



2017/08/17

한온시스템(018880)

외형 축소에도 수익성 유지

■ 2Q17 Review - 외형 축소에도 수익성 유지 (중국, 환율, 일회성)

대부분 업체들이 OEM 생산량 감소로 같은 어려움을 겪은 2분기다. 한온시스템의 매출액은 전년동기비 7.9% 감소한 1.37조를 기록했다. 매출액 감소 이유는, ①중국에서 매출액이 현대, 기아의 생산량 급감으로 전년동기비 49%가 감소했다. 이는 금액 기준으로 1,500억 가량의 (-)가 발생한 것이다. ②환율 역시 불리하게 작용했는데, 달러, 유로, 위안화 등 지역별 통화를 Blending 하면 약 2.7%의 외형감소가 있었음을 알 수 있다. 또 ③인도법인의 전자(電子) 부문을 비스테온에 다시 매각하면서 분기 200억 가량의 외형축소가 있었다. 반면 영업이익은 전년동기비 8.1% 증가한 1,027억원(OPM 7.5%)을 기록했다. 큰 폭 (+)요인은 전년도 400억원의 통상임금 부담으로 인한 기저효과로 착시 효과가 생긴 것으로 봐야하고, (-)요인은 유럽법인의 구조조정 비용으로 약 100억원이 감소했기 때문이다. 결국 2분기 실적은 중국, 환율, 일회성 요인으로 인해 외형이 감소하고 수익성은 개선된 것으로 요약할 수 있다. 만일 이들 변인 중 중국과 일회성 요인을 제거한다면, 매출은 3% 이상 증가하고, 영업이익은 약 0.3%p 개선된 7.8% 수준으로 순항하고 있었음을 알 수 있다.

이번 실적발표에서 공개된 내용 중 고무적인 것은 향후 외형을 짐작할 수 있는, 수주잔고가 크게 증가했다는 점이다. 상반기 15.46억달러의 수주를 달성했다. (신규수주 5.61억불+기존수주 9.85억불) 특히, 현대, 기아, 포드를 제외한 새로운 OEM으로부터거나, 친환경 Thermal Management 관련 수주가 많았다는 점은 긍정적이다. 물론 2분기 증가액의 상당 부분이 현대, 기아차의 확정수주에 기인한 것이지만, 연간 수주목표 18억불의 대부분을 달성했다는 점과 최근 현대차와의 불화설을 일축시킨 결과란 측면에서 긍정적이다.

자동차/타이어 고태봉
(2122-9214) coolbong@hi-ib.com
자동차/타이어 강동욱
(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

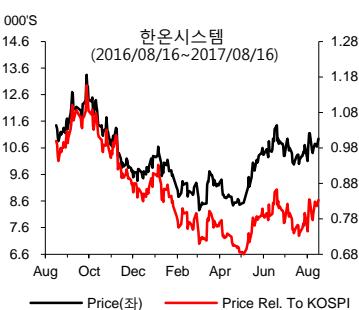
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	13,000원
종가(2017/08/16)	10,950원

Stock Indicator

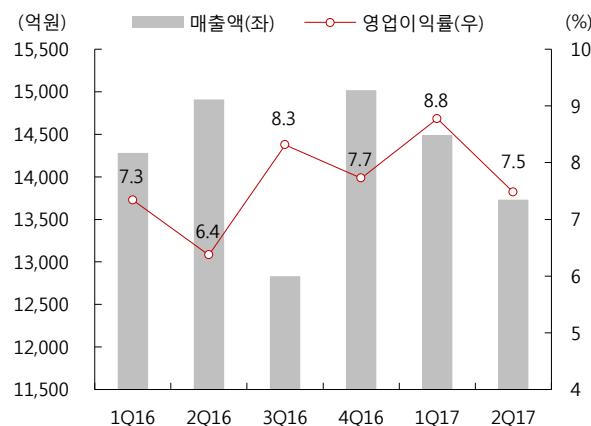
자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	5,845십억원
외국인지분율	20.2%
배당금(2016)	375원
EPS(2017E)	533원
BPS(2017E)	3,681원
ROE(2017E)	15.0%
52주 주가	8,250~13,350원
60일평균거래량	1,082,282주
60일평균거래대금	11.5십억원

Price Trend



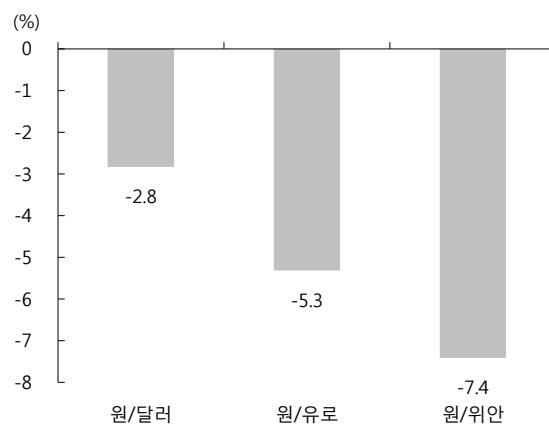
COMPANY BRIEF

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – 외형 축소에도 수익성을 유지하는 모습



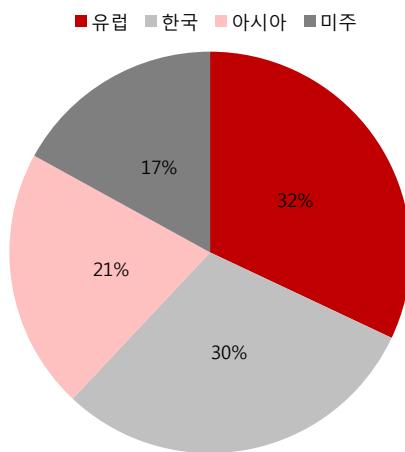
자료: 한온시스템, 하이투자증권

<그림 2> 주요 진출 지역 분기평균환율을 전년동기비 변화 – 2Q17 매출에 부정적으로 작용



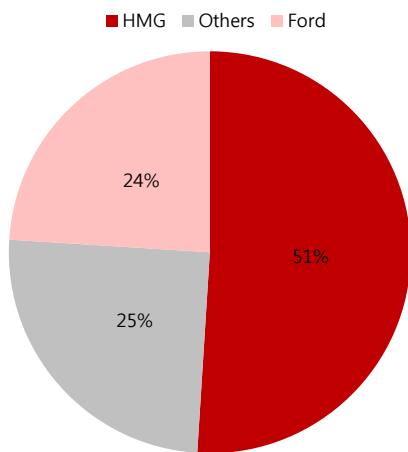
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> 17년 상반기 지역별 매출 비중



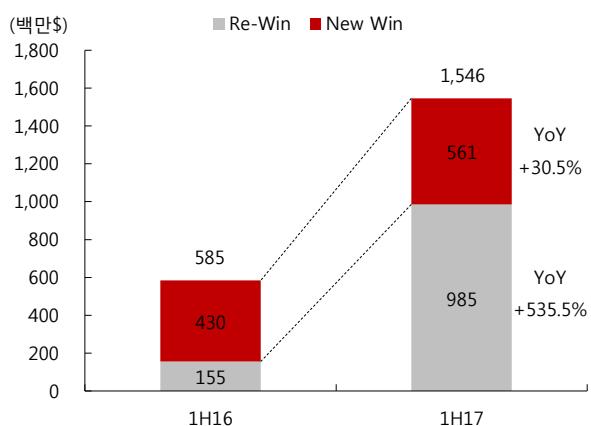
자료: 한온시스템, 하이투자증권

<그림 4> 17년 상반기 고객사별 매출 비중



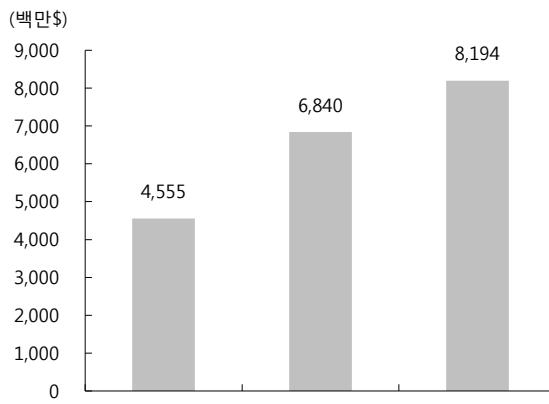
자료: 한온시스템, 하이투자증권

<그림 5> 전년동기비 수주 현황 변화 – 연간 목표 대부분 달성



자료: 한온시스템, 하이투자증권

<그림 6> 신규 수주 잔고 현황 – 향후 외형성장 본격화 기대



자료: 한온시스템, 하이투자증권

3Q17 Preview

생산량은 여전히 부정적, 환율은 긍정적 선회 기대

2분기 실적의 Core factor가 역시 3분기까지 영향을 미칠 것 같다. 먼저 지켜봐야 할 변수는 현대, 기아차의 생산량이다. 휴가, 파업 등 생산의 계절적 비수기이고, 중국에서 THAAD 문제가 해결기미를 보이지 않고 있다. 중국에서의 생산량은 9월 계획상 회복될 것으로 예상은 하지만, 정치적 변수가 커 확신하기엔 이르다. 전년 동기 최악의 파업으로 생산량 차질이 컸던 점은 그나마 Base effect의 기대요인이다. 두번째 변수는 환율인데, 북핵 위협 등 지정학적 리스크로 인해 각종 통화대비 원화 약세가 두드러질 것으로 보여 외형에는 긍정적 효과가 기대된다. 세번째, 일회성 요인인 해외법인 구조조정은 외형과 수익에서 소폭이나마 역기저효과를 발생 시킬 수 밖에 없다. 이는 한앤컴퍼니가 당시 HVCC를 인수하면서 텐어라운드의 핵심으로 봤던 요인이라도 점에서 단기 부정적일 수 있으나, 중장기적으로는 긍정적이다. 유럽법인이 적자에서 흑자규모를 키워갈 수록 전체 매출액에서 차지하는 비중이 큰 까닭에 수익에서 차지하는 레버리지가 클 수 밖에 없다. 우리는 3분기 매출액을 전년동기비 1.5% 감소한 1.26조, 영업이익은 9.6% 감소한 964억원(OPM 7.6%)으로 전망한다.

<표 1> 17년 2분기 실적 및 17년 3분기 실적 전망

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY	QoQ	3Q17(E)	YoY
매출액	14,908	12,831	15,017	14,490	13,733	-7.9%	-5.2%	12,637	-1.5%
매출원가	12,810	10,714	12,580	12,100	11,567	-9.7%	-4.4%	10,678	-0.3%
%	86	84	84	84	84	-1.7%p	0.7%p	85	1.0%p
판관비	1,148	1,050	1,277	1,118	1,139	-0.8%	1.9%	995	-5.3%
%	7.7	8.2	8.5	7.7	8.3	0.6%p	0.6%p	7.9	-0.3%p
영업이익	950	1,067	1,160	1,272	1,027	8.1%	-19.2%	964	-9.6%
%	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	1.1%p	-1.3%p	7.6	-0.7%p
영업외손익	-69	-49	-56	-239	-43	적자지속	적자지속	-26	적자지속
%	-0.5	-0.4	-0.4	-1.7	-0.3	0.2%p	1.3%p	-0.2	0.2%p
세전이익	881	1,018	1,216	1,032	984	11.7%	-4.6%	938	-7.9%
%	5.9	7.9	8.1	7.1	7.2	1.3%p	0.0%p	7.4	-0.5%p
법인세	242	282	277	290	291	20.5%	0.4%	225	-20.2%
%	27.4	27.7	22.8	28.1	29.6	2.2%p	1.5%p	24.0	-3.7%p
당기순이익	639	736	939	742	693	8.4%	-6.6%	713	-3.2%
%	4.3	5.7	6.3	5.1	5.0	0.8%p	-0.1%p	5.6	-0.1%p
지배주주	601	690	946	714	672	11.8%	-5.9%	675	-2.1%
%	4.0	5.4	6.3	4.9	4.9	0.9%p	0.0%p	5.3	0.0%p

자료: 한온시스템, 하이투자증권

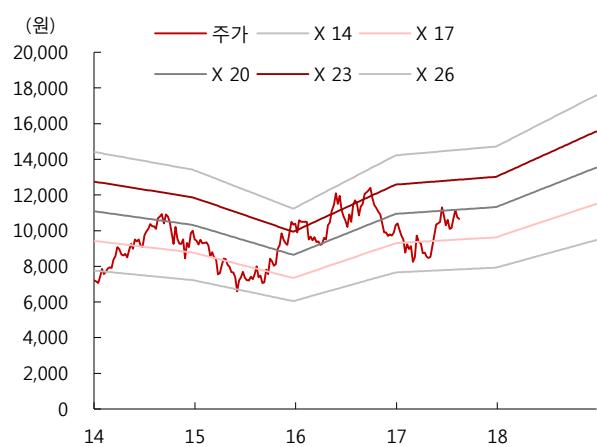
투자전략

현대차와의 불화설 일축, 목표주가 13,000원으로 상향

한온시스템의 주가는 타사대비 싸지 않다. 특히나 중국에서의 생산량 감소는 예상치 못한 변수라 실적에서 (-)요인이 발생해 주가배수가 더 부담을 짊어지게 되었다. 그럼에도 높은 배당성향과 PEF의 명확한 Restructuring 방향은 현주주들에게 환영받고 있다. 비교가 되는 해외 주가의 움직임 역시 미래지향적인 자동차 연관산업은 실적<주가배수로 주가방향이 결정되고 있다. 어렵게도 한국에는 한온시스템과 만도정도만이 미래전략을 가진 기업으로 분류되며 High multiple을 용인받고 있다. 미래 기술력을 가진 대표기업으로 High multiple이 오랜기간 용인되고 있어 고착화될 가능성도 존재한다.

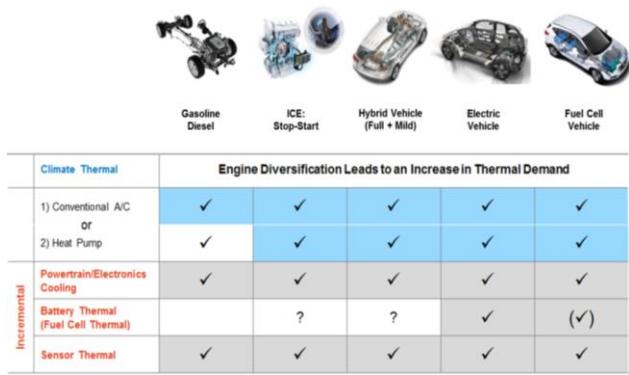
우리는 지난 2월 CES2017 전시회에서 현대모비스의 전동컴프레서 진출 가능성이 대두된 후 주가를 12,000원으로 하향한 바 있다. 경쟁사인 덴소에 HVAC 발주를 낸 이후 또 한번 갈등설이 표면화 되었다고 판단했기 때문이다. 하지만 이번 2분기 수주에서 한온시스템은 현대, 기아의 글로벌 차세대 플랫폼 발주를 대거 얻는데 성공했을 뿐 아니라 현대차그룹이 수여하는 ‘제품 개발 우수협력사’ Awards에서 ‘대상’을 획득하는 등 다시 관계가 복원되는 모습이다. 기준의 13,000원으로 주가를 복원한다. 이는 2017년 예상 EPS 533원 기준 Target multiple 24배 수준이다.

<그림 7> 한온시스템 PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 8> 한온시스템의 지속성장 가능한 제품 포트폴리오



자료: 한온시스템, 하이투자증권

질의응답

1. 향후 유럽에서 인건비가 감소하는 트렌드라고 한다면 향후 적정한 유럽법인 마진 가이던스 부탁드린다. 그리고 인도에서의 범인 매각 이슈, 중국에서 5%정도의 마진을 감안하고 보면 과거 기타지역을 포함한 아시아에서 12%정도의 마진이 나오는 것 같은데 이는 일시적인지 지속성이 있는지 답변 부탁드린다.

→ 이번 분기에는 샤르빌에서 98억의 일회성 비용이 있었고, BEPS로 240억정도가 한국에서 이익 증가로, 유럽에서는 이익 감소 효과로 나타났다. 이들을 전부 보정하면 유럽지역에서 마진은 3%정도 나온다. 아직 유럽에서의 비용절감 노력이 진행 중이다. 이런 부분들을 감안하면 앞으로 3%대 마진이 계속된다고 확신하지는 못하지만, 이번 분기까지 3분기 연속으로 3%정도가 나왔다. 기타지역은 인도와 태국이다. 인도와 태국만 놓고 보면 마진은 1분기 9.2%, 2분기 8.4%를 기록했다. 이는 곧 이익이 좀 더 많았다는 이야기인데 아시아 지역에서 일회성 리커버리가 있었다. 중국에서 영업활동만으로 나온 마진은 5.2%였고, 리커버리가 있어 이익이 증가하는 부분이 있었으며 이는 곧 아시아에서 이익이 증가하는 요인으로 작용했다. 리커버리의 경우 작년 3분기에 80억의 일회성 이익 증가가 있었다. 이런 식으로 부품회사에서는 CR을 받기도 하고 협상을 통해 리커버리가 되는 요인들이 있다.

2. 친환경차 부품 매출 증가가 얼마나 있었는지와 영업이익 가이던스, 신규 수주활동에 대해 언급해주시면 감사하겠다.

→ 현재 친환경차 부품 주요 고객은 현대기아차 및 미국 전기차 회사이다. 현대기아차의 친환경차 부품은 올 2분기에 6.6만 세트를 출하했다. 작년 2분기 2.9만 세트와 비교하면 130% 증가한 것이다. 미국 전기차 메이커에는 2.2만 세트를 출하해 전년대비 20% 증가했다. 2분기 전체 매출에서 친환경차 부품이 차지하는 비중은 7%로 전분기 6.5%에서 0.5%p 증가했다. 신차가 출시될 때마다 이 비중이 증가한다. 미국 전기차 메이커가 하반기에 신차를 출시하기 때문에 이 비중은 이 신차 판매량에 따라 늘어날 수도 있을 것이라고 본다. 하지만 이번 분기 7%는 베이스가 낮기 때문에 높은 수치를 기록한 것이다. 중국에서의 부진 때문에 전체 매출액 베이스가 낮아졌기 때문이다. 중국에서 매출이 올라오고, 친환경차 매출 비중이 떨어진다고 해도 6% 후반을 유지할 것이며, 신차 출시에 따라 7%대가 안정적으로 나오는 것이 가능할 것으로 예상한다. 친환경차 부품 이익률은 여전히 전사대비 낮다.

3. 친환경차 수주 품목이 많이 늘어났다. 이유가 볼륨 때문인지 가격 때문인지 혹은 기존에 없던 품목이 늘어난 것인지 답변 부탁드린다.

→ 친환경차 부품 수주는 올 2분기만 놓고 봤을 때 일렉트로닉 컴프레서가 75%를 차지했다. 가격 측면에선 기존 가격대를 방어하며 수주했다. 나머지 25% 중에서는 한동안 틈했던 배터리 칠러를 한 번에 2건을 수주했다. 나머지 아이템은 HVAC 등이다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		2,151	2,546	2,696	2,877	매출액		5,704	5,539	5,958	6,362
현금 및 현금성자산		425	894	925	996	증가율(%)		2.6	-2.9	7.6	6.8
단기금융자산		20	24	27	30	매출원가		4,805	4,655	4,963	5,283
매출채권		1,034	1,014	1,090	1,164	매출총이익		899	884	995	1,078
재고자산		430	360	387	407	판매비와관리비		476	445	524	563
비유동자산		1,709	1,777	1,828	1,820	연구개발비		155	161	173	184
유형자산		1,178	1,248	1,299	1,291	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		350	340	330	321	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		3,860	4,322	4,524	4,696	영업이익		423	439	471	515
유동부채		1,463	1,475	1,471	1,558	증가율(%)		17.5	3.9	7.3	9.5
매입채무		1,022	1,033	1,119	1,207	영업이익률(%)		7.4	7.9	7.9	8.1
단기차입금		301	301	211	211	이자수익		6	11	12	13
유동성장기부채		-	-	-	-	이자비용		21	30	27	22
비유동부채		511	811	811	651	지분법이익(순실)		9	9	9	10
사채		299	599	599	439	기타영업외순익		6	-32	-12	-
장기차입금		26	26	26	26	세전계속사업이익		416	405	464	515
부채총계		1,975	2,286	2,282	2,210	법인세비용		112	107	112	124
지배주주지분		1,828	1,965	2,163	2,393	세전계속이익률(%)		7.3	7.3	7.8	8.1
자본금		53	53	53	53	당기순이익		304	298	353	391
자본잉여금		-23	-23	-23	-23	순이익률(%)		5.3	5.4	5.9	6.1
이익잉여금		1,937	2,101	2,325	2,582	지배주주귀속 순이익		292	284	344	377
기타자본항목		-	-	-	-	기타포괄이익		-27	-27	-27	-27
비지배주주지분		57	71	80	94	총포괄이익		277	271	326	365
자본총계		1,885	2,036	2,242	2,487	지배주주귀속총포괄이익		292	284	344	377

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		389	725	671	734
당기순이익		304	298	353	391
유형자산감가상각비		5	6	6	6
무형자산상각비		10	10	10	9
지분법관련손실(이익)		9	9	9	10
투자활동 현금흐름		-452	-389	-382	-332
유형자산의처분(취득)		-250	-255	-250	-200
무형자산의처분(취득)		-86	-	-	-
금융상품의증감		-8	-4	-2	-3
재무활동 현금흐름		48	184	-206	-276
단기금융부채의증감		-47	-	-90	-
장기금융부채의증감		-4	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-203	-120	-120	-120
현금및현금성자산의증감		-22	468	32	70
기초현금및현금성자산		447	425	894	925
기말현금및현금성자산		425	894	925	996

주요투자지표					
		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		547	533	645	707
BPS		3,424	3,681	4,051	4,483
CFPS		577	563	674	736
DPS		375	375	375	375
Valuation(배)					
PER		18.8	20.6	17.0	15.5
PBR		3.0	3.0	2.7	2.4
PCR		17.9	19.5	16.2	14.9
EV/EBITDA		13.0	12.9	11.8	10.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		16.4	15.0	16.7	16.6
EBITDA 이익률		7.7	8.2	8.2	8.3
부채비율		104.8	112.3	101.8	88.9
순부채비율		9.6	0.4	-5.1	-14.0
매출채권회전율(x)		5.5	5.4	5.7	5.6
재고자산회전율(x)		14.0	14.0	15.9	16.0

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-08-17	Buy	13,000
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-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 고태봉, 강동욱](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-