

한온시스템(018880)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 12,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/14)	2,075
주가(2/14)	9,270
시가총액(십억원)	4,948
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	13,350/8,760
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,137
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.3
주요주주(%)	한온코오로홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

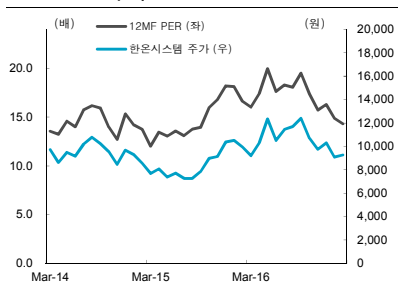
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	4.8	18.8	16.3
PBR(x)	0.6	2.9	2.4
ROE(%)	13.7	16.0	15.2
DY(%)	9.3	2.2	2.5
EV/EBITDA(x)	10.4	9.4	7.9
EPS(원)	2,159	547	570
BPS(원)	16,342	3,582	3,916

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.8)	(19.4)	(11.7)
상대주가(%p)	(7.7)	(20.6)	(24.8)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

중국 수익성 우려

What's new: 수익성 하락으로 컨센서스 7.7% 하회

한온시스템 4분기 실적은 매출이 추정치와 컨센서스에 부합했으나 수익성이 못 미쳤다. 영업이익은 1,160억원을 기록해(OPM 7.7%) 당사 추정치와 컨센서스를 각각 11.8%, 7.7% 하회했다. 유럽의 수익성이 개선됐음에도 불구하고, 중국의 수익성이 크게 하락했을 것으로 추정된다(지역별 영업이익은 추후 공시). 이는 위안화 절하 및 완성차 업체들의 원가절감 활동 때문으로 판단된다. 영업외에서는 외화환산이익이 200억 가량 발생하며 순이익은 상대적으로 호조를 보였다.

Positives: 배당증액 및 유럽 수익성 개선

4분기 주당배당금을 75원으로 높였다(1~3분기 50원). 이에 따라 16년 배당성향은 41.1%를 기록했으며, 배당수익률 또한 16년 증가대비 2.2%, 2월 14일 증가대비로는 3%다. 한편 유럽 수익성도 구조조정으로 개선되고 있다. 회사는 유럽 내 10개 공장 중 수익성이 부진한 공장 중 2개를 닫고 있고(러시아, 포르투갈), 1개를 인력 구조조정 중이다(프랑스). 매출비중이 가장 큰 유럽(16년 31%)의 수익성 회복(16F/17F/18F 1.7%/2.4%/3%)은 연결 수익성 개선으로 이어질 전망이다(16A/17F/18F 7.4%/7.6%/7.9%).

Negatives: 변곡점에 놓인 중국 수익성

4분기 중국 수익성은 2011년 이후 가장 낮은 수준인 한 자리 수로 추정된다. 2분기 14%라는 높은 수익성을 기록한 뒤, 고객사들의 강력한 원가절감 활동에 직면했을 가능성이 높다. 17년 상반기에는 중국 수익성이 다시 회복 될 전망이나, 연간으로는 수익성 하락이 예상된다. 중국 JV 확대를 통해 매출증대를 꾀하고 있지만, 수익성에는 도움을 주지 못할 전망이다.

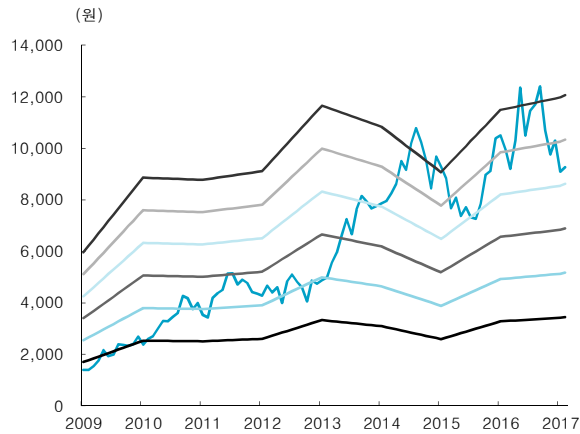
결론: TP 12,000원으로 11% 하향, 전기차 바람이 불기를 기다리자

한온시스템의 목표주가를 12,000원으로 11% 하향한다. 이는 수익성 가정을 낮춰 17/18년 이익추정치를 11/12.5% 하향했고, 목표 PER도 기존 21배에서 20배로 낮췄기 때문이다. 유럽 수익성 회복 전망에는 변함이 없으나, 17년 중국 수익성 전망을 기존 12.5%에서 10.4%로 변경했다(표 2). 다만 중국의 친환경차 성장에 동참함으로써 높은 멀티플은 유지될 전망이다. 향후 반등시점은 중국 정부의 친환경차 정책강화로 전기차에 대한 관심이 커진 가운데, 중국 로컬업체와의 JV를 발표하는 시점이 될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

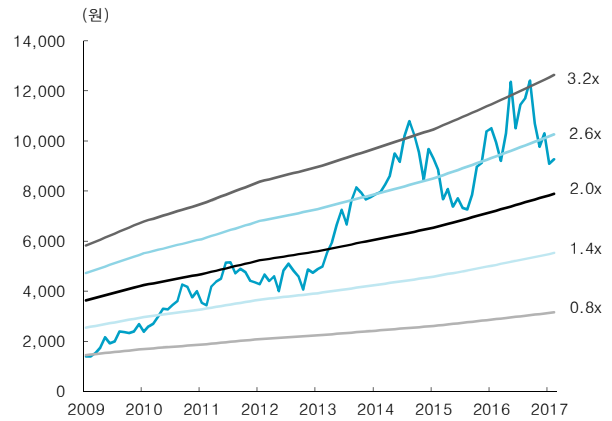
	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,506	1,502	(0.3)	1,482	17.0	2.8	5,926	5,957
영업이익	132	116	(11.8)	126	8.8	(3.8)	448	482
영업이익률	8.7	8	(1.0)	8.5			7.6	8.1
세전이익	127	122	-		19.4	21.4	433	-
순이익	87	95	9.2	88	37.2	36.0	304	340

[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	6,041	6,442	5,926	6,248	(1.9)	(3.0)
영업이익	516	567	448	491	(13.3)	(13.3)
영업이익률	8.5%	8.8%	7.6%	7.9%	(0.9)	(0.9)
순이익	342	380	304	333	(11.0)	(12.5)

자료: 한국투자증권

<표 2> 2017년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	한국	2,322	2,299	(1.0)
	중국	1,298	1,214	(6.4)
	미국	1,125	1,075	(4.5)
	유럽	2,761	2,761	-
	기타	692	692	-
OPM	한국	5.5%	4.5%	(1.0)
	중국	12.5%	10.4%	(2.1)
	미국	4.8%	5.3%	0.5
	유럽	2.5%	2.4%	(0.1)
	기타	6.2%	6.0%	(0.2)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015A	2016P	2017F	2018F
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,481	1,515	1,377	1,555	5,558	5,704	5,926	6,248
영업이익	105	95	107	116	109	125	102	112	360	423	448	491
OPM	7.3%	6.4%	8.3%	7.7%	7.4%	8.3%	7.4%	7.2%	6.5%	7.4%	7.6%	7.9%
세전이익	104	88	102	122	102	118	94	105	346	416	433	473
순이익	69	60	69	95	71	82	66	74	231	292	304	333
YoY 매출액	3.8%	7.0%	-3.5%	2.8%	3.7%	1.6%	7.3%	3.6%	1.9%	2.6%	3.9%	5.4%
YoY 영업이익	30.8%	11.6%	44.8%	-3.8%	3.9%	31.7%	-4.7%	-3.5%	-2.9%	17.5%	5.9%	9.8%
YoY 순이익	20.0%	-2.3%	62.6%	36.0%	2.9%	36.1%	-5.0%	-22.1%	-16.0%	26.4%	4.1%	9.4%
지역별 매출												
한국	571	589	523	617	574	588	534	603	2,274	2,299	2,299	2,322
중국	292	295	252	352	303	310	282	319	1,136	1,191	1,214	1,287
미국	252	276	241	235	269	275	250	282	974	1,005	1,075	1,161
유럽	656	678	630	641	690	706	641	725	2,372	2,605	2,761	2,982
기타	161	155	172	159	173	177	161	182	604	647	692	727
YoY												
한국	-0.1%	2.6%	-0.3%	2.0%	0.7%	-0.2%	2.2%	-2.2%	-2.9%	1.1%	0.0%	1.0%
중국	7.3%	7.0%	-0.5%	5.0%	3.8%	5.4%	12.0%	-9.4%	2.8%	4.8%	2.0%	6.0%
미국	4.5%	13.8%	-6.2%	1.0%	6.4%	-0.5%	3.7%	19.9%	14.5%	3.2%	7.0%	8.0%
유럽	11.2%	12.0%	7.0%	9.0%	5.1%	4.1%	1.8%	13.1%	4.0%	9.8%	6.0%	8.0%
기타	8.8%	8.8%	4.4%	7.0%	7.5%	14.2%	-6.4%	14.0%	-3.1%	7.2%	7.0%	5.0%
지역별 OPM												
한국	7.0%	-0.7%	7.9%	4.0%	4.3%	5.0%	4.3%	4.5%	2.1%	4.4%	4.5%	4.5%
중국	11.8%	14.0%	11.0%	8.0%	11.0%	12.5%	10.0%	8.0%	11.6%	11.1%	10.4%	10.0%
미국	7.4%	5.5%	4.4%	4.0%	5.0%	6.0%	5.0%	5.3%	3.5%	5.4%	5.3%	5.4%
유럽	-1.8%	3.0%	1.0%	4.5%	2.0%	2.3%	2.5%	2.7%	0.2%	1.7%	2.4%	3.0%
기타	5.6%	6.7%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.6%	6.2%	6.0%	6.0%

주: 2016년 3분기 이후 지역별 실적은 한투추정치

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. 2015년 고객별 매출 비중은 현대차그룹 41.8%, Ford 20.8%이고, 대부분의 글로벌 완성차 업체를 고객군으로 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,856	1,994	2,163	2,370	2,499
현금성자산	381	447	425	444	469
매출채권및기타채권	974	1,046	1,084	1,126	1,187
재고자산	372	382	433	450	475
비유동자산	1,384	1,466	1,697	1,938	2,187
투자자산	80	91	93	97	102
유형자산	1,053	1,093	1,178	1,398	1,618
무형자산	172	207	350	363	383
자산총계	3,240	3,459	3,860	4,308	4,686
유동부채	1,124	1,431	1,556	1,624	1,709
매입채무및기타채무	939	1,019	1,046	1,086	1,146
단기차입금및단기사채	123	335	439	469	499
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	446	229	321	506	582
사채	0	0	0	0	50
장기차입금및금융부채	278	69	207	387	407
부채총계	1,570	1,660	1,877	2,130	2,291
지배주주지분	1,619	1,745	1,912	2,090	2,289
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,697	1,830	1,997	2,175	2,373
비지배주주지분	51	55	71	88	106
자본총계	1,670	1,799	1,983	2,178	2,395

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	347	448	384	509	572
당기순이익	290	243	304	320	350
유형자산감가상각비	163	170	176	202	244
무형자산상각비	2	4	8	8	8
자산부채변동	(179)	(46)	(88)	(26)	(39)
기타	71	77	(16)	5	9
투자활동현금흐름	(282)	(256)	(506)	(557)	(496)
유형자산투자	(269)	(227)	(272)	(434)	(477)
유형자산매각	25	12	11	12	13
투자자산순증	2	(2)	11	10	9
무형자산순증	(5)	(39)	(150)	(21)	(28)
기타	(35)	0	(106)	(124)	(13)
재무활동현금흐름	(44)	(112)	99	68	(52)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	75	(4)	235	210	100
배당금지급	(119)	(108)	(104)	(120)	(125)
기타	0	0	(32)	(22)	(27)
기타현금흐름	14	(14)	0	0	0
현금의증가	34	66	(23)	20	24

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

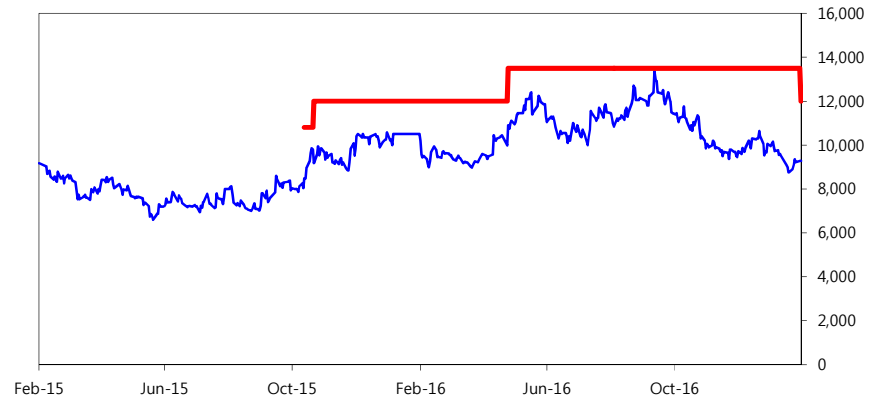
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	5,455	5,558	5,704	5,926	6,248
매출원가	4,546	4,697	4,805	4,974	5,226
매출총이익	909	861	899	951	1,023
판매관리비	538	502	476	504	531
영업이익	370	360	423	448	491
금융수익	7	10	16	15	16
이자수익	6	7	9	11	13
금융비용	20	26	30	37	42
이자비용	13	13	17	24	29
기타영업외손익	0	(10)	(6)	(6)	(6)
관계기업관련손익	13	13	13	14	14
세전계속사업이익	371	346	416	433	473
법인세비용	80	102	112	113	123
연결당기순이익	290	243	304	320	350
지배주주지분순이익	275	231	292	304	333
기타포괄이익	(47)	(1)	0	0	0
총포괄이익	244	243	304	320	350
지배주주지분포괄이익	228	230	288	303	332
EBITDA	536	533	606	657	744

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,579	2,159	547	570	623
BPS	15,160	16,342	3,582	3,916	4,287
DPS	970	970	225	235	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	5.1	1.9	2.6	3.9	5.4
영업이익증가율	1.9	(2.9)	17.5	5.9	9.8
순이익증가율	(7.1)	(16.3)	26.7	4.1	9.4
EPS증가율	(7.1)	(16.3)	(74.7)	4.1	9.4
EBITDA증가율	1.9	(0.4)	13.5	8.5	13.2
수익성(%)					
영업이익률	6.8	6.5	7.4	7.6	7.9
순이익률	5.0	4.1	5.1	5.1	5.3
EBITDA Margin	9.8	9.6	10.6	11.1	11.9
ROA	9.4	7.3	8.3	7.8	7.8
ROE	17.7	13.7	16.0	15.2	15.2
배당수익률	10.0	9.3	2.2	2.5	2.7
배당성향	37.6	44.9	41.1	41.2	40.1
안정성					
순차입금(십억원)	29	(49)	108	151	214
차입금/자본총계비율(%)	25.0	22.8	32.6	38.2	38.9
Valuation(X)					
PER	3.8	4.8	18.8	16.3	14.9
PBR	0.6	0.6	2.9	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.8	10.4	9.4	7.9	7.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한온시스템(018880)	2015.02.26	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 2월 14일 현재 한온시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.