

한온시스템

HOLD(유지)

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(02/13)	12,750원	Up/Downside	-5.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2019. 02. 14

낮아진 기대치 상회

News

4Q18, 시장기대치 상회: 한온시스템의 4Q18 실적은 매출액 1조 6,125억원(+13.2%YoY, +13.6%QoQ), 영업이익 1,558억원(+13.0%YoY, +90.0%QoQ)으로 중국 법인에 대한 우려로 낮아진 시장기대치를 상회했다. 중국 법인의 매출은 고객사의 물량 감소로 전년 동기 대비 24% 감소했지만, 한국 및 북미 공장의 물량 증가가 이를 상쇄했다. 4Q18 현대차그룹향 매출은 전년 대비 22% 증가하며 Tesla(+69%YoY) 매출과 함께 물량 성장을 이끌었다. 중국 법인의 가동률 하락으로 매출총이익률은 전년 대비 부진했지만 물량 증가와 비용 통제에 의한 판관비의 감소로 전년과 비슷한 수준의 영업이익률을 기록했다.

Comment

불확실한 19년 전망: 동사의 19년 가이드는 매출액 6.2조원 영업이익 4,800억원으로, 18년 영업이익 대비 11% 이상 증가해야 달성 가능한 수치이다. 수익성이 높은 중국 시장의 수요가 19년에도 큰 폭의 반등을 기대하기 어렵고 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

멀티플에 대한 고민 지속: FP&C 인수효과를 감안한 동사의 19년 영업이익 추정치는 5,300억원을 이지만 인수 관련 차입금 증가에 의한 이자 비용의 증가로 지배주주순이익의 증가는 미미할 전망이다. 이에 따라 동사의 19년 FWD PER는 FP&C 연결 이후에도 20배 이상으로 예상된다. 투자 의견 상향을 위해서는 xEV 판매 비중 증가에 의한 ASP 상승 효과의 확인이나 경쟁사들 대비 주주의 우위와 같은 변화가 필요하다. 투자 의견을 HOLD로 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	5,704	5,586	5,938	6,176	6,432
(증가율)	2.6	-2.1	6.3	4.0	4.1
영업이익	423	468	434	469	499
(증가율)	17.5	10.9	-7.4	8.0	6.5
지배주주순이익	292	289	275	320	341
EPS	547	541	515	599	639
PER (H/L)	26.5/16.0	27.2/14.8	21.0	21.3	20.0
PBR (H/L)	4.2/2.5	4.0/2.2	2.8	3.0	2.8
EV/EBITDA (H/L)	12.2/8.3	11.9/6.8	8.7	9.5	8.8
영업이익률	7.4	8.4	7.3	7.6	7.8
ROE	16.4	15.2	13.5	14.7	14.6

Stock Data

52주 최저/최고	9,760/13,250원
KOSDAQ /KOSPI	740/2,201pt
시가총액	68,060억원
60일-평균거래량	1,163,106
외국인지분율	18.5%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	한안코오토홀딩스 50.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.9	18.1	8.1
상대기준	8.3	11.1	17.6

도표 1. 한온시스템 4Q18 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원 %, %pt)

	4Q18P	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,612	1,552	3.9	1,547	4.3
영업이익	156	133	17.0	135	15.8
(영업이익률)	9.7	8.6	1.1	8.7	1.0
지배주주순이익	91	75	21.1	93	-2.1
(지배주주순이익률)	5.6	4.8	0.8	6.0	-0.4

자료: 한온시스템 DB금융투자

도표 2. 한온시스템 4Q18 상세 실적 요약

(단위: 십억원 %, %p)

	4Q18P	4Q17	YoY	3Q18	QoQ
매출액	1,612	1,424	13.2	1,420	13.6
영업이익	156	138	13.0	82	90.0
영업이익률	9.7	9.7	0.0	5.8	3.9
지배주주순이익	91	77	18.4	53	70.8
(지배주주순이익률)	5.6	5.4	0.2	3.7	1.9

자료: 한온시스템 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151	2,241	2,381	2,547	2,738
현금및현금성자산	425	567	528	460	471
매출채권및기타채권	1,034	957	1,095	1,164	1,221
재고자산	430	469	432	461	487
비유동자산	1,709	1,878	1,917	1,963	2,020
유형자산	1,178	1,262	1,322	1,386	1,460
무형자산	350	438	417	398	381
투자자산	99	119	119	119	119
자산총계	3,860	4,120	4,298	4,510	4,757
유동부채	1,463	1,299	1,360	1,408	1,470
매입채무및기타채무	1,022	1,051	1,112	1,160	1,221
단기차입금및단기차입금	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	2,148	2,196	2,258
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,937	2,074	2,186	2,343	2,521
비지배주주지분	57	53	59	66	73
자본총계	1,885	2,031	2,150	2,314	2,499

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	389	567	448	455	570
당기순이익	304	298	281	327	348
현금유출이없는비용및수익	403	416	366	405	432
유형및무형자산상각비	186	202	256	279	298
영업관련자산부채변동	-205	-31	-100	-163	-87
매출채권및기타채권의감소	59	-24	-138	-69	-57
재고자산의감소	-69	-56	37	-29	-27
매입채무및기타채무의증가	-5	77	60	48	62
투자활동현금흐름	-452	-347	-303	-339	-376
CAPEX	-250	-322	-295	-325	-355
투자자산의순증	1	-11	0	0	0
재무활동현금흐름	48	-56	-184	-184	-184
사채및차입금의 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	-39	-68	11
기초현금	447	425	567	528	460
기말현금	425	567	528	460	471

자료: 한온시스템 DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,704	5,586	5,938	6,176	6,432
매출원가	4,805	4,639	5,026	5,187	5,391
매출총이익	899	946	912	989	1,041
판매비	476	478	478	521	542
영업이익	423	468	434	469	499
EBITDA	609	670	690	748	797
영업외손익	-7	-47	-54	-27	-28
금융손익	-22	-14	-26	-27	-28
투자손익	9	9	0	0	0
기타영업외손익	6	-42	-28	0	0
세전이익	416	422	380	442	471
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	304	298	281	327	348
지배주주지분순이익	292	289	275	320	341
비지배주주지분순이익	12	10	6	7	7
총포괄이익	277	317	281	327	348
증감률(%YoY)					
매출액	2.6	-2.1	6.3	4.0	4.1
영업이익	17.5	10.9	-7.4	8.0	6.5
EPS	26.7	-1.2	-4.7	16.4	6.6

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	547	541	515	599	639
BPS	3,424	3,707	3,917	4,211	4,545
DPS	225	305	305	305	305
Multiple(배)					
P/E	18.8	25.7	21.0	21.3	20.0
P/B	3.0	3.7	2.8	3.0	2.8
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.7	9.5	8.8
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.4	7.3	7.6	7.8
EBITDA마진	10.7	12.0	11.6	12.1	12.4
순이익률	5.3	5.3	4.7	5.3	5.4
ROE	16.4	15.2	13.5	14.7	14.6
ROA	8.3	7.5	6.7	7.4	7.5
ROIC	16.0	15.5	14.4	14.4	14.3
안정성및기타					
부채비율(%)	104.8	102.8	99.9	94.9	90.4
이자보상배율(배)	20.3	23.7	20.7	22.4	23.8
배당성향(배)	39.5	54.6	58.0	49.8	46.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 기재된 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 투자이익률 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

한온시스템 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

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

주: *표는 답당자 변경