

한온시스템

HOLD(유지)

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(01/22)	12,200원	Up/Downside	-1.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2019. 01. 23

우려보다 양호

Comment

4Q18 Preview: 한온시스템의 4Q18 실적은 고객사의 생산량 감소에 의한 중국 법인의 실적 악화로 전년 동기 대비 다소 부진할 전망이다. 북경현대의 4Q18 생산량은 전년 동기 대비 22% 감소했고, Ford의 중국 내 판매 역시 전년 동기 대비 38% 감소했다. 같은 기간 중국 주요 로컬 업체들의 생산량도 급감해 동사 중국법인의 매출은 전년 대비 20% 이상 감소한 것으로 추정된다. 수익성이 높은 중국 법인의 매출 역성장으로 동사의 4Q18 영업이익은 1,331억원(-3.4%YoY, +62.4%QoQ)으로 전년 동기 대비 부진하겠지만 낮아진 시장기대치(1,345억원)에는 부합할 전망이다.

19년에 대한 고민: 3Q18 실적 발표 시 밝힌 동사의 19년 가이던스는 매출액 6.2조원 영업이익 4,800억원으로, 18년 DB금융투자 영업이익 추정치 대비 17% 이상 증가해야 달성 가능한 수치이다. 주요 자동차 시장의 수요 둔화가 심화됨에 따라 19년 실적 가이던스에 대한 불확실성이 지속될 수 밖에 없는 상황이다. 수익성이 높은 중국 시장의 수요는 19년에도 큰 폭의 반등을 기대하기 어려울 전망이다. 유럽 역시 19년 상반기까지 WLTP 영향에 의한 생산 감소가 지속될 것으로 예상된다. 북미 지역의 경우 18년 대비 역성장이 예견되고 있다. 전방 산업의 수요 둔화는 결국 동사의 실적에 악영향을 줄 수 밖에 없다. 19년 실적에 대한 기대치를 낮출 필요가 있다.

Action

보수적인 투자 의견 유지: 동사에 대한 투자 의견을 HOLD로 유지한다. 동사의 밸류에이션은 19년 FWD PER 21.2배로 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 수주의 우위와 같은 변화가 필요하다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	5,704	5,586	5,877	6,176	6,432
(증가율)	2.6	-2.1	5.2	5.1	4.1
영업이익	423	468	411	457	498
(증가율)	17.5	10.9	-12.2	11.1	8.9
지배주주순이익	292	289	276	308	336
EPS	547	541	517	577	630
PER (H/L)	26.5/16.0	27.2/14.8	20.9	21.2	19.4
PBR (H/L)	4.2/2.5	4.0/2.2	2.8	2.9	2.7
EV/EBITDA (H/L)	12.2/8.3	11.9/6.8	8.9	9.2	8.5
영업이익률	7.4	8.4	7.0	7.4	7.7
ROE	16.4	15.2	13.6	14.2	14.5

Stock Data

52주 최저/최고	9,760/13,750원
KOSDAQ /KOSPI	695/2,118pt
시가총액	65,124억원
60일-평균거래량	1,206,017
외국인지분율	18.3%
60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
주요주주	한안코오도홀딩스 50.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.6	3.4	-1.2
상대기준	11.5	5.5	16.7

도표 1. 한온시스템 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	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	1,013	972	4,126	3,922	3,948	4,224
북미	279	288	275	240	264	277	291	246	1,051	1,081	1,078	1,104
유럽	671	629	574	731	716	756	624	714	2,497	2,605	2,810	2,907
영업이익	127	103	101	138	95	101	82	133	423	468	411	457
아시아	68	104	73	93	61	69	62	97	259	338	290	332
북미	12	12	12	7	9	6	-3	4	63	42	16	17
유럽	45	-5	6	35	19	23	22	18	38	81	83	88
영업이익률	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	8.6	7.4	8.4	7.0	7.4
아시아	6.7	10.9	7.5	8.4	6.7	6.6	6.1	10.0	6.3	8.6	7.3	7.9
북미	4.2	4.2	4.2	2.8	3.4	2.3	-1.2	1.8	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	89	292	289	276	308
지배주주순이익률	4.9	4.9	5.7	5.2	4.6	4.6	3.7	5.7	5.1	5.2	4.7	5.0

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151	2,241	2,378	2,551	2,744
현금및현금성자산	425	567	540	464	477
매출채권및기타채권	1,034	957	1,085	1,164	1,221
재고자산	430	469	428	461	487
비유동자산	1,709	1,878	1,917	1,955	2,009
유형자산	1,178	1,262	1,322	1,379	1,450
무형자산	350	438	417	398	381
투자자산	99	119	119	119	119
자산총계	3,860	4,120	4,295	4,506	4,753
유동부채	1,463	1,299	1,352	1,408	1,470
매입채무및기타채무	1,022	1,051	1,104	1,160	1,221
단기차입금및담보대출	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	2,187	2,332	2,506
비지배주주지분	57	53	62	73	84
자본총계	1,885	2,031	2,154	2,310	2,495

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	389	567	459	438	568
당기순이익	304	298	285	318	348
현금유출이없는비용및수익	403	416	367	401	429
유형및무형자산상각비	186	202	256	278	296
영업관련자산부채변동	-205	-31	-93	-170	-87
매출채권및기타채권의감소	59	-24	-128	-79	-57
재고자산의감소	-69	-56	41	-33	-27
매입채무및기타채무의증가	-5	77	52	56	62
투자활동현금흐름	-452	-347	-303	-330	-371
CAPEX	-250	-322	-295	-315	-350
투자자산의순증	1	-11	0	0	0
재무활동현금흐름	48	-56	-184	-184	-184
사채및장기차입금의 증가	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	-28	-76	13
기초현금	447	425	567	540	464
기말현금	425	567	540	464	477

자료: 한온시스템 DB 금융투자 주: FRS 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	4,970	5,198	5,392
매출총이익	899	946	907	978	1,040
판매비	476	478	495	521	542
영업이익	423	468	411	457	498
EBITDA	609	670	667	735	794
영업외손익	-7	-47	-26	-27	-28
금융손익	-22	-14	-26	-27	-28
투자손익	9	9	0	0	0
기타영업외손익	6	-42	0	0	0
세전이익	416	422	386	430	470
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	304	298	285	318	348
지배주주지분순이익	292	289	276	308	336
비지배주주지분순이익	12	10	9	10	11
총포괄이익	277	317	285	318	348
총감률(%YoY)					
매출액	2.6	-2.1	5.2	5.1	4.1
영업이익	17.5	10.9	-12.2	11.1	8.9
EPS	26.7	-1.2	-4.3	11.5	9.2

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	547	541	517	577	630
BPS	3,424	3,707	3,919	4,191	4,516
DPS	225	305	305	305	305
Multiple(배)					
P/E	18.8	25.7	20.9	21.2	19.4
P/B	3.0	3.7	2.8	2.9	2.7
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.9	9.2	8.5
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.4	7.0	7.4	7.7
EBITDA마진	10.7	12.0	11.4	11.9	12.3
순이익률	5.3	5.3	4.9	5.2	5.4
ROE	16.4	15.2	13.6	14.2	14.5
ROA	8.3	7.5	6.8	7.2	7.5
ROIC	16.0	15.5	13.6	14.1	14.3
안정성및기타					
부채비율(%)	104.8	102.8	99.4	95.1	90.5
이자보상배율(배)	20.3	23.7	19.7	21.8	23.8
배당성향(배)	39.5	54.6	57.0	51.1	46.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

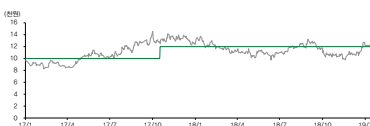
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

한온시스템 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

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

주: *표는 답당자 변경