

한온시스템(018880)

Above

In line

Below

종립(유지)

흠 잡을 데 없는 실적

What's new: 영업이익 컨센서스 부합

3분기 매출과 영업이익이 컨센서스에 부합하며 선방했다. 사드 여파로 부진한 중국을 제외 시 매출은 전년동기대비 10% 증가한 수준이다(중국 매출 -25%, 현대기아 -30%, 포드 -10%). 지역별 매출은 한국 +18%, 미국 +2%, 유럽 +11%, 중국 -25%, 그리고 인도/태국 등 동남아 +11%이다. 영업이익은 1,007억원을 기록해 (-5.6% YoY, 7.5% OPM, -0.8%p YoY) 추정치와 컨센서스와의 차이가 각 1.3%, 2.5%에 불과했다. 지역별 수익성은(일회성 조정 기준) 한국 6.8%(+0.5%p YoY), 유럽 1.7%(+1.2%p), 그리고 미국 4.4%(flat)다. 친환경차 매출 비중은 7.8%를 기록했다(+0.8%p QoQ, +3%p YoY).

Positives: 장안기차와 협력 강화

한온시스템(이하 '한온')은 장안기차를 소유한 중국남방공업그룹의 자회사들과 합작법인(JV)을 설립해 로컬 업체 공략을 강화하고 있다. 지분율은 한온 50%, 중경건설기전 24.64%(현물출자), 중경건설모터(건설기전의 자회사) 24.64%로 한온의 연결자회사로 편입된다. 내연기관용 가변식 컴프레서뿐만 아니라 다른 공조부품도 생산할 예정이며 매출은 2019년부터 본격적으로 발생한다. 2022년 90만대 체계를 갖출 경우 매출액은 컴프레서만 천억원, 나머지 품목에서 600~700억원을 회사는 예상하고 있다.

Negatives: 수주잔고 소폭 감소

3분기 수주잔고가 78.4억달러로 2분기 81.9억달러에서 소폭 감소했다. 그러나 이는 신규 수주가 4분기에 집중된 가운데 3분기에 출시된 신차(제네시스 G70, 현대기아 중국 2종, 북미 전기차 1종)들의 예상매출액이 잔고에서 빠졌기 때문이다. 회사에 따르면 4분기 수주 증가로 연간 수주가 20억달러를 기록해 당초 가이드스 18억달러를 초과할 계획이다.

결론: 흠 잡을 데 없는 실적과 이를 이미 반영한 주가

한온에 대해 중립의견을 유지한다. 주주가 늘고, 이에 따른 이익 증가가 예상되나 19년 실적을 감안해도 현 주가에서는 상승여력이 크지 않기 때문이다(2017/10/24 '전기차 부품주 3분기 Preview: 숨 고르기 국면 돌입' 참조). 더 나은 매수 시점을 고민할 시기다.

Stock Data

KOSPI(11/8)	2,552
주가(11/8)	12,500
시가총액(십억원)	6,673
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	14,550/8,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,401
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.7
주요주주(%)	한원코오로홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

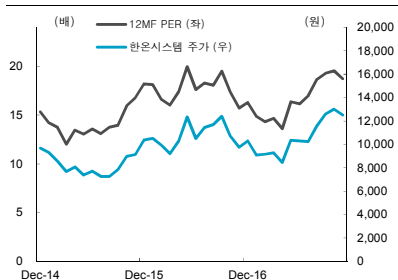
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	18.8	23.1	19.7
PBR(x)	3.0	3.4	3.1
ROE(%)	16.4	15.3	16.6
DY(%)	2.2	2.4	2.6
EV/EBITDA(x)	9.5	10.5	9.4
EPS(원)	547	542	633
BPS(원)	3,424	3,668	3,979

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.8)	40.1	10.6
상대주가(%)	(7.4)	28.8	(16.8)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,280	1,339	4.6	1,295	(2.5)	4.4	5,669	5,634
영업이익	99	101	1.3	98	(1.9)	(5.6)	448	450
영업이익률	7.8	7.5	(0.3)	7.6			7.9	8.0
세전이익	101	101	-		2.8	(0.6)	425	-
순이익	69	73	5.7	70	9.1	6.3	289	300

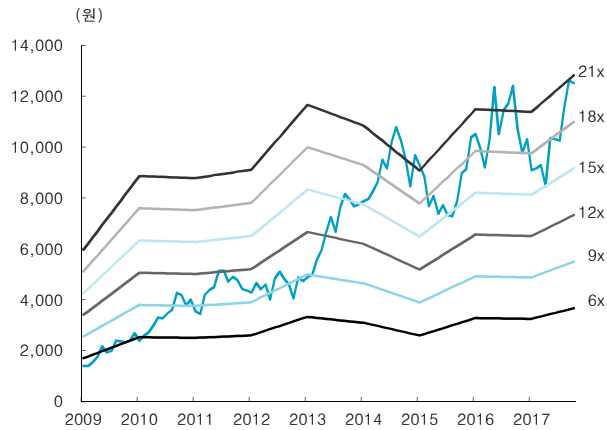
김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

박성준

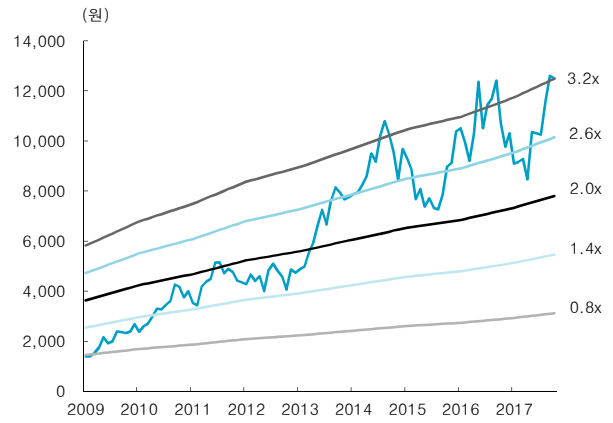
sungjun@truefriend.com

[그림 1] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

<표 1> 한온시스템 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망			수정전망			차이		
	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
매출액	5,610	6,213	6,774	5,669	6,213	6,774	1.1	-	-
영업이익	447	507	563	448	507	563	0.3	-	-
영업이익률	8.0%	8.2%	8.3%	7.9%	8.2%	8.3%	(0.1)	-	-
순이익	288	338	378	289	338	378	0.4	-	-

자료: 한국투자증권

<표 2> 2017년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	아시아	942	942	-
	내수(별도)	554	554	-
	기타 아시아	387	387	-
	미국	273	273	-
	유럽	565	565	-
OPM	아시아	6.7%	7.5%	0.8
	내수(별도)	5.3%	7.6%	2.3
	기타 아시아	8.7%	7.3%	(1.4)
	미국	4.2%	4.4%	0.2
	유럽	6.0%	0.9%	(5.1)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 한온시스템 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,449	1,373	1,339	1,508	5,558	5,704	5,669	6,213	6,774
영업이익	105	95	107	116	127	103	101	118	360	423	448	507	563
OPM	7.3%	6.4%	8.3%	7.7%	8.8%	7.5%	7.5%	7.8%	6.5%	7.4%	7.9%	8.2%	8.3%
세전이익	104	88	102	122	103	98	101	120	346	416	425	494	552
순이익	69	60	69	95	71	67	73	82	231	292	289	338	378
YoY 매출액	3.8%	7.0%	-3.5%	2.8%	1.5%	-7.9%	4.4%	0.4%	1.9%	2.6%	-0.6%	9.6%	9.0%
YoY 영업이익	30.8%	11.6%	44.8%	-3.8%	21.3%	8.1%	-5.6%	1.4%	-2.9%	17.5%	6.1%	13.2%	10.9%
YoY 순이익	20.0%	-2.3%	62.6%	36.0%	4.2%	11.8%	6.3%	-13.5%	-16.3%	26.7%	-0.9%	16.9%	11.7%
지역별 매출													
한국	571	589	523	632	618	667	554	660	2,274	2,315	2,498	2,566	2,669
아시아(한국 제외)	453	450	445	464	395	291	387	421	1,136	1,811	1,495	1,878	2,159
미국	252	276	270	253	279	288	273	251	974	1,051	1,090	1,152	1,198
유럽	656	678	513	650	671	629	565	676	2,372	2,497	2,542	2,617	2,747
YoY													
한국	-0.1%	2.6%	-0.3%	4.6%	8.3%	13.2%	6.1%	4.3%	-2.9%	1.8%	7.9%	2.7%	4.0%
아시아(한국 제외)	7.8%	7.6%	6.5%	-4.1%	-12.8%	-35.2%	-12.9%	-9.2%	2.8%	4.1%	-17.5%	25.6%	15.0%
미국	4.5%	13.8%	5.1%	8.6%	10.4%	4.1%	1.1%	-0.7%	14.5%	7.9%	3.7%	5.7%	4.0%
유럽	11.2%	12.0%	-12.9%	10.6%	2.2%	-7.2%	10.3%	4.0%	4.0%	5.3%	1.8%	2.9%	5.0%
지역별 OPM													
한국	7.1%	-0.7%	7.7%	1.9%	5.1%	12.0%	7.6%	5.5%	2.1%	3.8%	7.6%	5.4%	5.6%
아시아(한국 제외)	9.6%	11.5%	8.6%	8.2%	9.1%	8.4%	7.3%	9.0%	9.2%	9.5%	8.5%	9.0%	9.0%
미국	7.4%	5.5%	5.5%	5.6%	4.2%	4.2%	4.4%	4.2%	3.5%	6.0%	4.2%	4.2%	4.2%
유럽	-1.8%	3.0%	1.6%	3.2%	6.7%	-0.8%	0.9%	6.2%	0.2%	1.5%	3.4%	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	2,141	2,346	2,558
현금성자산	447	425	425	466	508
매출채권및기타채권	1,046	1,034	1,028	1,126	1,228
재고자산	382	430	427	468	510
비유동자산	1,466	1,709	1,806	1,906	2,008
투자자산	91	99	98	107	117
유형자산	1,093	1,178	1,278	1,328	1,378
무형자산	207	350	348	382	416
자산총계	3,459	3,860	3,946	4,252	4,566
유동부채	1,431	1,463	1,487	1,616	1,715
매입채무및기타채무	1,019	1,022	1,016	1,113	1,214
단기차입금및단기사채	335	301	301	301	263
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	229	511	432	430	445
사채	0	299	221	204	204
장기차입금및금융부채	69	60	60	60	60
부채총계	1,660	1,975	1,919	2,045	2,160
지배주주지분	1,745	1,828	1,958	2,124	2,309
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,830	1,937	2,067	2,233	2,418
비지배주주지분	55	57	69	83	98
자본총계	1,799	1,885	2,027	2,207	2,406

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	448	389	544	551	608
당기순이익	243	304	305	356	397
유형자산감가상각비	170	176	190	205	214
무형자산상각비	4	10	13	14	15
자산부채변동	(46)	(205)	34	(38)	(35)
기타	77	104	2	14	17
투자활동현금흐름	(256)	(452)	(291)	(304)	(315)
유형자산투자	(227)	(250)	(304)	(270)	(281)
유형자산매각	12	19	14	15	17
투자자산순증	(2)	(13)	10	0	1
무형자산순증	(39)	(85)	(11)	(48)	(50)
기타	0	(123)	0	(1)	(2)
재무활동현금흐름	(112)	48	(252)	(207)	(251)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(4)	248	(78)	(17)	(38)
배당금지급	(108)	(203)	(120)	(163)	(176)
기타	0	3	(54)	(27)	(37)
기타현금흐름	(14)	(8)	0	0	0
현금의증가	66	(22)	0	41	42

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,558	5,704	5,669	6,213	6,774
매출원가	4,697	4,805	4,767	5,177	5,636
매출총이익	861	899	902	1,036	1,138
판매관리비	502	476	453	528	576
영업이익	360	423	448	507	563
금융수익	10	7	8	8	9
이자수익	7	6	5	6	6
금융비용	26	29	33	31	30
이자비용	13	21	24	23	22
기타영업외손익	(10)	6	(8)	10	10
관계기업관련손익	13	9	9	10	11
세전계속사업이익	346	416	425	494	552
법인세비용	102	112	120	138	155
연결당기순이익	243	304	305	356	397
지배주주지분순이익	231	292	289	338	378
기타포괄이익	(1)	(27)	0	0	0
총포괄이익	243	277	305	356	397
지배주주지분포괄이익	230	267	293	342	382
EBITDA	533	609	651	726	792

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	432	547	542	633	707
BPS	3,268	3,424	3,668	3,979	4,325
DPS	970	225	305	330	370
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.9	2.6	(0.6)	9.6	9.0
영업이익증가율	(2.9)	17.5	6.1	13.2	10.9
순이익증가율	(16.3)	26.7	(0.9)	16.9	11.7
EPS증가율	(83.3)	26.7	(0.9)	16.9	11.7
EBITDA증가율	(0.4)	14.1	7.0	11.5	9.1
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	7.9	8.2	8.3
순이익률	4.1	5.1	5.1	5.4	5.6
EBITDA Margin	9.6	10.7	11.5	11.7	11.7
ROA	7.3	8.3	7.8	8.7	9.0
ROE	13.7	16.4	15.3	16.6	17.0
배당수익률	9.3	2.2	2.4	2.6	3.0
배당성향	44.9	41.1	56.3	52.1	52.3
안정성					
순차입금(십억원)	(49)	231	104	44	(38)
차입금/자본총계비율(%)	22.8	35.9	27.1	24.1	20.5
Valuation(X)					
PER	24.0	18.8	23.1	19.7	17.7
PBR	3.2	3.0	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	10.4	9.5	10.5	9.4	8.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한온시스템(018880)	2015.11.06	매수	12,000원	-18.5	-11.8
	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	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 8일 현재 한온시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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
- 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.