

한온시스템

HOLD(유지)

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(11/13)	10,800원	Up/Downside	+11.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018.11.14

중국이 발목을 잡고 있다.

D News

3Q18, 고정비 부담: 한온시스템의 3Q18 실적은 매출액 1조 4,198억원(+6.0%YoY, -6.5% QoQ), 영업이익 820억원(-18.6%YoY, -18.7%QoQ)으로 시장기대치를 하회했다. 현대차 그룹(+10.8 %YoY), 북미 EV 업체(+60%YoY) 등 북미 및 국내 법인의 고객 매출 증가효과로 판매 불률이 7.7% 증가 했지만 감가상각비증가(+62억원)와 중국 법인의 고정비 부담으로 부진한 실적을 기록했다. Ford의 중국 내 생산량 급감과 현대차 충청 공장의 부진이 지속되며 동사 중국 법인의 고정비 부담을 가중 시켰다. 동사 중국 법인의 가동률은 50~60% 수준에 머물러 있다.

Comment

다소 높아 보이는 가이던스: 3Q18 실적 부진에도 불구하고 북미 및 기타 지역의 타OE향 매출 증가가 순조로워 4Q18에 동사의 매출액은 1조 5,522억원(+9.0%YoY)으로 예상된다. 이에 따라 동사의 4Q18 영업이익은 1,452억원(+5.3%YoY, +77.1%QoQ)으로 전년 동기 대비 개선될 전망이다. 동사의 주요 고객사인 현대차 그룹과 Ford의 중국 내 판매 부진은 구조적인 현상으로 단기간에 반등이 어려운 상황임을 고려하면 새로이 제시된 연간 가이던스(매출액 5.9조원, 영업이익 4,300~4,400억원)는 여전히 부담스러운 수준이다. 기존 기대치보다 부진한 3Q18 실적을 감안해 18년 초정치를 기준 대비 소폭 하향했다.

D Action

ASP 증가 확인 필요: 동사에 대한 투자의견을 HOLD로 유지한다. 동사의 밸류에이션은 19년 FWD PER 18.2배로 경쟁사들 대비 현저하게 높은 상황인데 반해 M/S는 여전히 3위권에 머물러 있다. 추가적인 멀티플 상향을 위해서는 xEV 판매 비중 증가에 의한 ASP 상승 효과의 확인이나 경쟁사들 대비 수준의 우위와 같은 변화가 필요하다.

도표 1. 한온시스템 3Q18 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q18P	동부추경치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,420	14,260	-90.0	1,431	-0.8
영업이익	82	111	-26.1	104	-21.2
(영업이익률)	5.8	0.8	5.0	7.3	-1.5
지배주주순이익	53	75	-29.1	71	-25.5
(지배주주순이익률)	3.7	0.5	3.2	5.0	-1.2

자료: DB금융투자

도표 2. 한온시스템 3Q18 상세 실적 요약

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q18P	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
매출액	1,420	1,339	6.0	1,518	-6.5
아시아	1,016	962	5.6	1,048	-3.1
북미	305	275	11.0	277	10.4
유럽	581	574	1.1	756	-23.2
영업이익	82	101	-18.6	101	-18.7
영업이익률	5.8	7.5	-1.7	6.6	-0.9
지배주주순이익	53	73	-27.4	70	-24.3
(지배주주순이익률)	3.7	5.5	-1.7	4.6	-0.9

자료: DB금융투자

도표 3. 한온시스템 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18 P	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,449	1,373	1,339	1,424	1,387	1,518	1,420	1,552	5,704	5,586	5,877	6,176
아시아	1,013	958	962	1,105	917	1,048	1,016	998	4,126	3,922	3,948	4,224
북미	279	288	275	240	264	277	305	232	1,051	1,081	1,078	1,104
유럽	671	629	574	731	716	756	581	757	2,497	2,605	2,810	2,907
영업이익	127	103	101	138	95	101	82	145	423	468	423	471
아시아	68	104	73	93	61	69	77	94	259	338	302	345
북미	12	12	12	7	9	6	-4	5	63	42	16	17
유럽	45	-5	6	35	19	23	21	19	38	81	83	88
영업이익률	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	9.4	7.4	8.4	7.2	7.6
아시아	6.7	10.9	7.5	8.4	6.7	6.6	7.6	9.4	6.3	8.6	7.6	8.2
북미	4.2	4.2	4.2	2.8	3.4	2.3	-1.2	2.0	6.0	3.9	1.5	1.5
유럽	6.7	-0.8	1.0	4.8	2.7	3.1	3.6	2.5	1.5	3.1	2.9	3.0
지배주주순이익	71	67	76	74	63	70	53	98	292	289	285	318
지배주주순이익률	4.9	4.9	5.7	5.2	4.6	4.6	3.7	6.3	5.1	5.2	4.8	5.1

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151	2,241	2,386	2,566	2,766
현금및현금성자산	425	567	548	479	499
매출채권및기타채권	1,034	957	1,085	1,164	1,221
재고자산	430	469	428	461	487
비유동자산	1,709	1,878	1,917	1,959	2,017
유형자산	1,178	1,262	1,322	1,382	1,457
무형자산	350	438	417	398	381
투자자산	99	119	119	119	119
자본총계	3,860	4,120	4,303	4,525	4,783
유동부채	1,463	1,299	1,352	1,408	1,470
매입채무및기타채무	1,022	1,051	1,104	1,160	1,221
단기차입금및기타채	301	134	134	134	134
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	511	789	789	789	789
사채및장기차입금	326	608	608	608	608
부채총계	1,975	2,088	2,141	2,196	2,258
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,937	2,074	2,196	2,350	2,535
비자매주자지분	57	53	62	73	85
자본총계	1,885	2,031	2,163	2,328	2,525

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	389	567	468	448	580
당기순이익	304	298	294	328	359
현금유동이 없는비용및수익	403	416	370	405	434
유형및무형자산상각비	186	202	256	278	297
영업관련자산부채변동	-205	-31	-93	-170	-87
매출채권및기타채권의감소	59	-24	-128	-79	-57
재고자산의감소	-69	-56	41	-33	-27
매입채권및기타채무의증가	-5	77	52	56	62
투자활동현금흐름	-452	-347	-303	-334	-376
CAPEX	-250	-322	-295	-320	-355
투자자산의순증	1	-11	0	0	0
재무활동현금흐름	48	-56	-184	-184	-184
사채및차입금의증가	266	84	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	1	0	0	0
배당금지급	-203	-171	-163	-163	-163
기타현금흐름	-8	-22	0	0	0
현금의증가	-22	142	-19	-69	20
기초현금	447	425	567	548	479
기말현금	425	567	548	479	499

자료: 한은시스템 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,704	5,586	5,877	6,176	6,432
매출원가	4,805	4,639	4,959	5,185	5,377
매출총이익	899	946	919	991	1,055
판관비	476	478	495	521	542
영업이익	423	468	423	471	513
EBITDA	609	670	679	749	810
영업외손익	-7	-47	-26	-27	-28
금융순익	-22	-14	-26	-27	-28
투자순익	9	9	0	0	0
기타영업외손익	6	-42	0	0	0
세전이익	416	422	398	444	485
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	304	298	294	328	359
자비주주지분순이익	292	289	285	318	347
비자비주주지분순이익	12	10	10	11	12
총포괄이익	277	317	294	328	359
증감률(%YoY)					
매출액	2.6	-2.1	5.2	5.1	4.1
영업이익	17.5	10.9	-9.7	11.2	9.0
EPS	26.7	-1.2	-1.4	11.6	9.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	547	541	533	595	650
BPS	3,424	3,707	3,935	4,225	4,570
DPS	225	305	305	305	305
Multiple(배)					
P/E	18.8	25.7	20.3	18.2	16.6
P/B	3.0	3.7	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.8	8.0	7.4
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.4	7.2	7.6	8.0
EBITDA마진	10.7	12.0	11.6	12.1	12.6
순이익률	5.3	5.3	5.0	5.3	5.6
ROE	16.4	15.2	14.0	14.6	14.8
ROA	8.3	7.5	7.0	7.4	7.7
ROIC	16.0	15.5	14.0	14.5	14.7
안정성및기타					
부채비율(%)	104.8	102.8	99.0	94.3	89.4
이자보상배율(배)	20.3	23.7	20.2	22.5	24.5
배당성향(배)	39.5	54.6	55.3	49.6	45.4

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-09~30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은

항후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한온시스템 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	평균	최고/최저
17/11/08	Hold	12,000	-	-	-						

주: *표는 담당자 변경