

2018/09/12

한온시스템 (018880)

자동차/타이어 강동욱

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

고객 다변화의 힘

Buy (Maintain)

■ 실적 및 수주 현황 업데이트 - 수주 연간 가이던스 On track

2Q18 매출액은 전년동기비 10.6% 증가한 1.52조원을 기록했다. 주요 고객사의 판매부진을 신규 고객사 납품 증가로 만회하며, 사상 최대의 분기 매출을 달성했다. 리스 계정 회계기준 변경에 따른 상각비 증가 140억원, 중국산 알루미늄 관세 및 미국 테크센터 이전 등 일회성 비용 140억원이 반영되며 영업이익은 전년동기비 소폭 감소했다. 2Q18 신규수주는 \$4.61억으로 1Q18 \$1.07억에서 회복하는 모습이다. 올해 신규 수주는 전년도 대거 몰린 글로벌 완성차 업체들의 대규모 프로젝트 발주로 인한 Bidding 감소로 전년대비 감소가 불가피하다. 연초 계획했던 프로젝트 수주는 계획대로 진행되고 있다. 이 추세가 이어진다면 올해 수주목표 \$15억 달성은 가능할 것으로 보인다.

■ Positive - 고객 다변화의 힘

1H18 누적 신규 수주 중 비현대기아차 수주비중은 81%, 친환경차 관련 수주 비중은 66%를 기록했다. 주요 고객사인 현대기아차, 포드 매출 비중은 2017년 74%에서 2022년 52%로 축소될 것으로 예상된다. 향후 주요 고객사를 제외한 나머지 고객사로 매출이 고르게 분산되며 주요 고객사에 대한 실적 의존도를 낮출 수 있는 포트폴리오를 갖추게 될 전망이다.

■ Negative - 아직까지 불확실한 중국 실적회복 가시성

주요 고객사인 현대기아차의 중국 회복 속도가 느리다. 사드 기저효과가 나타나야 함에도 불구하고 기대치에 미치지 못하고 있다. 포드 또한 중국 판매가 어려운 상황이다. 게다가 미중 무역분쟁으로 포드의 중국 생산 차종 대미 수출 계획이 무산되며 중국에서의 어려움이 가중되고 있다.

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 15,000원 제시

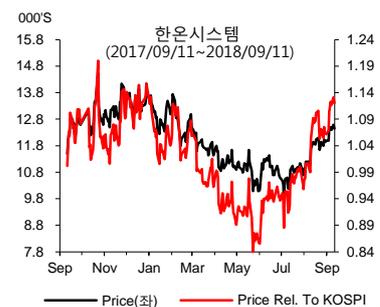
업황 부진에 따른 주요 고객사 실적 부진에도 고객 다변화로 실적을 방어하고 있다. 중국에서 현대기아차, 포드의 부진이 부담 요인이지만 친환경차 부문 주요 고객 볼륨 성장세와 친환경차 부품 매출 확대로 실적 개선이 가능할 것이다. 중장기적으로는 친환경차 부품 경쟁력, 신규 수주 확대에 밸류에이션 할증을 기대해 볼 수 있다. 투자 의견 Buy, 목표주가는 12M Fwd EPS 637원에 지난 3년간 PER 상단 평균배수 23.9배를 적용한 15,000원으로 제시한다.

목표주가(12M)	15,000원
종가(2018/09/11)	12,450원

Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	6,646십억원
외국인지분율	19.8%
배당금(2017)	530원
EPS(2018E)	568원
BPS(2018E)	3,978원
ROE(2018E)	14.8%
52주 주가	9,760~14,550원
60일평균거래량	868,617주
60일평균거래대금	9.6십억원

Price Trend

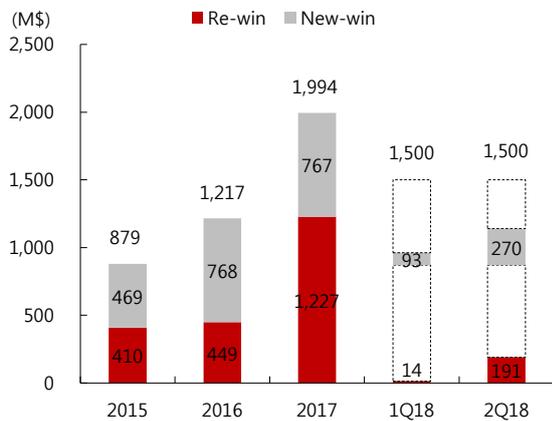


<표 1> 한온시스템 실적전망

										(단위: 억원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	15,184	14,770	14,944	55,857	58,767	61,001	
아시아	10,132	9,579	9,724	9,786	9,168	10,480	10,356	10,392	39,220	40,397	42,027	
미주	2,786	2,875	2,637	2,516	2,640	2,767	2,769	2,768	10,815	10,944	12,257	
유럽	6,706	6,295	6,164	6,890	7,158	7,563	7,089	7,027	26,055	28,837	29,414	
연결조정	-5,134	-5,016	-5,136	-4,947	-5,097	-5,626	-5,444	-5,244	-20,233	-21,412	-22,696	
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	952	1,008	1,161	1,422	4,684	4,543	4,961	
%	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	7.9	9.5	8.4	7.7	8.1	
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	901	974	1,110	1,371	4,215	4,355	4,811	
%	7.1	7.2	7.6	8.3	6.5	6.4	7.5	9.2	7.5	7.4	7.9	
당기순이익	742	693	762	787	656	728	788	973	2,984	3,145	3,657	
%	5.1	5.0	5.7	5.5	4.7	4.8	5.3	6.5	5.3	5.4	6.0	
지배주주순이익	714	672	733	767	633	703	758	949	2,886	3,043	3,537	
%	4.9	4.9	5.5	5.4	4.6	4.6	5.1	6.4	5.2	5.2	5.8	
YoY(%)												
매출액	1.5	-7.9	4.4	-5.1	-4.3	10.6	10.3	4.9	-2.1	5.2	3.8	
영업이익	21.3	8.1	-5.6	18.8	-25.1	-1.8	15.3	3.2	10.9	-3.0	9.2	
지배주주순이익	4.2	11.8	6.3	-18.9	-11.3	4.7	3.4	23.7	-1.2	5.5	16.2	

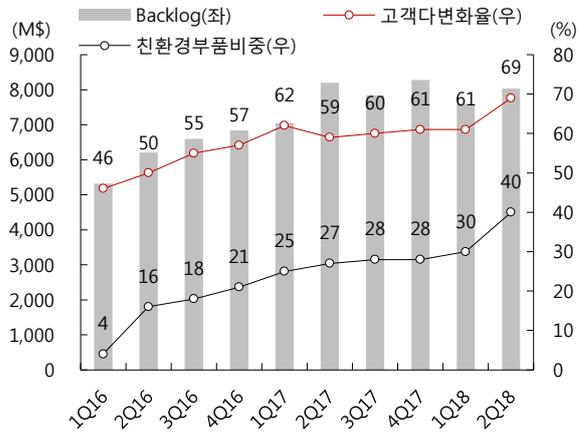
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 1> 신규수주 현황 - 연간 목표 달성 가능할 것으로 전망



자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 2> 신규수주잔액 및 고객다변화율, 친환경부품비중 추이

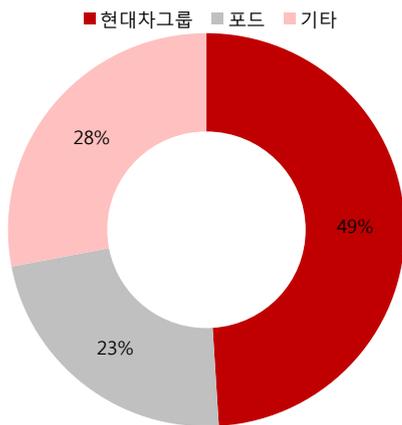


자료: 한온시스템 하이투자증권

Positive – 고객 다변화의 힘

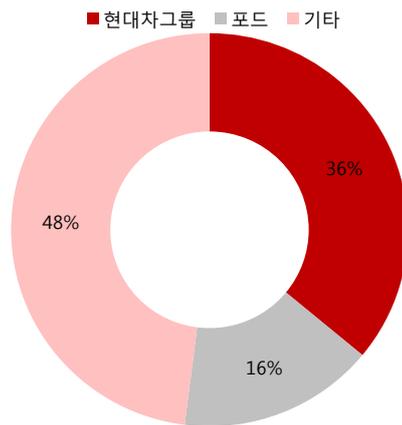
한온시스템은 열관리시스템을 갖춘 글로벌 3위 공조업체이다. 자동차 부품은 완성차 업체별로 요구하는 스펙, 신뢰성 수준 등이 다르기 때문에 최초 납품 권한을 얻는 것이 중요하다. 한온시스템은 이미 다양한 업체로의 납품 이력이 있다. 앞선 기술력과 납품 이력을 바탕으로 친환경차 관련 부품 고객 다변화 역시 기대할 수 있다. 1H18 누적 신규 수주 중 비현대기아차 수주비중은 81%, 친환경차 관련 수주 비중은 66%를 기록했다. 주요 고객사인 현대기아차, 포드 매출 비중은 2017년 74%에서 2022년 52%로 축소될 것으로 예상된다. 향후 주요 고객사를 제외한 나머지 고객사로 매출이 고르게 분산되며 주요 고객사에 대한 실적 의존도를 낮출 수 있는 포트폴리오를 갖추게 될 전망이다. 한온시스템은 친환경차 핵심부품인 전동컴프레서 글로벌 3대 업체이기도 하다. 글로벌 완성차업체의 잇따른 친환경차 출시로 전동컴프레서 수주는 급증할 것이며 이에 따라 고객 다변화도 가속화될 것으로 전망한다.

<그림 3> 1H18 기준 고객사별 매출 비중



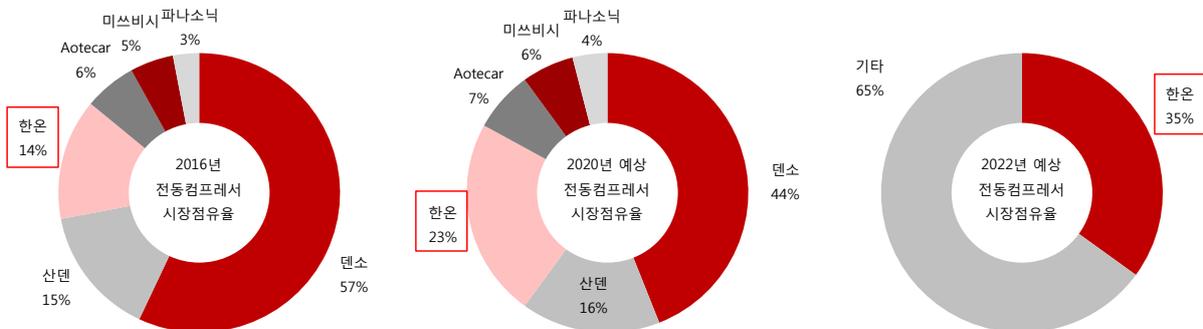
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 4> 2022년 고객사별 매출 비중 목표



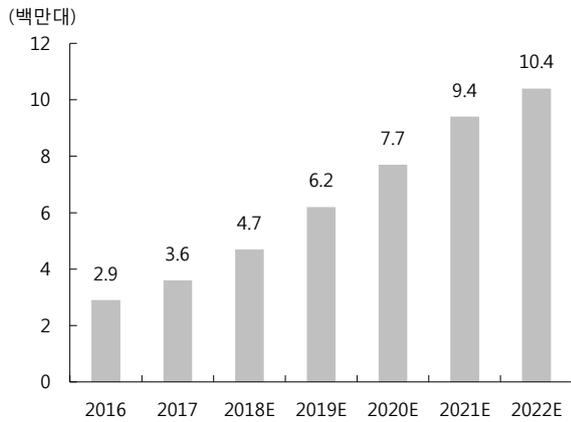
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 5> 한온시스템 전동컴프레서 시장점유율 및 향후 전망



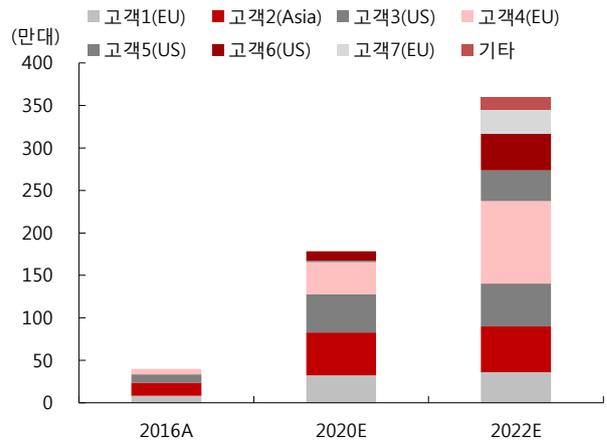
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 6> 글로벌 전동컴프레서 시장 전망



자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 7> 전동컴프레서 수주기반 고객별 볼륨 전망

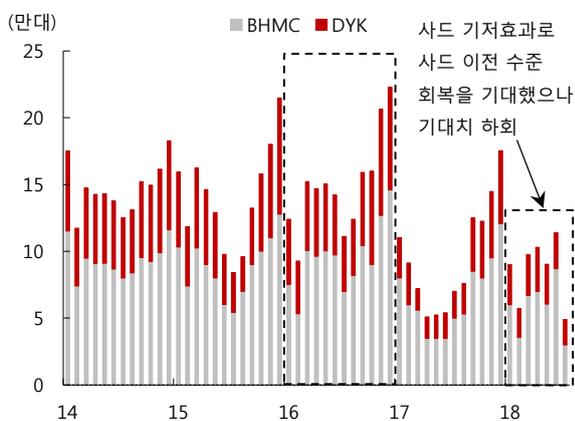


자료: 한온시스템 하이투자증권

Negative - 아직까지 불확실한 중국 실적회복 가시성

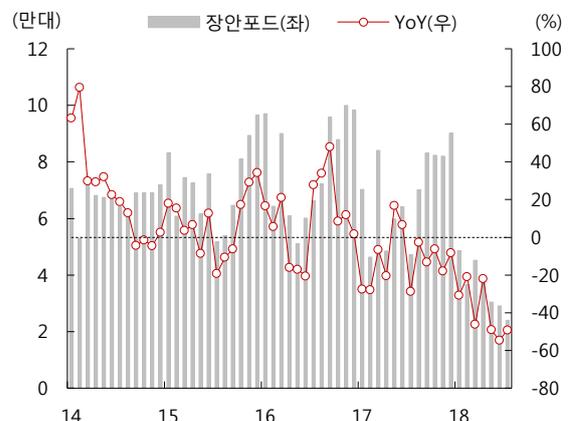
자동차 부품사 실적은 수주베이스로 전개되는 사업구조라 주요 고객사 생산량과 연동된다. 지난 2분기 중국지역 매출은 기저효과로 전년동기비 58% 증가했다. 영업이익률은 8%를 기록하며 수익성도 회복하는 모습이다. 고객 다변화로 사업여건 악화에 비해서 잘 버티고는 있지만, 예상 수준을 넘어설 가능성이 제한되고 있는게 사실이다. 가장 우려가 되는 부분은 주요 고객사인 현대기아차의 회복 속도가 느리다는 점이다. 전년도 사드 기저효과가 나타나야 함에도 불구하고 기대치에 미치지 못하고 있다. 얼친 데 덮친 격으로 주요 고객사 중 하나인 포드 또한 중국 판매가 어려운 상황이다. 게다가 미중 무역분쟁으로 포드의 중국 생산 차종 대미 수출 계획이 무산되며 중국에서의 어려움이 가중되고 있다. 아직까지 중국에서 실적 회복 가시성이 떨어지는 것이 부담 요인으로 작용하고 있다.

<그림 8> 현대기아차 중국 출하 추이 - 기대치 하회



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 9> 장안포드 중국 출하 및 전년동기비 증감 - 부진 지속



자료: Bloomberg, 하이투자증권

투자의견 Buy, 목표주가 15,000원 제시

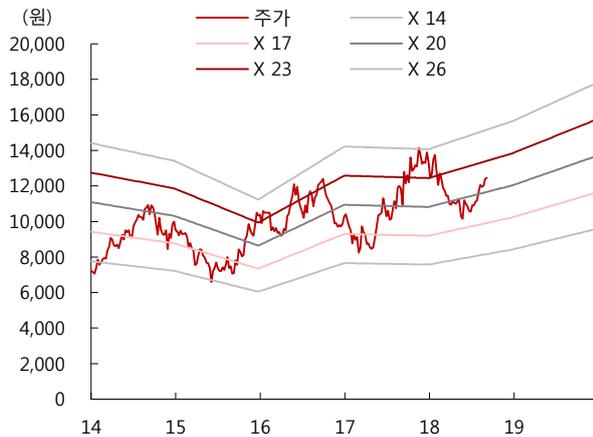
주요 고객사 중국 회복 지연으로 부품주 투자 심리가 악화된 상황이다. 한온시스템은 전방산업 업황 부진에 따른 주요 고객사 실적 부진에도 불구하고 고객 다변화로 실적을 방어하고 있다. 아직까진 중국에서 현대기아차, 포드의 부진이 부담 요인으로 작용하고 있다. 하지만 고객 다변화를 바탕으로 한 북미 전기차OEM, VW 등 친환경차 부문 주요 고객 볼륨 성장세와 친환경차 부품 매출 확대로 실적 개선이 가능할 것이다. 중장기적으로는 친환경차 부품 경쟁력, 신규 수주 확대로 밸류에이션 할증을 기대할 수 있다. 투자의견 Buy, 목표주가는 12M Fwd EPS 637원에 지난 3년간 PER 상단 평균배수 23.9배를 적용한 15,000원으로 제시한다.

<표 2> 한온시스템 목표주가 산정

구분	내용	비고
한온시스템 12M Fwd EPS 추정치 (a)	637	
적정 Valuation PER (b)	23.9	최근 3년간 PER 배수 상단 평균
적정주가 (a × b)	15,224	
목표주가	15,000	
현재주가 (9월 11일 종가)	12,450	
과리율	20.5	

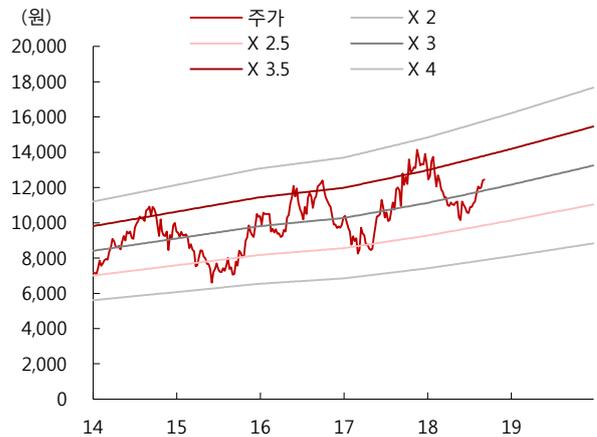
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 10> 한온시스템 PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 11> 한온시스템 PBR Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,241	2,179	2,290	2,415
현금 및 현금성자산	567	578	668	753
단기금융자산	61	67	74	81
매출채권	957	1,007	1,045	1,088
재고자산	469	382	390	406
비유동자산	1,878	2,219	2,357	2,513
유형자산	1,262	1,523	1,583	1,661
무형자산	438	507	575	641
자산총계	4,120	4,397	4,647	4,928
유동부채	1,299	1,365	1,561	1,421
매입채무	1,051	1,087	1,113	1,143
단기차입금	134	164	334	164
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	789	839	679	859
사채	599	599	439	589
장기차입금	9	59	59	89
부채총계	2,088	2,203	2,240	2,280
지배주주지분	1,979	2,131	2,332	2,560
자본금	53	54	54	54
자본잉여금	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	2,074	2,207	2,389	2,598
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	53	63	75	88
자본총계	2,031	2,194	2,407	2,648

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,586	5,877	6,100	6,349
증가율(%)	-2.1	5.2	3.8	4.1
매출원가	4,639	4,970	5,067	5,261
매출총이익	946	906	1,033	1,088
판매비와관리비	478	452	537	552
연구개발비	157	170	177	184
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	468	454	496	536
증가율(%)	10.9	-3.0	9.2	8.1
영업이익률(%)	8.4	7.7	8.1	8.4
이자수익	9	9	10	11
이자비용	20	22	22	22
지분법이익(손실)	9	8	9	10
기타영업외손익	-42	-13	-12	-13
세전계속사업이익	422	435	481	518
법인세비용	123	121	115	124
세전계속이익률(%)	7.5	7.4	7.9	8.2
당기순이익	298	315	366	394
순이익률(%)	5.3	5.4	6.0	6.2
지배주주귀속 순이익	289	304	354	381
기타포괄이익	19	19	19	19
총포괄이익	317	333	385	413
지배주주귀속총포괄이익	289	304	354	381

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	567	836	734	760
당기순이익	298	315	366	394
유형자산감가상각비	7	7	9	10
무형자산상각비	21	21	27	33
지분법관련손실(이익)	9	8	9	10
투자활동 현금흐름	-347	-446	-300	-335
유형자산의 처분(취득)	-322	-450	-300	-330
무형자산의 처분(취득)	-105	-90	-95	-100
금융상품의 증감	-41	-6	-7	-7
재무활동 현금흐름	-56	-83	-161	-161
단기금융부채의증감	-171	30	170	-170
장기금융부채의증감	-13	50	-	30
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-171	-163	-171	-171
현금및현금성자산의증감	142	10	91	85
기초현금및현금성자산	425	567	578	668
기말현금및현금성자산	567	578	668	753

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	541	568	660	711
BPS	3,707	3,978	4,354	4,780
CFPS	593	621	728	791
DPS	530	560	560	560
Valuation(배)				
PER	25.7	21.9	18.9	17.5
PBR	3.7	3.1	2.9	2.6
PCR	23.5	20.1	17.1	15.7
EV/EBITDA	15.2	14.1	12.7	11.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.2	14.8	15.9	15.6
EBITDA 이익률	8.9	8.2	8.7	9.1
부채비율	102.8	100.4	93.1	86.1
순부채비율	5.6	8.1	3.7	0.3
매출채권회전율(x)	5.6	6.0	5.9	6.0
재고자산회전율(x)	12.4	13.8	15.8	15.9

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한온시스템)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-23.2%	-13.1%
2018-09-12(담당자변경)	Buy	15,000	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 기관투자자 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. [\(작성자 : 강동욱\)](#)

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) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-