

한온시스템(018880)

강한 4분기 가이던스, 약한 2019년 가이던스

3분기 영업이익 컨센서스 23% 하회
 예상보다 강한 4분기 가이던스, 약한 2019년 가이던스
 19년 이익추정치 하향, 목표주가 14,500원으로 15% 하향

Facts: 3분기 영업이익 컨센서스 23% 하회

한온시스템 3분기 실적은 물량 증가로 매출이 호조를 보였으나, 비용 증가로 영업이익이 부진했다. 영업이익은 820억원을 기록해(-18.6% YoY, 영업이익률 5.8%) 추정치와 컨센서스를 각각 25%, 23% 하회했다. 고객별로는 현대기아향 매출이 10% 증가했고, 미국 전기차향 매출이 60% 늘었다. 반면 포드와 폭스바겐향은 각각 15%, 18%씩 감소했다. 전기차 매출비중은 8.1%로 2분기 7.9%보다 높아졌다.

Pros & cons: 예상보다 강한 4분기 가이던스, 약한 2019년 가이던스

한온시스템은 2019년 가이던스를 매출 6.2조원, 영업이익 4,800억원(영업이익률 7.7%)으로 제시했다. 마그나로부터 인수한 유압제어사업부(FP&C)는 19년 2분기부터 연결로 반영될 예정이다. 이를 반영한 2019년 가이던스는 매출 7.5조원, 영업이익 5,400억원(영업이익률 7.2%)이다. 2018년 매출 가이던스 5.9조원은 유지하나, 영업이익은 4,350억원으로 하향했다. 이를 4분기 실적으로 환산하면 매출 1.6조원, 영업이익 1,570억원(영업이익률 9.8%)으로 강한 편이다. 한편 인수사업부를 배제하면 가이던스상 2019년 매출 증가는 5%, 영업이익 증가는 10%로 비교적 약하게 제시했다. 이는 신규 공장들이 완공되면서 감가상각비가 가파르게 늘어나고, 연구개발비도 증가하는 가운데 인수 관련 제반비용(350억원)이 반영되기 때문이다. 특히 감가상각비는 리스 회계변경(운용리스→금융리스)까지 겹치며 17년 2,020억원에서 18년 2,750억원, 19년에는 3,650억원으로 빠르게 늘어날 전망이다.

Action: 19년 이익추정치 하향, 목표주가 14,500원으로 15% 하향

한온시스템의 목표주가를 17,000원에서 14,500원으로 14.7% 하향한다(19F PER 20x). 비용 증가와 FP&C 인수시점을 고려해 19년 순이익추정치를 15.7% 하향했기 때문이다. 다만 4분기 실적 호조와 19년부터 가속화되는 전기차 모델템을 감안시 매수의견을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 14,500원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/13)	2,071
주가(11/13)	10,800
시가총액(십억원)	5,765
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저(원)	14,150/9,760
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,473
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.0
주요주주(%)	한앤코오토홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

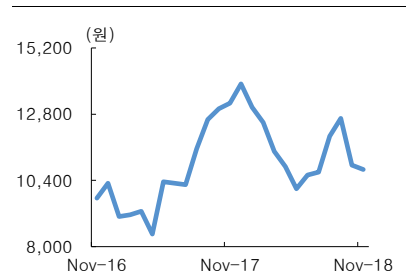
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	25.7	19.7	15.4
PBR(x)	0.7	2.7	2.5
ROE(%)	15.2	14.3	16.9
DY(%)	0.4	3.0	3.2
EV/EBITDA(x)	11.4	8.5	7.7
EPS(원)	541	549	702
BPS(원)	18,534	3,966	4,350

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.5)	(3.1)	(18.8)
KOSPI 대비(%p)	(2.3)	13.3	(0.7)

주가추이



자료: FnGuide

김진우, CFA

jjinwoo.kim@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	1,339	1,424	1,387	1,518	1,420	(6.5)	6.0	1,431
영업이익	101	138	95	101	82	(18.7)	(18.6)	107
영업이익률	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	(0.9)	(1.7)	7.5
세전이익	101	119	90	97	75	(23.1)	(26.0)	107
순이익	73	77	63	70	53	(24.3)	(27.4)	74

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 2019년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출액	내수(별도)	2,575	2,594	0.7
	기타 아시아	1,717	1,657	(3.5)
	미국	1,090	1,115	2.2
	유럽	2,896	2,939	1.5
영업이익률	내수(별도)	7.8	6.7	(1.1)
	기타 아시아	8.1	7.5	(0.6)
	미국	3.5	3.6	0.1
	유럽	4.6	3.5	(1.1)

자료: 한국투자증권

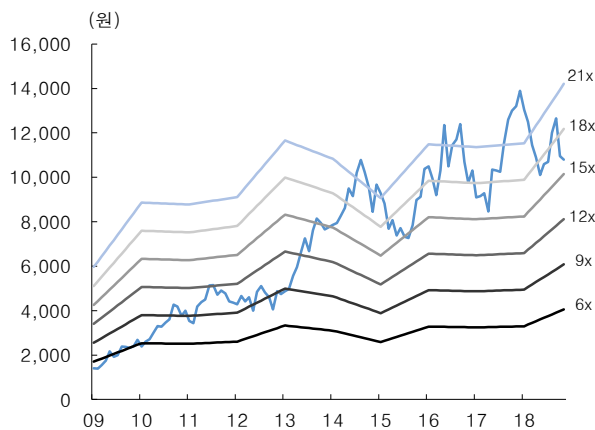
〈표 3〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	5,792	7,745	5,846	7,386	0.9	(4.6)
영업이익	442	654	417	551	(5.7)	(15.8)
영업이익률	7.6	8.4	7.1	7.5	(0.5)	(1.0)
순이익	323	444	293	375	(9.3)	(15.7)

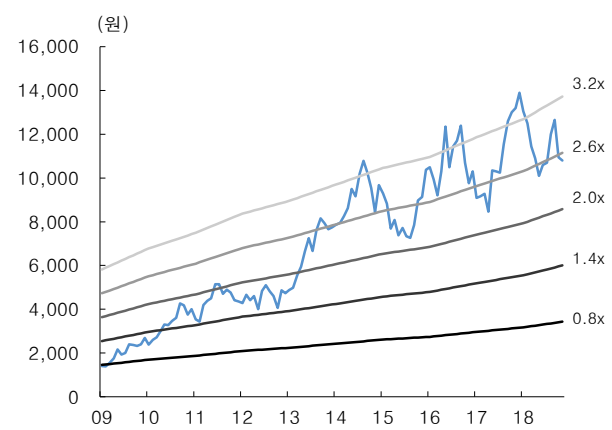
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

〈표 4〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,449	1,373	1,339	1,424	1,387	1,518	1,420	1,521	5,704	5,586	5,846	7,386	8,194
영업이익	127	103	101	138	95	101	82	139	423	468	417	551	625
영업이익률	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	9.1	7.4	8.4	7.1	7.5	7.6
세전이익	103	98	101	119	90	97	75	148	416	422	411	515	587
순이익	71	67	73	77	63	70	53	106	292	289	293	375	427
YoY													
매출액	1.5	(7.9)	4.4	(5.1)	(4.3)	10.6	6.0	6.8	2.6	(2.1)	4.7	26.3	10.9
영업이익	21.3	8.1	(5.6)	18.8	(25.1)	(1.8)	(18.6)	0.7	17.5	10.9	(11.0)	32.1	13.4
순이익	4.2	11.8	6.3	(18.9)	(11.3)	4.7	(27.4)	38.6	26.7	(1.2)	1.6	27.8	14.0
지역별 매출													
한국	618	667	621	543	593	678	633	572	2,315	2,449	2,476	2,594	2,698
아시아(한국제외)	395	291	351	435	324	370	415	478	1,731	1,473	1,586	1,657	1,757
미국	279	288	264	252	264	277	261	262	1,051	1,081	1,064	1,115	1,159
유럽	671	629	616	689	716	756	622	709	2,497	2,605	2,803	2,939	3,085
지역별 매출 YoY													
한국	8.3	13.2	18.8	(14.1)	(4.0)	1.7	1.9	5.3	1.8	5.8	1.1	4.8	4.0
아시아(한국제외)	(12.8)	(35.2)	(21.0)	13.5	(18.2)	27.2	18.0	9.8	(0.5)	(14.9)	7.7	4.5	6.0
미국	10.4	4.1	(2.2)	(0.5)	(5.2)	(3.8)	(1.1)	4.3	7.9	2.9	(1.6)	4.8	4.0
유럽	2.2	(7.2)	20.2	6.0	6.7	20.2	1.0	2.9	5.3	4.3	7.6	4.8	5.0
지역별 OPM													
한국	5.1	12.0	7.5	8.6	5.5	6.1	6.2	9.0	3.8	8.3	7.2	6.7	7.0
아시아(한국제외)	9.1	8.4	7.4	10.7	6.8	8.0	7.1	9.0	9.9	9.1	7.4	7.5	7.5
미국	4.2	4.2	4.4	2.7	2.0	2.3	(2.1)	4.0	6.0	3.9	1.9	3.6	3.6
유럽	6.7	(0.8)	0.9	5.1	4.0	3.1	3.6	4.5	1.5	3.1	3.5	3.5	3.5

자료: 한국투자증권

기업개요

한온시스템은 차량 에어컨 및 히터 사업에서 얻은 노하우를 바탕으로 종합 열관리 전문업체로 진화 중. 1999년에 비스테온이 만도로부터 지분 35%를 인수하면서 한라공조의 경영권을 확보. 비스테온의 18개 자회사를 4,353억원에 인수하면서 2013년 2월에는 사명을 한라공조에서 한라비스테온공조로 변경. 2014년 11월에 사모펀드 한앤컴퍼니가 한국타이어와 함께 비스테온이 보유한 한라비스테온공조 지분을 각각 50%, 19.9% 인수해 2015년 7월 한온시스템으로 사명을 재변경. 2017년 고객별 매출 비중은 현대차그룹 51%, Ford 23%이고, 대부분의 글로벌 완성차 업체를 고객군으로 보유.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,151	2,241	2,366	2,620	2,947
현금성자산	425	567	614	406	492
매출채권및기타채권	1,034	957	1,002	1,266	1,404
재고자산	430	469	490	620	688
비유동자산	1,709	1,878	1,996	3,223	3,497
투자자산	99	119	124	157	174
유형자산	1,178	1,262	1,351	1,901	2,031
무형자산	350	438	458	1,086	1,205
자산총계	3,860	4,120	4,362	5,842	6,445
유동부채	1,463	1,299	1,416	1,632	1,807
매입채무및기타채무	1,022	1,051	1,100	1,390	1,542
단기차입금및단기사채	301	134	134	134	164
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	511	789	765	1,811	1,985
사채	299	599	582	1,182	1,332
장기차입금및금융부채	60	23	9	409	409
부채총계	1,975	2,088	2,181	3,443	3,792
지배주주지분	1,828	1,979	2,117	2,322	2,561
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(22)	(22)	(22)	(22)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,937	2,074	2,194	2,381	2,601
비지배주주지분	57	53	63	77	92
자본총계	1,885	2,031	2,181	2,399	2,653

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	389	567	631	555	797
당기순이익	304	298	304	386	440
유형자산감가상각비	176	181	251	307	363
무형자산상각비	10	21	24	58	64
자산부채변동	(205)	(31)	45	(230)	(90)
기타	104	98	7	34	20
투자활동현금흐름	(452)	(347)	(365)	(1,563)	(672)
유형자산투자	(250)	(322)	(357)	(878)	(514)
유형자산매각	19	29	18	21	21
투자자산순증	(13)	3	22	(4)	13
무형자산순증	(85)	(105)	(45)	(685)	(183)
기타	(123)	48	(3)	(17)	(9)
재무활동현금흐름	48	(56)	(219)	800	(40)
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	248	115	(35)	1,000	180
배당금지급	(203)	(171)	(163)	(173)	(187)
기타	0	0	(21)	(27)	(33)
기타현금흐름	(8)	(22)	0	0	0
현금의증가	(22)	142	47	(208)	85

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

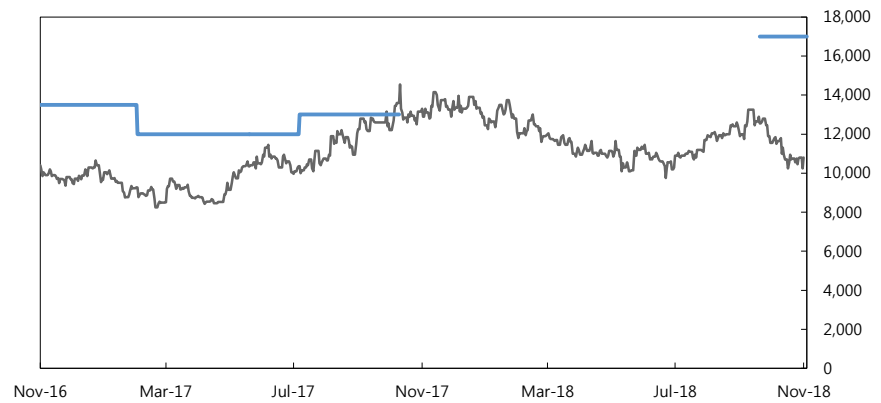
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,704	5,586	5,846	7,386	8,194
매출원가	4,805	4,639	4,958	6,207	6,906
매출총이익	899	946	889	1,178	1,288
판매관리비	476	478	472	628	664
영업이익	423	468	417	551	625
금융수익	7	13	15	14	13
이자수익	6	9	11	9	9
금융비용	29	27	27	67	70
이자비용	21	20	20	60	64
기타영업외손익	6	(42)	14	18	20
관계기업관련손익	9	9	9	10	12
세전계속사업이익	416	422	411	515	587
법인세비용	112	123	107	129	147
연결당기순이익	304	298	304	386	440
지배주주지분순이익	292	289	293	375	427
기타포괄이익	(27)	19	19	19	19
총포괄이익	277	317	323	405	459
지배주주지분포괄이익	267	311	312	392	444
EBITDA	609	670	692	915	1,052

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	547	541	549	702	800
BPS	17,119	18,534	3,966	4,350	4,797
DPS	225	305	325	350	385
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.6	(2.1)	4.7	26.3	10.9
영업이익증가율	17.5	10.9	(11.0)	32.1	13.4
순이익증가율	26.7	(1.2)	1.6	27.8	14.0
EPS증가율	26.7	(1.1)	1.5	27.8	14.0
EBITDA증가율	14.1	10.1	3.3	32.3	14.9
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.4	7.1	7.5	7.6
순이익률	5.1	5.2	5.0	5.1	5.2
EBITDA Margin	10.7	12.0	11.8	12.4	12.8
ROA	8.3	7.5	7.2	7.6	7.2
ROE	16.4	15.2	14.3	16.9	17.5
배당수익률	0.4	0.4	3.0	3.2	3.6
배당성향	41.1	56.4	59.2	49.9	48.1
안정성					
순차입금(십억원)	231	132	47	1,238	1,324
차입금/자본총계비율(%)	35.9	37.4	33.2	71.9	71.8
Valuation(X)					
PER	18.8	25.7	19.7	15.4	13.5
PBR	0.6	0.7	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.5	7.7	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한온시스템 (018880)	2016.05.10	매수	13,500원	-19.8	-1.1
	2017.02.14	매수	12,000원	-20.1	-4.6
	2017.07.19	매수	13,000원	-10.2	4.6
	2017.10.23	중립	—	—	—
	2018.10.02	매수	17,000원	-33.7	-24.7
	2018.11.13	매수	14,500원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 13일 현재 한온시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.