

한온시스템 (018880)

2분기 일회성 비용이 반영될 전망

펀더멘털 속도와 Valuation 속도의 차이를 고려

한온시스템에 대한 투자 의견 Neutral과 목표주가 10,500원(목표 P/E는 3년 평균인 16.2배)을 유지한다. 2분기 실적은 일회성 비용이 반영되면서 예상치를 하회할 것이나, 이를 제거한 상태에서는 기대치에 부합할 것으로 보인다. 3분기 실적은 전년 동기의 낮은 기저와 강력한 비용절감(인건비/연구개발비 등 감소)에 힘입어 큰 폭의 개선세가 유지될 전망이다(영업이익 +37% (YoY) 예상). 친환경차 부품군의 성장과 고객 다변화, 그리고 주주친화정책(기대 배당수익률 1.9%, 분기 배당) 등에 대해 여전히 긍정적인 관점이지만, 높지 않은 Valuation 매력(2016년/2017년 기준 P/E 19배/17배)과 충분치 못한 외형성장(향후 2년 CAGR 5%)이 추가적인 주가 상승의 제약요인으로 판단한다.

2Q16 Preview: 영업이익률 5.4% 전망

한온시스템의 2분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 +8%/-5% 변동한 1,503억/812억(영업이익률 5.4%, -0.7%p (YoY))으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 전년 동기의 낮은 기저에 환율상승 효과가 가세하면서 외형은 양호한 성장률을 기록할 전망이다. 일회성 인건비 비용이 반영되면서 이익률은 하락(-0.7% (YoY), -1.9% (QoQ))할 것으로 예상된다. 하지만, 일회성 비용을 제거한 기준으로는 가동률 상승과 비용절감 노력 등에 힘입어 영업이익이 30% (YoY) 이상 증가하고, 영업이익률도 7.4%(+1.3%p (YoY), +0.1% (QoQ))를 기록하는 등 양호한 수준일 것으로 판단한다.

기회와 위협 요인 점검

현재 시점에서는 기회 요인이 위협 요인보다 큰 편이다. 기회 요인은 연비개선/친환경차 부품군의 성장과 고객 다변화이다. 한온시스템은 전기차용 배터리 온도관리시스템, TF 냉각수 가열식 히터, Heat pump 시스템, 고전압 BLDC 쿨링 팬 모터 등을 생산 중인데, 현대/기아/BMW/Tesla 등 고객사들의 친환경차 출시에 맞춰 고성장이 지속될 것이다(기존 제품군 포함 매출비중 4%→2018년 8% 예상). 미국 EPA 등 각국의 강화되는 연비규정에 맞춰 완성차들이 보다 향상된 공조 장치를 채택하고 있는 것도 영업환경에 긍정적이다. GM/VW 등 타 완성차로의 확장 노력에도 적극적이다(현대/포드 비중 현재 70%→2020년 60% 목표). 위협 요인은 상위권 공조 부품업체들끼리의 인수/합병(독일 Male의 미국 Delphi 인수, 일본 Calsonic의 매물화 등)으로 경쟁이 심화될 가능성이 있고, 급성장하고 있는 중국 로컬업체들과의 거래 규모가 크지 않다는 점이다.

Update

Neutral

| TP(12M): 10,500원 | CP(7월 13일): 10,700원

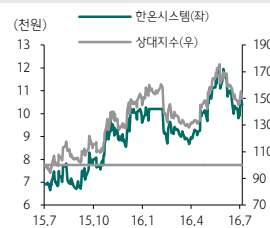
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,005.55
52주 최고/최저(원)	12,400/6,950
시가총액(십억원)	5,711.7
시가총액비중(%)	0.47
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	1,243.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
16년 배당금(예상, 원)	200
16년 배당수익률(예상, %)	1.87
외국인지분율(%)	19.64
주요주주 지분율(%)	
한안코오로홀딩스	50.50
한국타이어	19.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.7) 4.5 48.6
상대	(10.9) (0.2) 52.8

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	5,814.3	6,111.1
영업이익(십억원)	424.5	468.3
순이익(십억원)	325.0	367.9
EPS(원)	583	654
BPS(원)	3,558	3,923

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	5,454.9	5,558.1	5,844.5	6,097.9	6,280.9
영업이익	십억원	370.3	359.6	404.1	466.9	491.4
세전이익	십억원	370.9	345.7	415.8	473.6	500.1
순이익	십억원	275.4	230.5	307.5	350.3	369.9
EPS	원	516	432	576	656	693
증감률	%	(7.0)	(16.3)	33.3	13.9	5.6
PER	배	18.76	24.04	18.57	16.30	15.44
PBR	배	3.19	3.18	2.93	2.61	2.34
EV/EBITDA	배	9.80	10.40	9.43	8.17	7.52
ROE	%	17.69	13.71	16.65	16.92	15.95
BPS	원	3,032	3,268	3,651	4,107	4,580
DPS	원	970	970	200	220	240



Analyst **송선재**

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA **신동하**

02-3771-7794

asdfhjkl@hanafn.com

표 1. 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
매출액	1,375	1,393	1,329	1,461	1,428	1,504	1,419	1,494	5,455	5,558	5,844	6,098
한국	571	574	524	604	571	554	553	626	2,343	2,274	2,303	2,398
중국	272	275	253	335	292	332	330	339	1,104	1,136	1,293	1,389
북미	241	243	257	233	252	269	250	226	851	974	998	965
유럽	590	605	589	588	656	674	581	578	2,280	2,372	2,489	2,575
기타	148	142	165	149	161	157	194	184	623	604	695	789
연결조정	(448)	(447)	(458)	(448)	(504)	(482)	(489)	(458)	(1,745)	(1,801)	(1,934)	(2,018)
매출총이익	217	203	192	249	233	200	219	252	909	861	904	987
판매비	136	118	118	129	129	119	119	134	538	502	500	520
영업이익	80	85	74	121	105	81	101	117	370	360	404	467
한국	4	7	9	29	40	6	8	19	54	49	73	84
중국	28	35	26	43	35	42	35	42	129	132	153	164
북미	9	9	9	7	19	9	9	7	39	34	44	42
유럽	7	1	(7)	3	(12)	7	3	6	18	5	4	39
기타	4	5	9	10	9	5	11	11	34	28	36	41
연결조정	27	29	26	28	14	12	35	33	97	111	94	96
세전이익	81	93	71	100	104	86	101	126	371	346	416	474
순이익	60	65	45	73	72	67	78	107	290	243	324	369
지배주주순이익	57	62	42	70	69	63	74	101	275	231	308	350
Margin												
매출총이익률	15.7	14.6	14.4	17.1	16.3	13.3	15.5	16.9	16.7	15.5	15.5	16.2
영업이익률	5.8	6.1	5.5	8.3	7.3	5.4	7.1	7.9	6.8	6.5	6.9	7.7
순이익률	4.4	4.7	3.4	5.0	5.1	4.4	5.5	7.2	5.3	4.4	5.5	6.1

자료: 한온시스템, 하나금융투자

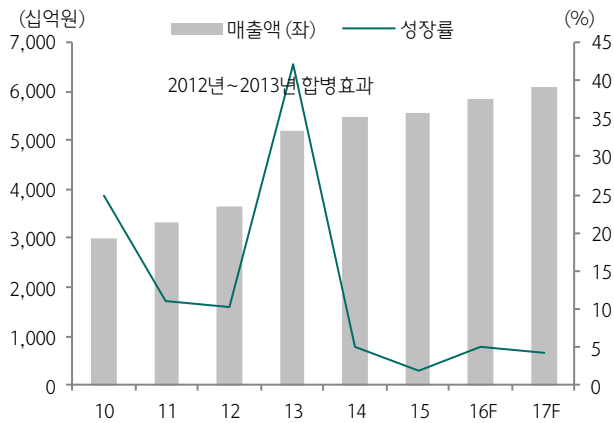
표 2. 주당 배당금과 기대 배당수익률 추이

구분	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
지배주주 순이익	십억원	275	231	308	350	370
EPS	원	516	432	576	656	693
주당 배당금	원	194	194	200	220	240
배당성향	%	38	45	35	34	35
기대 배당수익률	%			1.9	2.1	2.2

주: 2014년/2015년 수치는 액면분할을 감안하여 조정한 것임

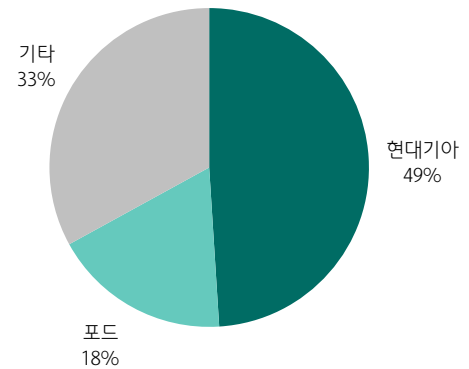
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 1. 매출액 추이



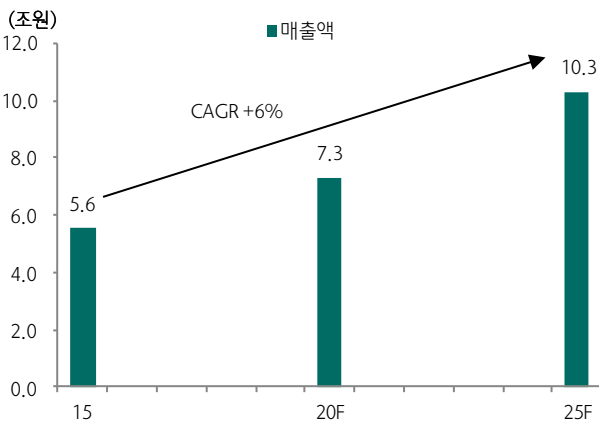
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 2. 고객별 매출 비중



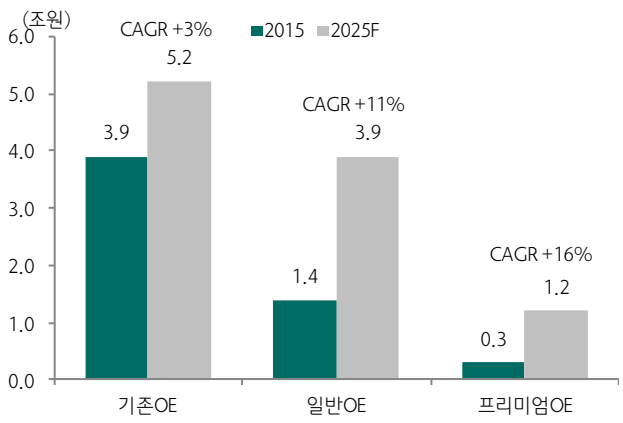
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 3. 회사 측이 제시하는 중장기 매출 목표



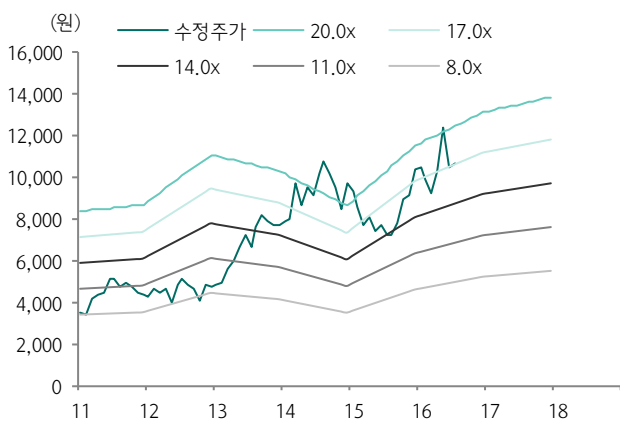
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 4. 회사 측이 제시하는 고객군별 매출 증가율 목표



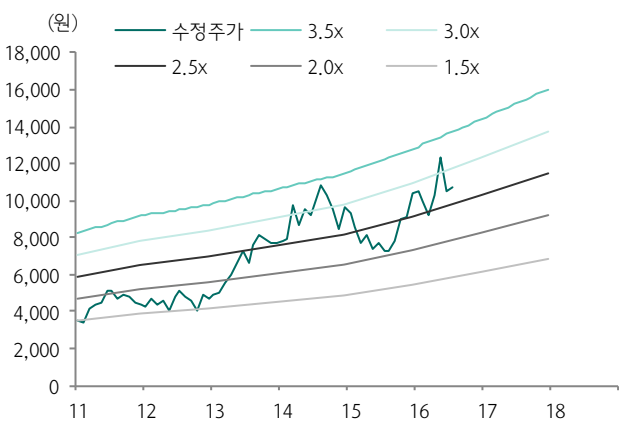
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 5. P/E Band



자료: 하나금융투자

그림 6. P/B Band



자료: 하나금융투자

주정 재무제표

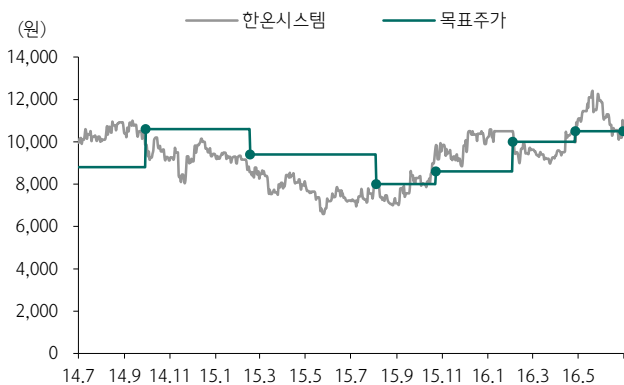
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	5,454.9	5,558.1	5,844.5	6,097.9	6,280.9
매출원가	4,546.1	4,697.0	4,940.0	5,110.8	5,258.9
매출총이익	908.8	861.1	904.5	987.1	1,022.0
판매비	538.5	501.5	500.4	520.2	530.6
영업이익	370.3	359.6	404.1	466.9	491.4
금융손익	(12.3)	(16.6)	(13.9)	(11.5)	(8.3)
중속/관계기업손익	12.7	12.6	13.2	13.8	14.5
기타영업외손익	0.2	(9.8)	12.4	4.4	2.4
세전이익	370.9	345.7	415.8	473.6	500.1
법인세	80.5	102.3	91.5	104.2	110.0
계속사업이익	290.4	243.4	324.3	369.4	390.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	290.4	243.4	324.3	369.4	390.0
포괄이익	15.1	12.9	16.8	19.1	20.2
(지분법제외)순이익	275.4	230.5	307.5	350.3	369.9
지배주주포괄이익	228.0	229.7	306.8	349.5	369.0
NOPAT	290.0	253.1	315.2	364.2	383.3
EBITDA	535.7	533.4	593.4	663.2	693.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.1	1.9	5.2	4.3	3.0
NOPAT증가율	1.4	(12.7)	24.5	15.5	5.2
EBITDA증가율	1.9	(0.4)	11.2	11.8	4.6
(조정)영업이익증가율	1.9	(2.9)	12.4	15.5	5.2
(지분법제외)순이익증가율	(7.1)	(16.3)	33.4	13.9	5.6
(지분법제외)EPS증가율	(7.0)	(16.3)	33.3	13.9	5.6
수익성(%)					
매출총이익률	16.7	15.5	15.5	16.2	16.3
EBITDA이익률	9.8	9.6	10.2	10.9	11.0
(조정)영업이익률	6.8	6.5	6.9	7.7	7.8
계속사업이익률	5.3	4.4	5.5	6.1	6.2
투자지표					
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	516	432	576	656	693
BPS	3,032	3,268	3,651	4,107	4,580
CFPS	1,122	1,082	1,128	1,250	1,300
EBITDAPS	1,004	999	1,112	1,242	1,299
SPS	10,219	10,412	10,949	11,424	11,766
DPS	970	970	200	220	240
주가지표(배)					
PER	18.8	24.0	18.6	16.3	15.4
PBR	3.2	3.2	2.9	2.6	2.3
PCR	8.6	9.6	9.5	8.6	8.2
EV/EBITDA	9.8	10.4	9.4	8.2	7.5
PSR	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	17.7	13.7	16.7	16.9	16.0
ROA	8.9	6.9	8.6	9.1	8.9
ROIC	17.6	14.2	17.0	18.8	19.2
부채비율	94.0	92.2	83.3	76.4	69.9
순부채비율	1.8	(2.7)	(8.7)	(16.1)	(22.8)
이자보상배율(배)	27.5	26.7	29.8	34.4	36.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,856.2	1,993.5	2,164.6	2,422.4	2,682.6
금융자산	388.4	459.9	586.5	775.9	986.7
현금성자산	381.3	447.1	573.1	761.9	972.2
매출채권 등	974.5	1,046.1	1,062.4	1,108.4	1,141.7
재고자산	371.8	382.2	396.4	413.6	426.0
기타유동자산	121.5	105.3	119.3	124.5	128.2
비유동자산	1,383.8	1,465.8	1,521.1	1,568.9	1,609.7
투자자산	80.2	90.6	95.3	99.4	102.4
금융자산	0.2	1.4	1.5	1.6	1.6
유형자산	1,052.8	1,092.7	1,128.6	1,158.6	1,183.5
무형자산	171.8	207.4	222.1	235.8	248.6
기타비유동자산	79.0	75.1	75.1	75.1	75.2
자산총계	3,240.0	3,459.4	3,685.7	3,991.4	4,292.3
유동부채	1,123.9	1,430.9	1,438.5	1,484.0	1,516.8
금융부채	140.4	341.2	341.6	341.9	342.1
매입채무 등	938.8	1,019.0	1,029.4	1,074.0	1,106.2
기타유동부채	44.7	70.7	67.5	68.1	68.5
비유동부채	446.2	229.0	236.9	244.1	249.4
금융부채	277.2	69.2	69.2	69.2	69.2
기타비유동부채	169.0	159.8	167.7	174.9	180.2
부채총계	1,570.0	1,659.9	1,675.4	1,728.1	1,766.2
지배주주지분	1,618.5	1,744.7	1,948.7	2,192.3	2,444.8
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	(108.9)	(115.3)	(115.3)	(115.3)	(115.3)
이익잉여금	1,697.1	1,829.6	2,033.6	2,277.2	2,529.7
비지배주주지분	51.5	54.7	61.7	71.0	81.3
자본총계	1,670.0	1,799.4	2,010.4	2,263.3	2,526.1
순금융부채	29.2	(49.4)	(175.7)	(364.8)	(575.4)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	346.8	447.5	480.7	549.2	577.8
당기순이익	290.4	243.4	324.3	369.4	390.0
조정	235.5	249.9	185.7	195.8	199.3
감가상각비	165.4	173.9	189.4	196.3	202.2
외환거래손익	11.0	6.4	7.9	11.6	10.0
지분법손익	(9.8)	(12.6)	(13.2)	(13.8)	(14.5)
기타	68.9	82.2	1.6	1.7	1.6
자산/부채의 변동	(179.1)	(45.8)	(29.3)	(16.0)	(11.5)
투자활동현금흐름	(282.0)	(255.9)	(249.8)	(252.2)	(248.7)
투자자산감소(증가)	12.1	2.2	(1.3)	(0.1)	1.8
유형자산감소(증가)	(244.1)	(215.3)	(220.0)	(220.0)	(220.0)
기타투자활동	(50.0)	(42.8)	(28.5)	(32.1)	(30.5)
재무활동현금흐름	(44.0)	(111.8)	(103.2)	(106.5)	(117.2)
금융부채증가(감소)	104.6	(7.2)	0.3	0.3	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(29.6)	3.4	0.1	0.0	0.0
배당지급	(119.0)	(108.0)	(103.6)	(106.8)	(117.4)
현금의 증감	34.5	65.8	126.0	188.8	210.3
Unlevered CFO	599.2	577.3	601.9	667.1	693.7
Free Cash Flow	77.5	220.6	260.7	329.2	357.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

한온시스템



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.7.14	Neutral	10,500			
16.5.10	Neutral	10,500			
16.2.16	Neutral	10,000			
15.11.5	Neutral	8,600			
15.8.17	Neutral	8,000			
15.3.1	Neutral	9,400			
14.10.12	Neutral	10,600			

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	87.4%	10.7%	1.9%	100.0%

* 기준일: 2016년 7월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 7월 14일 현재 해당 회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2016년 7월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재 의 증명자료로 사용될 수 없습니다.