

한온시스템(018880)

매수(유지)

목표주가: 12,000원(유지)

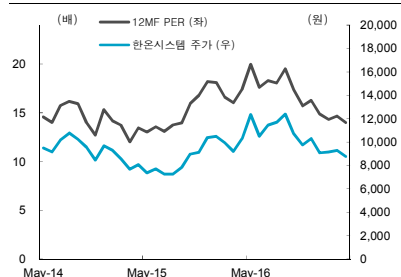
Stock Data

KOSPI(4/12)	2,129
주가(4/12)	8,780
시가총액(십억원)	4,687
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	13,350/8,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,756
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.7
주요주주(%)	한앤코오도홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	(26.8)	(6.1)
상대주가(%p)	1.8	(31.5)	(13.5)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 Preview: 중국 부진에 가려진 유럽 개선

환율과 중국으로 부진한 1분기 실적 전망

한온시스템 1분기 실적은 비우호적인 환율과 현대기아차 중국 판매감소로 부진할 전망이다. 매출액은 1조 3,018억원(-8.8% YoY), 영업이익은 972억원(OPM 7.5%, -7.3% YoY)로 컨센서스를 각각 9.2%, 9.9% 하회할 전망이다. 원화대비 달러, 유로, 위안화가 1분기에 각각 3.5%, 7.2%, 8.2% 하락하면서 매출에 부정적 영향을 미쳤다. 여기에 현대차와 기아차의 중국 판매량이 사드 여파로 3월 들어 급락해 매출과 수익성에 타격을 줬다. 참고로 연결 매출 내 중국 비중은 16%이며, 이중 현대기아차가 60%(현대 50%, 기아 10%), 포드가 20%, 길리가 4%를 차지한다.

유럽의 개선이 위안이 될 전망

유럽 자동차 판매가 호조를 보이면서 한온시스템 유럽 수익성 개선에 도움을 주고 있다. 2016년 6.5%로 견조한 성장을 보인 유럽 자동차 판매는 2017년 1~2월에 전년동기대비 6.1% 증가하며 주요시장(미국, 중국, 유럽) 중 유일하게 시장 예상치를 상회하고 있다. 이러한 자동차 판매 증가와 자체 구조조정 노력(러시아, 포르투갈, 프랑스 공장 등)에 힘입어 한온시스템 매출의 33%를 차지하는 유럽지역의 수익성도 올해 2.5%로 개선될 전망이다(15/16년 0.2%/1.5%).

지나갈 사드 역풍보다 다가올 전기차 순풍에 투자하자

사드로 인한 중국 내 반한감정은 2분기에도 현대기아차 판매와 한온시스템 실적에 영향을 줄 전망이다. 그러나 이로 인한 영향은 주가에 이미 반영된 가운데, 한온시스템의 다변화된 매출구조와 장기 성장성에 주목할 필요가 있다. 이는 중국의 수익성 하락을 유럽이 보완하는 가운데, 분기 배당이 50원에서 올해부터 55원으로 증액될 전망이며, 전기차 시장 확산에 따른 수혜(3/16 '중국에서 불어오는 전기차 바람' 참조) 또한 예상되기 때문이다. 투자자의견 매수와 목표주가 12,000원을 유지한다(12MF PER 20배 적용).

김진우, CFA 3276-6278
jinwoo.kim@truefriend.com박성준 3276-6161
sungjun@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,558	360	231	432	(83.3)	533	24.0	10.4	3.2	13.7	9.3
2016A	5,704	423	292	547	26.7	609	18.8	9.5	15.0	16.4	0.4
2017F	5,679	437	301	563	2.9	636	15.6	7.7	2.4	16.0	4.4
2018F	5,995	485	329	616	9.4	694	14.3	7.0	2.3	16.6	4.6
2019F	6,332	518	352	659	7.1	737	13.3	6.6	2.1	16.6	4.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉 한온시스템 1Q17 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17F			YoY	QoQ	컨센서스 대비	
	Preview	기준 전망	차이			1Q17F	차이
매출액	1,302	1,480	(12.1)	(8.8)	(13.3)	1,433	(9.2)
영업이익	97	108	(10.1)	(7.3)	(16.2)	108	(9.9)
영업이익률(%)	7.5	7.3	0.2			7.5	-
순이익	67	70	(4.8)	(2.8)	(29.6)	76	(12.7)

자료: Quantiwise, 한국투자증권

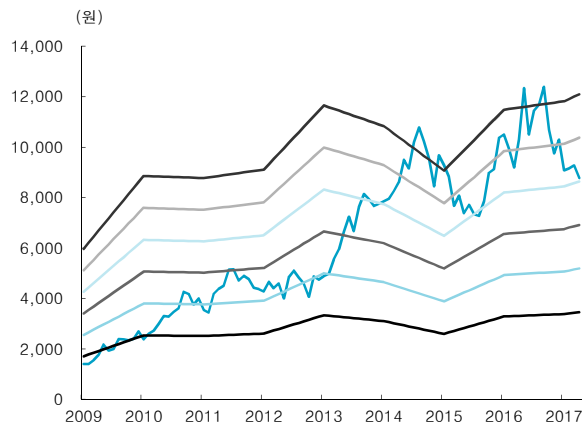
〈표 2〉 한온시스템 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기준전망		수정전망		차이	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	5,925	6,245	5,679	5,995	(4.2)	(4.0)
영업이익	444	486	437	485	(1.5)	(0.2)
영업이익률	7.5%	7.8%	7.7%	8.1%	0.2	0.3
순이익	302	329	301	329	(0.3)	(0.2)

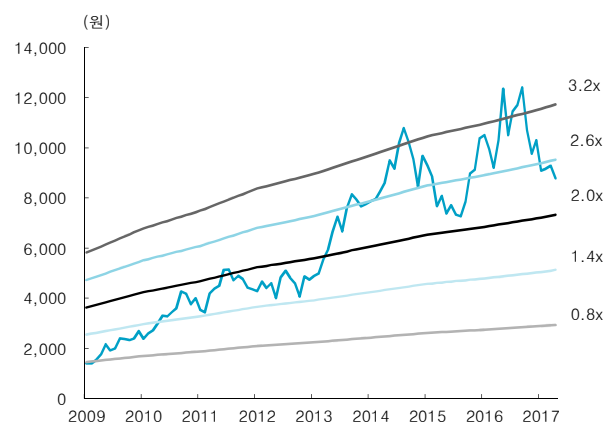
자료: 한국투자증권

[그림 1] PBR 밴드



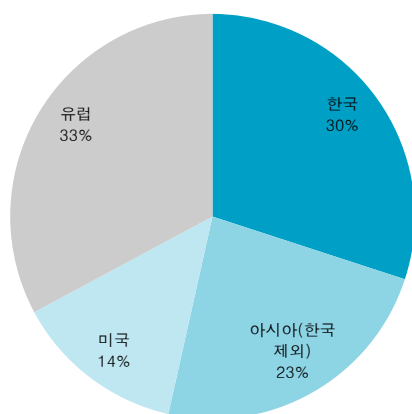
자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



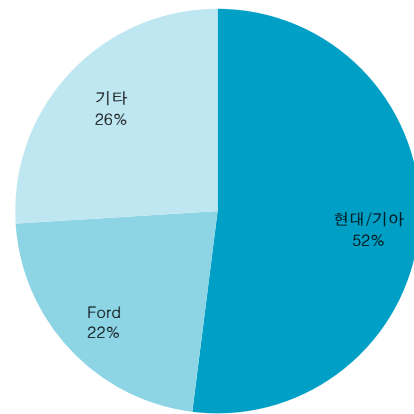
자료: 한국투자증권

[그림 3] 지역별 매출(2016)



자료: 한온시스템, 한국투자증권

[그림 4] 고객별 매출(2016)



자료: 한온시스템, 한국투자증권

〈표 3〉 한온시스템 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,302	1,433	1,346	1,597	5,704	5,679	5,995	6,332
영업이익	105	95	107	116	97	108	115	118	423	437	485	518
OPM	7.3%	6.4%	8.3%	7.7%	7.5%	7.5%	8.5%	7.4%	7.4%	7.7%	8.1%	8.2%
세전이익	104	88	102	122	95	105	112	115	416	428	468	501
순이익	69	60	69	95	67	74	79	81	292	301	329	352
YoY 매출액	3.8%	7.0%	-3.5%	2.8%	-8.8%	-3.8%	4.9%	6.4%	2.6%	-0.4%	5.6%	5.6%
YoY 영업이익	30.8%	11.6%	44.8%	-3.8%	-7.3%	13.5%	7.5%	1.5%	17.5%	3.5%	10.9%	6.7%
YoY 순이익	20.0%	-2.3%	62.6%	36.0%	-2.8%	23.3%	14.4%	-14.3%	26.7%	2.9%	9.4%	7.1%
지역별 매출												
한국	571	589	523	632	545	607	575	680	2,315	2,407	2,455	2,529
아시아(한국 제외)	453	450	445	464	371	359	447	472	1,811	1,649	1,765	1,853
미국	252	276	270	253	251	293	292	269	1,051	1,105	1,182	1,253
유럽	656	678	513	650	635	674	532	676	2,497	2,517	2,593	2,697
YoY												
한국	-0.1%	2.6%	-0.3%	4.6%	-4.5%	3.1%	10.1%	7.5%	1.8%	4.0%	2.0%	3.0%
아시아(한국 제외)	7.8%	7.6%	6.5%	-4.1%	-18.2%	-20.1%	0.5%	1.8%	4.1%	-9.0%	7.0%	5.0%
미국	4.5%	13.8%	5.1%	8.6%	-0.5%	6.1%	8.1%	6.5%	7.9%	5.1%	7.0%	6.0%
유럽	11.2%	12.0%	-12.9%	10.6%	-3.2%	-0.6%	3.8%	4.0%	5.3%	0.8%	3.0%	4.0%
지역별 OPM												
한국	7.1%	-0.7%	7.7%	1.9%	4.3%	5.0%	4.3%	4.5%	3.8%	4.5%	4.7%	5.0%
아시아(한국 제외)	9.6%	11.5%	8.6%	8.2%	7.0%	8.0%	10.0%	8.0%	9.5%	8.3%	9.0%	8.6%
미국	7.4%	5.5%	5.5%	5.6%	6.5%	6.0%	5.6%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
유럽	-1.8%	3.0%	1.6%	3.2%	2.5%	2.3%	2.5%	2.7%	1.5%	2.5%	3.0%	3.5%

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한온시스템은 차량 에어컨 및 히터 사업에서 얻은 노하우를 바탕으로 종합 열관리 전문업체로 진화하고 있다. 1999년에 비스테온이 만도로부터 지분 35%를 인수하면서 한라공조의 경영권을 갖게 됐다. 비스테온의 18개 자회사를 4,353억원에 인수하면서 2013년 2월에는 사명을 한라공조에서 한라비스테온공조로 변경했다. 2014년 11월에 사모펀드 한앤컴퍼니가 한국타이어와 함께 비스테온이 보유한 한라비스테온공조 지분을 각각 50%, 19.9% 인수해 2015년 7월 한온시스템으로 사명을 재변경했다. 2016년 고객별 매출 비중은 현대차그룹 52%, Ford 22%이고, 대부분의 글로벌 완성차 업체를 고객군으로 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,994	2,151	2,144	2,264	2,391
현금성자산	447	425	426	450	475
매출채권및기타채권	1,046	1,034	1,029	1,087	1,148
재고자산	382	430	428	452	477
비유동자산	1,466	1,709	1,756	1,836	1,917
투자자산	91	99	98	104	110
유형자산	1,093	1,178	1,228	1,278	1,328
무형자산	207	350	349	368	389
자산총계	3,459	3,860	3,901	4,099	4,308
유동부채	1,431	1,463	1,444	1,502	1,544
매입채무및기타채무	1,019	1,022	1,017	1,074	1,134
단기차입금및단기사채	335	301	301	301	301
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	229	511	461	469	478
사채	0	299	249	249	249
장기차입금및금융부채	69	60	60	60	60
부채총계	1,660	1,975	1,905	1,971	2,022
지배주주지분	1,745	1,828	1,926	2,046	2,188
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,830	1,937	2,035	2,155	2,297
비지배주주지분	55	57	69	83	97
자본총계	1,799	1,885	1,996	2,128	2,285

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	448	389	505	525	539
당기순이익	243	304	316	346	371
유형자산감가상각비	170	176	185	195	205
무형자산상각비	4	10	13	14	14
자산부채변동	(46)	(205)	(12)	(39)	(61)
기타	77	104	3	9	10
투자활동현금흐름	(256)	(452)	(237)	(275)	(287)
유형자산투자	(227)	(250)	(249)	(260)	(272)
유형자산매각	12	19	14	15	17
투자자산순증	(2)	(13)	10	4	4
무형자산순증	(39)	(85)	(11)	(33)	(35)
기타	0	(123)	(1)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(112)	48	(268)	(227)	(228)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(4)	248	(50)	0	0
배당금지급	(108)	(203)	(120)	(206)	(214)
기타	0	3	(98)	(21)	(14)
기타현금흐름	(14)	(8)	0	0	0
현금의증가	66	(22)	1	24	25

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

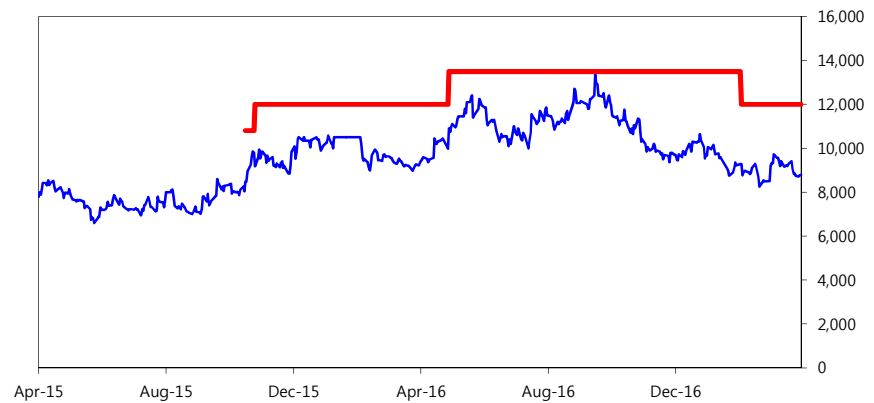
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,558	5,704	5,679	5,995	6,332
매출원가	4,697	4,805	4,758	5,000	5,276
매출총이익	861	899	920	995	1,056
판매관리비	502	476	483	510	538
영업이익	360	423	437	485	518
금융수익	10	7	8	8	9
이자수익	7	6	5	6	6
금융비용	26	29	33	32	32
이자비용	13	21	25	24	24
기타영업외손익	(10)	6	6	6	7
관계기업관련손익	13	9	9	10	10
세전계속사업이익	346	416	428	468	501
법인세비용	102	112	111	122	130
연결당기순이익	243	304	316	346	371
지배주주지분순이익	231	292	301	329	352
기타포괄이익	(1)	(27)	0	0	0
총포괄이익	243	277	316	346	371
지배주주지분포괄이익	230	267	304	333	356
EBITDA	533	609	636	694	737

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	432	547	563	616	659
BPS	3,268	685	3,609	3,832	4,100
DPS	970	45	385	400	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.9	2.6	(0.4)	5.6	5.6
영업이익증가율	(2.9)	17.5	3.5	10.9	6.7
순이익증가율	(16.3)	26.7	2.9	9.4	7.1
EPS증가율	(83.3)	26.7	2.9	9.4	7.1
EBITDA증가율	(0.4)	14.1	4.4	9.2	6.2
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	7.7	8.1	8.2
순이익률	4.1	5.1	5.3	5.5	5.6
EBITDA Margin	9.6	10.7	11.2	11.6	11.6
ROA	7.3	8.3	8.2	8.7	8.8
ROE	13.7	16.4	16.0	16.6	16.6
배당수익률	9.3	0.4	4.4	4.6	4.6
배당성향	44.9	41.1	68.4	65.0	60.7
안정성					
순차입금(십억원)	(49)	231	131	106	80
차입금/자본총계비율(%)	22.8	35.9	28.9	27.1	25.2
Valuation(X)					
PER	24.0	18.8	15.6	14.3	13.3
PBR	3.2	15.0	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	10.4	9.5	7.7	7.0	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한온시스템(018880)	2015.05.07	중립	-
	2015.05.11	비중축소	-
	2015.10.28	매수	10,800 원
	2015.11.06	매수	12,000 원
	2016.05.10	매수	13,500 원
	2017.02.14	매수	12,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 12일 현재 한온시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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.