	4,592	5,852	9,336
NOPLAT	4,225	4,684	4,677	5,088	5,545
FCF	404	1,796	-1,188	1,845	3,900

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

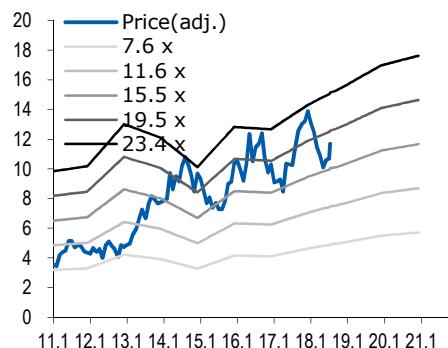
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	547	541	610	664	724
BPS	3,424	3,707	4,280	4,945	5,669
EBITDAPS	1,140	1,255	1,342	1,450	1,669
SPS	10,685	10,464	11,127	11,214	11,662
DPS	225	305	305	305	305
PER	28.1	20.1	19.2	17.6	16.2
PBR	4.5	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.8	8.9	9.6	8.8	7.4
PSR	1.4	1.0	1.1	1.0	1.0

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.6	-2.1	6.3	0.8	4.0
영업이익 증가율 (%)	17.5	10.9	-0.2	8.8	9.0
지배순이익 증가율 (%)	26.7	-1.2	12.8	8.9	9.0
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	16.6	17.4	17.9
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.9	8.5	8.9
지배순이익률 (%)	5.1	5.2	5.5	5.9	6.2
EBITDA 마진 (%)	10.7	12.0	12.1	12.9	14.3
ROIC	16.1	15.6	13.8	12.6	12.7
ROA	8.0	7.2	7.3	7.0	6.9
ROE	16.4	15.2	15.3	14.4	13.6
부채비율 (%)	104.8	102.8	104.9	95.5	88.0
순차입금/자기자본 (%)	11.8	6.5	22.7	17.7	7.3
영업이익/금융비용 (배)	20.3	23.7	22.4	21.0	20.1

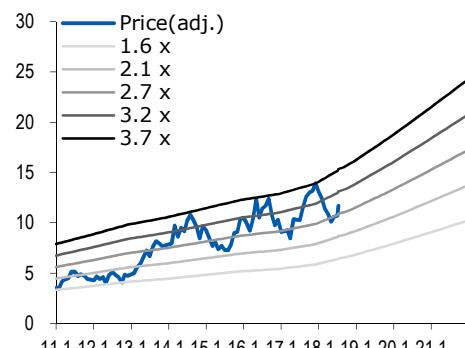
P/E band chart

(천원)



P/B band chart

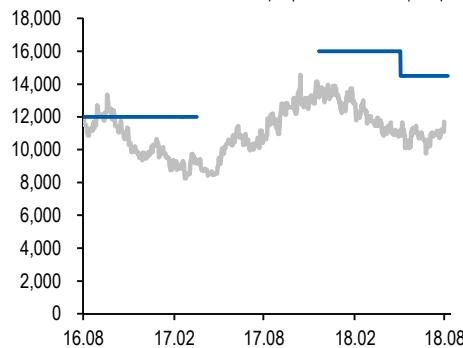
(천원)



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)

주가 목표주가



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	과리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-13	BUY	14,500	1년			
2018-05-14	BUY	14,500	1년			
2017-11-30	BUY	16,000	1년	-22.92	-12.81	
			당당자 변경			
2017-05-11	1년 경과 이후		1년	-3.84	-	
2016-05-11	HOLD	12,000	1년	-10.06	-	

자료: 유안타증권

주: 과리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 투자자의 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 투자의사결정은 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.