

한온시스템(018880)

4Q18 Preview: 갑자기 분위기 서프라이즈

영업이익 컨센서스 12% 상회 전망

한온시스템(이하 '한온')의 4분기 실적은 판매량 증가와 원가절감으로 호조가 예상된다. 영업이익은 1,498억원으로(영업이익률 9.5%, +9% YoY) 컨센서스를 12% 상회할 전망이다. 늘어난 공장으로 감가상각비 부담이 지속되나 매출 호조가 이를 상쇄하는 구조다. 국내와 미국에서 주요 고객들의 가동률이 올라오면서 판매량이 늘었고, 친환경차 부품 등 믹스개선으로 가격도 상승세가 이어지고 있다. 18년 12월만 하더라도 중국 내 마진하락에 따른 실적 우려가 컸으나 원가절감과 중국 외 지역의 수익성 개선이 이를 만회할 전망이다.

정부의 수소경제 활성화 로드맵도 중장기적으로 긍정적

정부가 17일 발표한 '수소경제 활성화 로드맵'도 한온에 긍정적이다. 자동차 1대당 한온의 매출액이 내연기관(450~550달러) 대비 전기차와 수소차는 각각 3배, 5배로 늘어나기 때문이다(양산 기준, 한투 추정). 자동차 시장에서 전기차와 수소차는 확산 시점에 차이는 있지만 결국은 공존할 가능성이 높다. 수소차도 결국 수소로 전기를 만들어 움직이는 수소전기차임을 감안시, 두 종류의 차량에 모두 납품하는 한온과 같은 부품업체들이 가장 현실적인 수혜주가 될 전망이다.

실적과 배당이 차례대로 한 단계씩 높아진다

최근 바닥을 탈출한 한온의 주가는 여전히 추가 상승여력이 남아있다. 2019년에는 실적이, 2020년에는 배당이 한 단계씩 높아지기 때문이다. 구체적으로 2019년 2분기부터는 마그나로부터 인수한 유압제어 부문이 연결실적으로 편입되면서 실적이 한 단계 높아질 전망이다. 여기에 유형자산 지출이 일단락되는 2020년부터는 잉여현금흐름이 개선되면서 배당도 한 단계 높아질 전망이다. 매수의견과 목표주가 14,500원을 유지한다(12MF PER 20x).

매수(유지)

목표주가: 14,500원(유지)

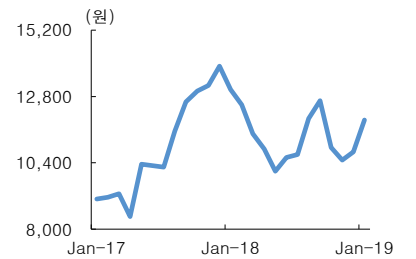
Stock Data

KOSPI(1/17)	2,107
주가(1/17)	11,950
시가총액(십억원)	6,379
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저(원)	13,750/9,760
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,284
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/18.4
주요주주(%)	한앤코오토홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.7	10.1	(6.3)
KOSPI 대비(%p)	9.9	18.4	10.0

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	5,704	423	292	547	26.7	609	18.8	9.5	0.6	16.4	0.4
2017A	5,586	468	289	541	(1.1)	670	25.7	11.4	0.7	15.2	0.4
2018F	5,904	428	286	536	(1.0)	653	22.3	10.1	3.0	14.0	2.7
2019F	7,249	541	356	666	24.4	863	17.9	9.4	2.8	16.1	2.9
2020F	8,196	623	414	776	16.4	1,013	15.4	8.1	2.5	17.2	3.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

김진우, CFA

jinyou.kim@truefriend.com

〈표 1〉 4Q18 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18F			YoY	QoQ	컨센서스 대비	
	Preview	기존 전망	차이			4Q18F	차이
매출액	1,579	1,521	3.8	10.8	11.2	1,546	2.2
영업이익	150	118	26.5	8.7	82.7	134	12.0
영업이익률	9.5	7.8	1.7	(0.2)	3.7	8.7	0.8
순이익	99	80	24.1	29.3	86.5	91	8.5

자료: WISEfn, 한국투자증권

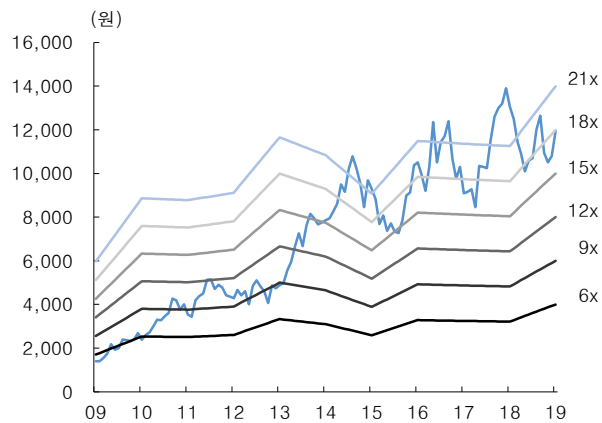
〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	7,322	8,182	7,249	8,196	(1.0)	0.2
영업이익	527	621	541	623	2.6	0.3
영업이익률	7.2	7.6	7.5	7.6	0.3	0.0
순이익	347	413	356	414	2.6	0.3

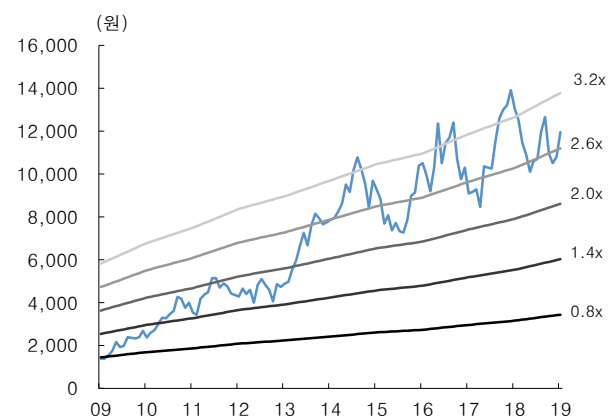
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,387	1,518	1,420	1,579	1,459	1,993	1,842	1,955	5,704	5,586	5,904	7,249	8,196
영업이익	95	101	82	150	102	149	133	157	423	468	428	541	623
영업이익률	6.9	6.6	5.8	9.5	7.0	7.5	7.2	8.0	7.4	8.4	7.2	7.5	7.6
세전이익	90	97	75	139	90	136	120	145	416	422	401	491	569
순이익	63	70	53	99	65	99	87	105	292	289	286	356	414
YoY													
매출액	(4.3)	10.6	6.0	10.8	5.2	31.3	29.8	23.8	2.6	(2.1)	5.7	22.8	13.1
영업이익	(25.1)	(1.8)	(18.6)	8.7	7.4	47.4	61.9	4.9	17.5	10.9	(8.7)	26.4	15.2
순이익	(11.3)	4.7	(27.4)	29.3	2.8	40.3	63.9	5.7	26.7	(1.2)	(0.9)	24.4	16.4
지역별 매출													
한국	593	678	650	652	626	704	655	622	2,315	2,449	2,573	2,606	2,737
아시아(한국제외)	324	370	363	403	332	363	377	435	1,731	1,473	1,460	1,506	1,627
미국	264	277	291	315	281	287	297	294	1,051	1,081	1,147	1,159	1,217
유럽	716	756	624	709	721	772	647	737	2,497	2,605	2,805	2,876	3,049
지역별 매출 YoY													
한국	(4.0)	1.7	4.6	20.1	5.4	3.8	0.9	(4.7)	1.8	5.8	5.1	1.3	5.0
아시아(한국제외)	(18.2)	27.2	3.3	(7.4)	2.5	(1.9)	3.7	7.8	(0.5)	(14.9)	(0.9)	3.1	8.0
미국	(5.2)	(3.8)	10.5	25.1	6.4	3.8	1.9	(6.7)	7.9	2.9	6.0	1.1	5.0
유럽	6.7	20.2	1.2	2.9	0.7	2.0	3.7	4.0	5.3	4.3	7.6	2.5	6.0
지역별 OPM													
한국	5.5	6.1	6.2	10.0	6.5	7.0	6.0	7.5	3.8	8.3	7.4	6.7	7.2
아시아(한국제외)	6.8	8.0	7.1	9.0	7.0	7.0	7.0	8.5	9.9	9.1	7.0	7.4	7.5
미국	2.0	2.3	(2.1)	3.5	3.0	3.2	2.5	3.5	6.0	3.9	2.0	3.0	3.6
유럽	4.0	3.1	3.6	5.1	4.0	4.0	4.0	4.0	1.5	3.1	3.6	4.0	3.7

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	2,891	2,607	2,948
현금성자산	425	567	1,122	435	492
매출채권및기타채권	1,034	957	1,012	1,242	1,405
재고자산	430	469	495	608	688
비유동자산	1,709	1,878	2,002	3,648	3,818
투자자산	99	119	125	154	174
유형자산	1,178	1,262	1,351	2,351	2,351
무형자산	350	438	463	1,066	1,205
자산총계	3,860	4,120	4,893	6,255	6,766
유동부채	1,463	1,299	1,336	1,558	1,855
매입채무및기타채무	1,022	1,051	1,111	1,364	1,543
단기차입금및단기사채	301	134	134	84	214
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	511	789	1,384	2,324	2,302
사채	299	599	1,199	1,199	1,149
장기차입금및금융부채	60	23	9	909	909
부채총계	1,975	2,088	2,720	3,882	4,157
지배주주지분	1,828	1,979	2,110	2,298	2,518
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(22)	(22)	(22)	(22)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,937	2,074	2,187	2,356	2,558
비지배주주지분	57	53	63	76	91
자본총계	1,885	2,031	2,173	2,373	2,609

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	389	567	478	602	731
당기순이익	304	298	296	368	427
유형자산감가상각비	176	181	201	266	326
무형자산상각비	10	21	25	57	64
자산부채변동	(205)	(31)	(52)	(118)	(108)
기타	104	98	8	29	22
투자활동현금흐름	(452)	(347)	(322)	(1,940)	(529)
유형자산투자	(250)	(322)	(307)	(1,286)	(346)
유형자산매각	19	29	18	21	21
투자자산순증	(13)	3	20	(0)	10
무형자산순증	(85)	(105)	(49)	(659)	(203)
기타	(123)	48	(4)	(16)	(11)
재무활동현금흐름	48	(56)	398	651	(145)
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	248	115	582	850	80
배당금지급	(203)	(171)	(163)	(173)	(187)
기타	0	0	(21)	(26)	(38)
기타현금흐름	(8)	(22)	0	0	0
현금의증가	(22)	142	554	(687)	57

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

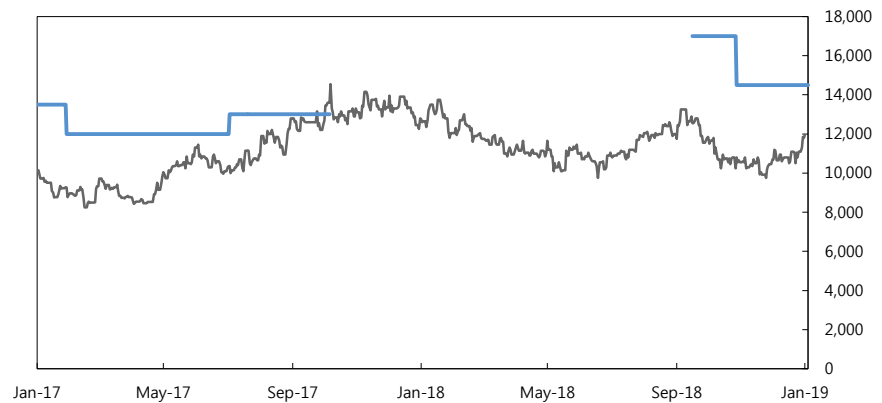
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,704	5,586	5,904	7,249	8,196
매출원가	4,805	4,639	4,997	6,092	6,909
매출총이익	899	946	907	1,157	1,287
판매관리비	476	478	479	616	664
영업이익	423	468	428	541	623
금융수익	7	13	19	20	15
이자수익	6	9	15	15	11
금융비용	29	27	36	55	69
이자비용	21	20	29	53	67
기타영업외손익	6	(42)	(16)	(22)	0
관계기업관련손익	9	9	9	10	12
세전계속사업이익	416	422	401	491	569
법인세비용	112	123	105	123	142
연결당기순이익	304	298	296	368	427
지배주주지분순이익	292	289	286	356	414
기타포괄이익	(27)	19	19	19	19
총포괄이익	277	317	315	387	446
지배주주지분포괄이익	267	311	305	374	431
EBITDA	609	670	653	863	1,013

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	547	541	536	666	776
BPS	17,119	18,534	3,953	4,304	4,717
DPS	225	305	325	350	395
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.6	(2.1)	5.7	22.8	13.1
영업이익증가율	17.5	10.9	(8.7)	26.4	15.2
순이익증가율	26.7	(1.2)	(0.9)	24.4	16.4
EPS증가율	26.7	(1.1)	(1.0)	24.4	16.4
EBITDA증가율	14.1	10.1	(2.5)	32.1	17.3
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.4	7.2	7.5	7.6
순이익률	5.1	5.2	4.8	4.9	5.1
EBITDA Margin	10.7	12.0	11.1	11.9	12.4
ROA	8.3	7.5	6.6	6.6	6.6
ROE	16.4	15.2	14.0	16.1	17.2
배당수익률	0.4	0.4	2.7	2.9	3.3
배당성향	41.1	56.4	60.7	52.5	50.9
안정성					
순차입금(십억원)	231	132	156	1,678	1,691
차입금/자본총계비율(%)	35.9	37.4	61.7	92.4	87.1
Valuation(X)					
PER	18.8	25.7	22.3	17.9	15.4
PBR	0.6	0.7	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	9.5	11.4	10.1	9.4	8.1

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 2019년 1월 17일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.