

2017/05/16

# 한온시스템(018880)

## 기다렸던 유럽에서의 Turn-around!

### ■ 1Q17 Review - 유럽에서의 선전으로 분기 사상최대 영업이익률 8.8% 기록

많은 우려에 비해 양호한 외형과 수익을 기록한 실적으로 평가된다. 매출액은 전년동기비 1.5% 증가한 1.45조를 기록해 우리 예상치 1.45조와 정확히 일치했다. 중국이 THAAD 여파로 인해 20% 가까이 감소했지만, 타법인의 외형 증가가 이를 상쇄해 얻은 결과다. 다만 영업이익은 중국의 부진에도 불구하고, 유럽에서 예상외의 호실적이 기록되며 전년동기비 21.3% 증가한 1,271억원(OPM 8.8%)을 기록해 분기 영업이익률 사상 최고수준을 기록할 수 있었다. 전년도 통상임금 관련 일회성 비용 300억원을 감안해도, 우리 예상치 1,051억원(OPM 7.2%)을 크게 상회하는 수준이다. 주요 납품사인 현대차그룹, 포드의 글로벌 볼륨 정체와 부정적 환율이라는 부정적 요인을 유럽에서의 긍정 요인이 상쇄시키고 남은 것이다. 물론 기아차 멕시코 생산량 확대, 친환경 부품의 판매증가 등도 큰 도움이 되었다. 향후 시장의 관심은 중국에서의 개선 여부와 더불어, 한컴컴퍼니의 인수 당시부터 가장 큰 관심사였던, 유럽의 턴어라운드와 지속성에 맞춰질 것 같다. 유럽에선 구조조정이 마무리 단계에 들어서면서 고정비 부담이 감소했고, 외형 면에서 컴프레서를 중심으로 큰 터닝이 있었다. 2분기에도 중국에서의 (-)요인을 유럽에서 일정부분 상쇄할 것으로 전망한다.

### ■ 2Q17 Preview - 중국 충격 불가피, 유럽 턴어라운드 지속

중국의 어려움이 지속되고 있다. THAAD로 인한 판매감소-생산감소가 2분기에 최고조에 달할 것이다. 따라서 1분기 중국의 외형감소, 수익감소에 비해 더 부정적 결과를 예상해볼 수 있다. 관전 포인트는 이를 어떻게 상쇄할 수 있을지 여부인데, 앞서 언급했듯 유럽법인에 기대할 수 밖에 없다. 전체 매출에서 유럽이 차지하는 비중이 33%에 달해 1분기 OPM 6.6%에 이어 4%대 이상으로 높게 나와준다면, 중국에서의 (-)요인을 상쇄하고 전년동기 영업이익 950억원 대비 증익이 가능하다고 본다. 따라서 우린 2분기 매출액을 중국에서의 부진을 반영해 전년동기비 1.8% 감소한 1.46조, 영업이익은 전년동기비 13% 개선된 1,073억원(OPM 7.3%)로 예상한다. 1분기에 이어 친환경부품 증가와 신규공장인 멕시코의 외형 증가 효과도 힘을 실어줄 것으로 보았다.

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

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

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	12,000원
종가(2017/05/15)	9,500원

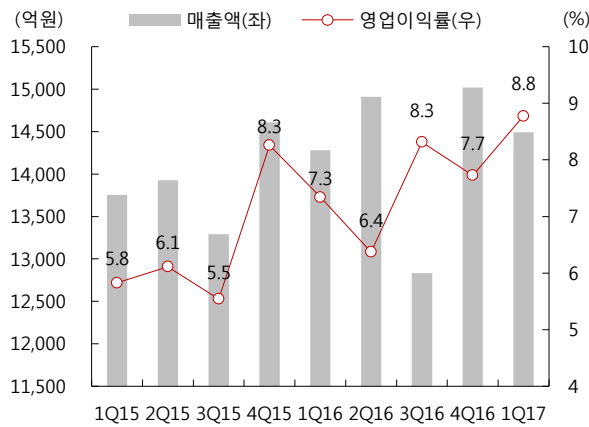
#### Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	5,071십억원
외국인지분율	19.8%
배당금(2016)	375원
EPS(2017E)	566원
BPS(2017E)	3,715원
ROE(2017E)	15.9%
52주 주가	8,250~13,350원
60일평균거래량	1,176,447주
60일평균거래대금	10.6십억원

#### Price Trend

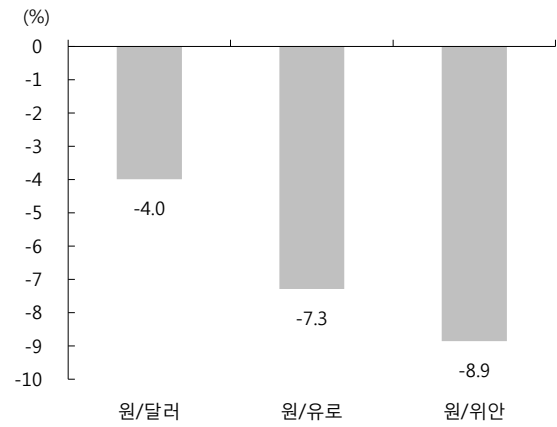


<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 분기 사상 최대 영업이익률 기록



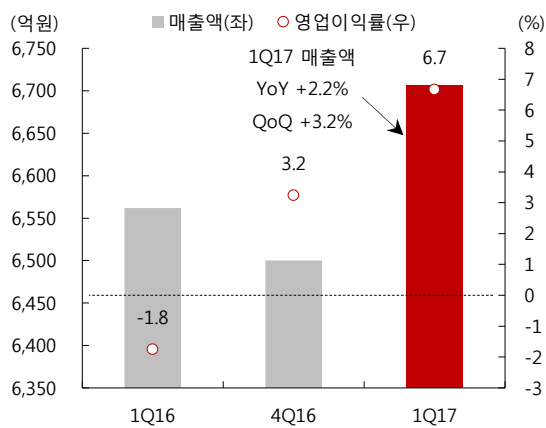
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 2> 주요 진출 지역 분기평균환율 전년동기비 변화 - 1Q17 실적에 부정적으로 작용



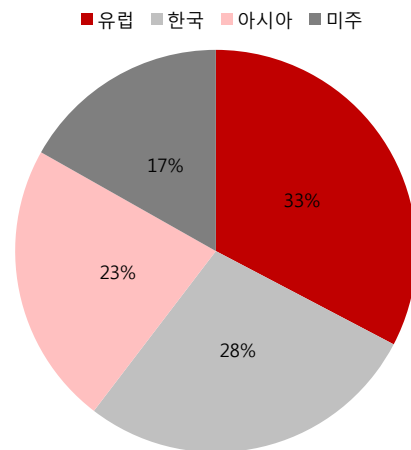
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> 유럽지역 매출액 및 영업이익률 추이 - 유럽에서의 선전이 두드러짐



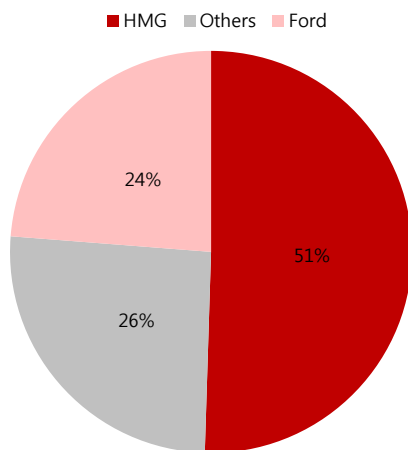
자료: DART, 하이투자증권

<그림 4> 1Q17 지역별 매출 비중 - 유럽이 차지하는 비중이 33%에 달함



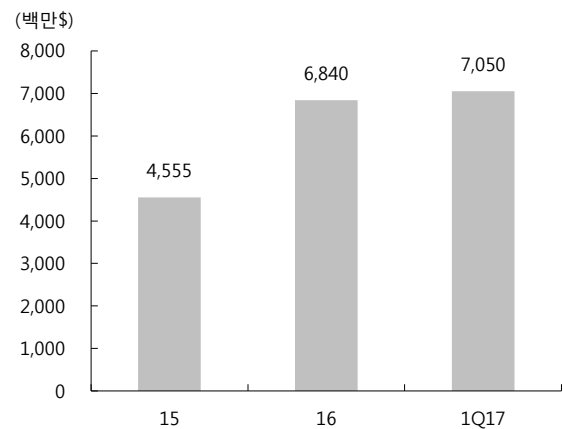
자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 5> 1Q17 고객사별 매출 비중



자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 6> 신규 수주 잔고 현황 - 가이던스 달성에 긍정적



주: 수주 받은 차종 중 양산되지 않은 차종들의 전체 수주 금액 합산으로 집계  
자료: 한온시스템 하이투자증권

&lt;표 1&gt; 17 년 1 분기 실적 및 17 년 2 분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY	QoQ	2Q17(E)	YoY
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,490	1.5%	-3.5%	14,645	-1.8%
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,580	12,100	1.3%	-3.8%	12,449	-2.8%
%	84	86	84	84	84	-0.1%p	-0.3%p	85	-0.9%p
판관비	1,286	1,148	1,050	1,277	1,118	-13.0%	-12.4%	1,124	-2.2%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	7.7	-1.3%p	-0.8%p	7.7	0.0%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,272	21.3%	9.6%	1,073	13.0%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	1.4%p	1.0%p	7.3	1.0%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,216	1,032	-0.9%	-15.1%	1,043	18.4%
%	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	-0.2%p	-1.0%p	7.1	1.2%p
법인세	318	242	282	277	290	-8.9%	4.7%	261	7.9%
%	30.6	27.4	27.7	22.8	28.1	-2.5%p	5.3%p	25.0	-2.4%p
당기순이익	723	639	736	939	742	2.6%	-21.0%	782	22.3%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	0.1%p	-1.1%p	5.3	1.1%p
지배주주	685	601	690	946	714	4.2%	-24.5%	741	23.3%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	0.1%p	-1.4%p	5.1	1.0%p

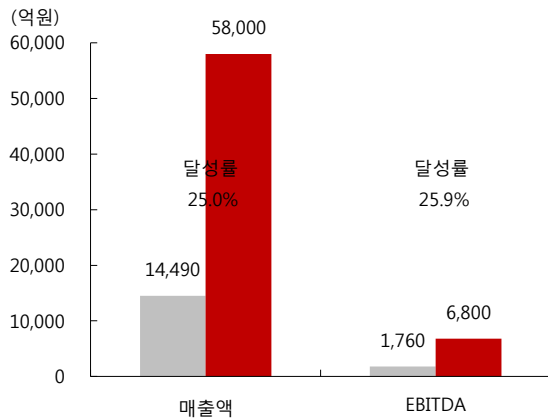
자료: 한온시스템 하이투자증권

# 투자전략

## 중국 부진 vs 유럽 턴어라운드, Valuation은 회복관점

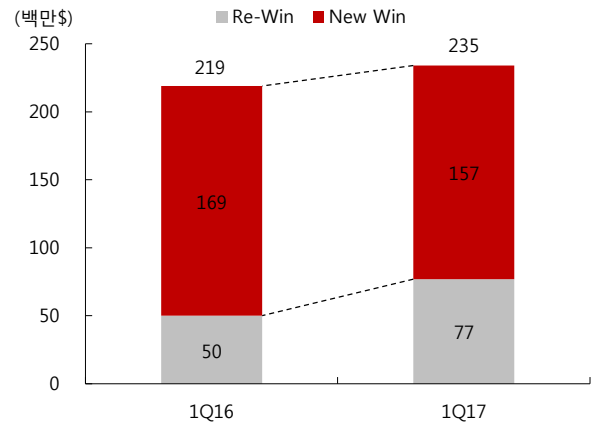
3월부터 THAAD 문제가 중국법인의 발목을 잡고 있다. 2분기까지 Earning에서의 기대수준을 낮출 수 밖에 없다. 연결조정 전 중국의 매출 비중은 16년 1분기 기준 15%, 유럽은 34%에 달했다. 이번 1분기엔 각각 11%, 33%로 추정한다. 2분기 내내 중국의 (-)요인이 발목을 잡을 수 밖에 없다. 마진이 높은 중국에서의 부진이 부담스럽지만, 기다렸던 유럽의 턴어라운드가 충격을 최소화시켜 줄 수 있다는 판단이다. 보수적 전망이라 여겼던 연간 가이던스 5.8조 매출, 6,800억원의 EBITDA 달성 의지가 여전히 유효한 것으로 보인다. 현대모비스의 e-Comp 진출가능성으로 Multiple이 하락한 상황이지만, 모비스의 미래 전략이 광범위해 진출 가능성이 현재로선 크지 않을 것으로 전망한다. 신규고객(Growth & Tech Customer)으로부터의 New-win 역시 예상대로 진행되고 있어 크게 변한 것은 없다는 입장이다. 기존 목표주가와 투자의견을 유지한다.

<그림 7> 연간 가이던스 및 분기 달성률 - 달성 의지 유효



자료: 한온시스템 하이투자증권

<그림 8> 전년동기비 수주 현황 변화 - 예상대로 진행 중



주: 수주 당 첫 1년 평균 매출, New win(신규 고객, 차중), Re-win(기존 고객, 차중)  
자료: 한온시스템 하이투자증권

## 질의응답

### 1. 유럽이 구조적으로 완전히 바뀌었다고 볼 수 있는가? 이번 분기 실적이 일회성인지 지속성이 있는지 궁금하다.

→ 1분기 유럽 실적은 수치상으로 OPM 6% 이상으로 나왔으며 내부적으로는 기대치를 상회했다고 보고 있다. 이번 분기 유럽에서는 이렇다할 일회성 요인은 별로 없었다. 작년과 비교시 크게 보이는 이유는 작년에 있었던 부정적 일회성 요인들이 없어졌기 때문이다. 작년에는 품질 보증이 늦어지면서 항공 운송을 많이 했다. 따라서 올해는 작년대비 관관비 항목 중 품질보증비와 운송비가 많이 개선되었다. 이번 분기가 특별한 것이 아니라 작년이 이와 같은 요인으로 좋지 않았던 것이다. 현재의 유럽 실적이 앞으로도 지속될 것이냐에 대해서는 올해는 작년보다 레벨업된 흐름으로 보는 것이 맞을 것 같다. 다만 BEPS가 진행되고 있는 단계이기 때문에 수치가 표기되는 레벨은 편차가 심할 것으로 보인다. 결론적으로 앞으로 유럽 실적이 개선된 흐름을 보이려면 OPM 3%정도 수준을 유지해줘야 한다고 본다.

### 2. 이번 분기 R&D 실질적 비용과 자산화된 비용을 작년 1분기와 비교 부탁드립니다.

→ 이번 분기에 R&D 비용은 529억으로 매출액 대비 3.7% 수준이며, 작년 1분기는 565억으로 매출액 대비 4.1% 수준이다. 이번 분기에는 작년 대비 금액과 매출액 대비 비중 모두 줄어든 것으로 나타났다. 그 이유는 R&D 비용 구조조정에 따른 Cost reduction한 부분이 먼저 나타났기 때문이다. 당사는 앞으로 매출액 대비 4% 초반대의 R&D 투자를 유지할 것이다. 다만 이번 분기에는 늘어난 것이 아직 나타나지 않은 것이다. 이번 분기에 연구개발비가 일시적으로 줄어들었지만 늘어나지도 않았던 것은 일회성 요인으로 볼 수도 있다. 자산화된 부분의 경우 작년 1분기 170억, 2분기 150억, 3분기 170억, 4분기 180억이며 올해 1분기 172억으로 작년과 거의 유사한 수준이다. 이번 분기 자산화시킨 것으로 인한 영업이익이익상의 긍정적 효과는 거의 없었으며 오히려 자산화에 따른 감가상각이 시작되는 단계였다.

### 3. 중국지역 손익 전망 및 친환경차 부문이 BEP를 넘어서 전사 마진에 도움될 수 있는 시기가 앞당겨질 수 있는지 여부 답변 부탁드립니다.

→ 1분기 OPM은 8.8%를 기록했으며 분기 최대 영업이익을 기록했다. 중국 지역 손익 악화와 R&D 투자가 일시적으로 감소한 것이 특이(일회성)요인으로 작용했으며, 환율이 부정적 영향을 미쳤다. 2분기 중국 손익은 정치적 영향으로 걱정되는 수준이나 추정하기는 어려운 상황이다. 그럼에도 불구하고 연간 가이드스는 달성 가능할 것으로 보인다. 중국 지역의 문제가 얼마나 장기화되는지에 따라 손익 달성 여부가 달려있으나 현재로써는 가이드스 변경 근거는 없다. 친환경차 마진 관련하여서는 친환경차 부문의 매출, 영업이익을 따로 집계하지 않기 때문에 답변이 어렵다.

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,151	2,594	2,753	2,958
현금 및 현금성자산	425	884	934	1,023
단기금융자산	20	24	27	30
매출채권	1,034	1,056	1,126	1,205
재고자산	430	375	400	421
비유동자산	1,709	1,777	1,829	1,821
유형자산	1,178	1,248	1,299	1,291
무형자산	350	340	330	321
자산총계	3,860	4,371	4,582	4,779
유동부채	1,463	1,503	1,494	1,585
매입채무	1,022	1,062	1,143	1,234
단기차입금	301	301	211	211
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	511	811	811	651
사채	299	599	599	439
장기차입금	26	26	26	26
부채총계	1,975	2,315	2,306	2,237
지배주주지분	1,828	1,983	2,191	2,443
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	1,937	2,119	2,353	2,632
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	57	74	85	100
자본총계	1,885	2,057	2,276	2,543

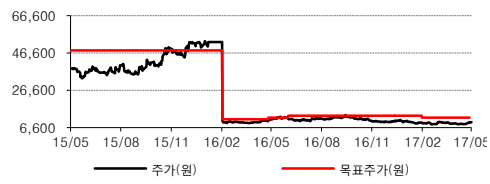
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,704	5,771	6,151	6,582
증가율(%)	2.6	1.2	6.6	7.0
매출원가	4,805	4,869	5,124	5,468
매출총이익	899	902	1,027	1,115
판매비와관리비	476	445	544	570
연구개발비	155	167	178	191
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	423	457	482	544
증가율(%)	17.5	8.2	5.5	12.8
영업이익률(%)	7.4	7.9	7.8	8.3
이자수익	6	11	12	13
이자비용	21	30	27	22
지분법이익(손실)	9	9	10	10
기타영업외손익	6	-31	-6	-
세전계속사업이익	416	424	482	544
법인세비용	112	106	116	131
세전계속이익률(%)	7.3	7.4	7.8	8.3
당기순이익	304	318	366	413
순이익률(%)	5.3	5.5	6.0	6.3
지배주주귀속 순이익	292	302	355	398
기타포괄이익	-27	-27	-27	-27
총포괄이익	277	292	340	387
지배주주귀속총포괄이익	292	302	355	398

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	389	743	684	756
당기순이익	304	318	366	413
유형자산감가상각비	5	6	6	6
무형자산상각비	10	10	10	9
지분법관련손실(이익)	9	9	10	10
투자활동 현금흐름	-452	-389	-382	-332
유형자산의 처분(취득)	-250	-255	-250	-200
무형자산의 처분(취득)	-86	-	-	-
금융상품의 증감	-8	-4	-2	-3
재무활동 현금흐름	48	184	-206	-276
단기금융부채의증감	-47	-	-90	-
장기금융부채의증감	-4	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-203	-120	-120	-120
현금및현금성자산의증감	-22	459	50	89
기초현금및현금성자산	447	425	884	934
기말현금및현금성자산	425	884	934	1,023

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	547	566	665	746
BPS	3,424	3,715	4,105	4,576
CFPS	577	596	694	775
DPS	375	375	375	375
Valuation(배)				
PER	18.8	16.8	14.3	12.7
PBR	3.0	2.6	2.3	2.1
PCR	17.9	15.9	13.7	12.3
EV/EBITDA	13.0	10.7	9.9	8.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.4	15.9	17.0	17.2
EBITDA 이익률	7.7	8.2	8.1	8.5
부채비율	104.8	112.5	101.3	88.0
순부채비율	9.6	0.9	-5.4	-14.8
매출채권회전율(x)	5.5	5.5	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	14.0	14.3	15.9	16.0

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-14	Buy	12,000
2016-06-15	Hold	13,000
2016-05-10	Hold	12,000
2016-02-16	Hold	11,000

### 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 기관투자가 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. [\(작성자 : 고태봉, 강동욱\)](#)

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) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 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 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-