

한온시스템(018880)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 12,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,291
주가(5/15)	9,500
시가총액(십억원)	5,071
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	13,350/8,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,160
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.7
주요주주(%)	한앤코오도홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

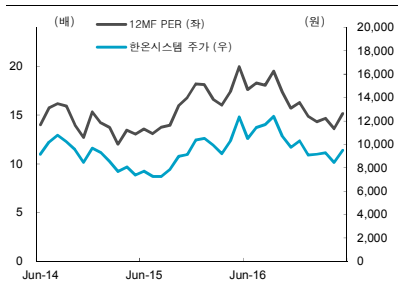
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	18.8	16.0	14.5
PBR(x)	3.0	2.6	2.3
ROE(%)	16.4	16.6	16.9
DY(%)	2.2	3.2	3.5
EV/EBITDA(x)	9.5	7.6	7.0
EPS(원)	547	594	656
BPS(원)	3,424	3,720	4,054

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.3	(3.6)	(14.4)
상대주가(%)	1.0	(20.0)	(30.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

유럽과 친환경차가 견인한 호실적

What's new: 영업이익 컨센서스 21% 상회

한온시스템 1분기 영업이익은 사드 여파에도 1,272억원을 기록하며(OPM 8.8%) 당사 추정치와 시장 기대치를 각각 31%, 21% 상회했다. 이는 유럽의 수익성 개선, 현대기아차의 친환경차 판매 증가, 그리고 비용절감으로 인한 판매비 절감 덕분이다. 매출에서는 환율이 부정적이었으나(-5.2%) 기아차 멕시코 공장 물량증가와 현대기아차 친환경차 생산증가, 그리고 중국 외 모든 지역에서의 물량증가가 호실적을 견인했다. 영업외에서는 143억원의 매각처분손실이 일회성으로 발생했다. 이는 비스테온에게서 2015년에 인수한 인도 내 전장사업을 비스테온에 재매각하면서 환율과 가격이 변했기 때문이다.

Positives: 유럽 수익성 개선과 친환경차 판매 증가

매출비중이 31%로 가장 큰 유럽지역의 수익성이 6.7%로 크게 개선됐다. 이는 구조조정 효과가 본격화되는 가운데, 유럽 자동차 시장이 호조를 보였고, 유럽지역 세제변경으로(BEPS) 16년 4분기부터 유럽이익을 한국으로 송금하기보다는 유럽에 남기고 있기 때문이다. BEPS 효과를 배제하더라도 유럽 수익성은 3.4%로 13~15년 BEP 수준에서 크게 개선되고 있다. 여기에 현대기아차 친환경차 생산량도 16년 1분기 15,943대에서 17년 1분기 43,985대로 크게 늘어나며 한온의 친환경차 매출비중을 3.5%에서 6.5%로 끌어올렸다.

Negatives: 사드 여파로 중국 매출 및 수익성 감소

한온시스템은 중국 실적을 별도로 공시하고 있지 않지만 사드 여파로 인해 매출이 20% 이상 줄어들고 수익성 또한 한 자리수로 하락했을 것으로 추정된다. 사드 여파는 2분기에 도 이어지면서 실적에 부정적인 영향을 미치나, 유럽의 개선과 친환경차 확대가 이를 충분히 상쇄할 전망이다.

결론: 중국을 유럽과 친환경차가 메운다. 주가 반등 지속될 전망

1분기 실적의 관전포인트는 유럽의 개선이 얼마나 중국의 부진을 메울 수 있는 가였다. 실적에서도 드러났듯이 유럽의 수익성 개선이 본격화되는 가운데 친환경차 판매까지 늘어나며 중국 부진효과를 충분히 상쇄할 전망이다. 주당 분기배당금도 75원으로 전년동기 50원에서 늘어나 배당 매력도 여전히 높다(17F 배당수익률 3.2%, 배당성향 51.4%). 주가가 중국에 대한 우려로 하락한 상태이기 때문에 1분기 호실적을 바탕으로 한 반등이 이어질 전망이다. 목표주가 12,000원을 유지한다(12MF PER 20배 적용).

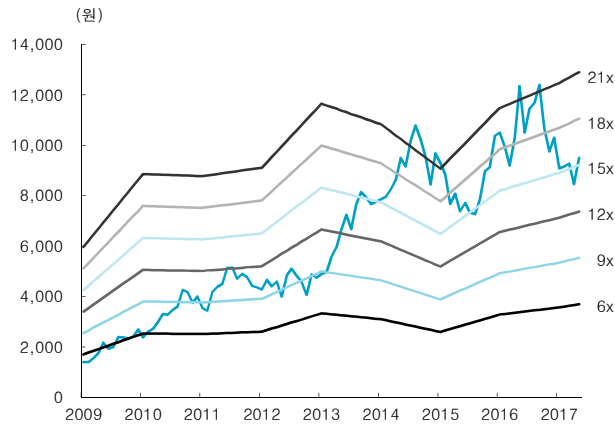
(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,302	1,449	11.3	1,420	(3.5)	1.5	5,852	5,842
영업이익	97	127	30.8	106	9.6	21.3	488	456
영업이익률	7.5	8.8	1.3	7.4			8.3	7.8
세전이익	95	103	-		(15.1)	(0.9)	464	-
순이익	67	71	6.9	75	(24.5)	4.2	317	321

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

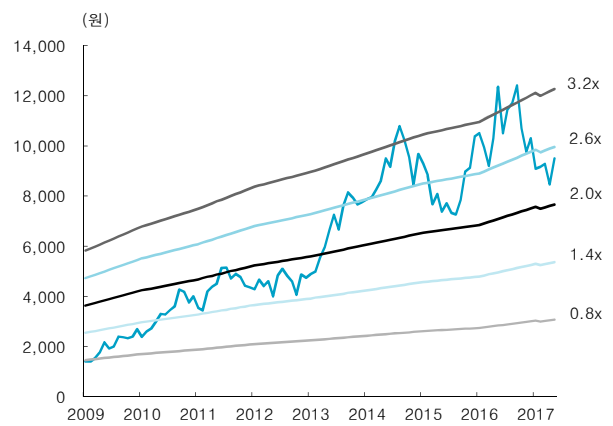
박성준 3276-6161
sungjun@truefriend.com

[그림 1] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

<표 1> 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	5,679	5,995	5,852	6,188	3.1	3.2
영업이익	437	485	488	524	11.4	8.0
영업이익률	7.7%	8.1%	8.3%	8.5%	0.6	0.4
순이익	301	331	317	350	5.2	5.6

자료: 한국투자증권

<표 2> 2017년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	아시아	916	1,013	10.7
	내수(별도)	545	618	13.4
	기타 아시아	371	395	6.6
	미국	251	279	11.0
	유럽	635	671	5.6
OPM	아시아	5.4%	6.7%	1.3
	내수(별도)	4.3%	5.1%	0.8
	기타 아시아	7.0%	9.1%	2.1
	미국	6.5%	4.2%	(2.3)
	유럽	2.5%	6.7%	4.2

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 한온시스템 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,449	1,465	1,334	1,605	5,704	5,852	6,188	6,532
영업이익	105	95	107	116	127	117	110	134	423	488	524	566
OPM	7.3%	6.4%	8.3%	7.7%	8.8%	8.0%	8.2%	8.3%	7.4%	8.3%	8.5%	8.7%
세전이익	104	88	102	122	103	117	110	134	416	464	512	557
순이익	69	60	69	95	71	80	75	92	292	317	350	381
YoY 매출액	3.8%	7.0%	-3.5%	2.8%	1.5%	-1.8%	3.9%	6.9%	2.6%	2.6%	5.7%	5.6%
YoY 영업이익	30.8%	11.6%	44.8%	-3.8%	21.3%	23.1%	2.7%	15.4%	17.5%	15.4%	7.6%	8.0%
YoY 순이익	20.0%	-2.3%	62.6%	36.0%	4.2%	33.4%	8.9%	-3.0%	26.7%	8.5%	10.5%	8.7%
지역별 매출												
한국	571	589	523	632	618	637	581	692	2,315	2,528	2,578	2,655
아시아(한국 제외)	453	450	445	464	395	364	429	467	1,811	1,656	1,771	1,860
미국	252	276	270	253	279	290	292	269	1,051	1,130	1,209	1,281
유럽	656	678	513	650	671	674	532	676	2,497	2,553	2,629	2,735
YoY												
한국	-0.1%	2.6%	-0.3%	4.6%	8.3%	8.1%	11.1%	9.5%	1.8%	9.2%	2.0%	3.0%
아시아(한국 제외)	7.8%	7.6%	6.5%	-4.1%	-12.8%	-19.1%	-3.5%	0.8%	4.1%	-8.6%	7.0%	5.0%
미국	4.5%	13.8%	5.1%	8.6%	10.4%	5.1%	8.1%	6.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.0%
유럽	11.2%	12.0%	-12.9%	10.6%	2.2%	-0.6%	3.8%	4.0%	5.3%	2.2%	3.0%	4.0%
지역별 OPM												
한국	7.1%	-0.7%	7.7%	1.9%	5.1%	5.2%	5.0%	5.2%	3.8%	5.1%	5.4%	5.6%
아시아(한국 제외)	9.6%	11.5%	8.6%	8.2%	9.1%	7.5%	8.5%	9.0%	9.5%	8.6%	8.5%	9.0%
미국	7.4%	5.5%	5.5%	5.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	6.0%	4.1%	3.8%	3.6%
유럽	-1.8%	3.0%	1.6%	3.2%	6.7%	6.2%	5.5%	6.2%	1.5%	6.2%	6.7%	7.0%

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	2,210	2,336	2,466
현금성자산	447	425	439	464	490
매출채권및기타채권	1,046	1,034	1,061	1,122	1,184
재고자산	382	430	441	466	492
비유동자산	1,466	1,709	1,773	1,854	1,936
투자자산	91	99	101	107	113
유형자산	1,093	1,178	1,228	1,278	1,328
무형자산	207	350	359	380	401
자산총계	3,459	3,860	3,982	4,190	4,402
유동부채	1,431	1,463	1,489	1,513	1,512
매입채무및기타채무	1,019	1,022	1,048	1,109	1,170
단기차입금및단기사채	335	301	301	273	215
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	229	511	437	429	438
사채	0	299	221	204	204
장기차입금및금융부채	69	60	60	60	60
부채총계	1,660	1,975	1,927	1,942	1,951
지배주주지분	1,745	1,828	1,986	2,164	2,352
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,830	1,937	2,095	2,273	2,461
비지배주주지분	55	57	70	84	100
자본총계	1,799	1,885	2,056	2,248	2,451

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	448	389	519	537	584
당기순이익	243	304	334	369	401
유형자산감가상각비	170	176	185	195	205
무형자산상각비	4	10	13	14	15
자산부채변동	(46)	(205)	(20)	(52)	(48)
기타	77	104	7	11	11
투자활동현금흐름	(256)	(452)	(251)	(277)	(287)
유형자산투자	(227)	(250)	(249)	(260)	(272)
유형자산매각	12	19	14	15	17
투자자산순증	(2)	(13)	7	4	4
무형자산순증	(39)	(85)	(23)	(35)	(36)
기타	0	(123)	0	(1)	0
재무활동현금흐름	(112)	48	(254)	(235)	(271)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(4)	248	(78)	(45)	(58)
배당금지급	(108)	(203)	(120)	(163)	(176)
기타	0	3	(56)	(27)	(37)
기타현금흐름	(14)	(8)	0	0	0
현금의증가	66	(22)	14	25	26

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,558	5,704	5,852	6,188	6,532
매출원가	4,697	4,805	4,901	5,138	5,410
매출총이익	861	899	952	1,050	1,121
판매관리비	502	476	464	526	555
영업이익	360	423	488	524	566
금융수익	10	7	8	8	9
이자수익	7	6	6	6	6
금융비용	26	29	33	30	28
이자비용	13	21	24	22	20
기타영업외손익	(10)	6	(9)	9	10
관계기업관련손익	13	9	9	10	10
세전계속사업이익	346	416	464	512	557
법인세비용	102	112	130	143	156
연결당기순이익	243	304	334	369	401
지배주주지분순이익	231	292	317	350	381
기타포괄이익	(1)	(27)	0	0	0
총포괄이익	243	277	334	369	401
지배주주지분포괄이익	230	267	321	354	385
EBITDA	533	609	686	734	786

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,159	547	594	656	713
BPS	16,342	3,424	3,720	4,054	4,406
DPS	970	225	305	330	370
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.9	2.6	2.6	5.7	5.6
영업이익증가율	(2.9)	17.5	15.4	7.6	8.0
순이익증가율	(16.3)	26.7	8.5	10.5	8.7
EPS증가율	(16.3)	(74.7)	8.6	10.5	8.7
EBITDA증가율	(0.4)	14.1	12.7	6.9	7.1
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	8.3	8.5	8.7
순이익률	4.1	5.1	5.4	5.7	5.8
EBITDA Margin	9.6	10.7	11.7	11.9	12.0
ROA	7.3	8.3	8.5	9.0	9.3
ROE	13.7	16.4	16.6	16.9	16.9
배당수익률	9.3	2.2	3.2	3.5	3.9
배당성향	44.9	41.1	51.4	50.3	51.9
안정성					
순차입금(십억원)	(49)	231	89	18	(67)
차입금/자본총계비율(%)	22.8	35.9	26.7	22.4	18.2
Valuation(X)					
PER	4.8	18.8	16.0	14.5	13.3
PBR	0.6	3.0	2.6	2.3	2.2
EV/EBITDA	10.4	9.5	7.6	7.0	6.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한온시스템(018880)	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 5월 15일 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
- 중립 : 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	중립	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 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.