

2018. 7. 3



▲ 자동차/타이어
 Analyst 김준성
 02. 6098-6690
 joonsung.kim@meritz.co.kr
 RA 이종현
 02. 6098-6654
 jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	14,000 원		
현재주가 (7.2)	10,500 원		
상승여력	33.3%		
KOSPI	2,271.54pt		
시가총액	56,049억원		
발행주식수	53,380만주		
유동주식비율	30.01%		
외국인비중	20.02%		
52주 최고/최저가	14,550원/9,970원		
평균거래대금	108.2억원		
주요주주(%)			
한앤코오토홀딩스	50.50		
한국타이어	19.49		
국민연금	5.56		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	-22.2	1.9
상대주가	11.1	-15.1	7.3

주가그래프



한온시스템 018880

부진한 2Q18 실적 전망

- ✓ 한온 2Q18 실적은 중국 Ford 판매부진 심화, 상각비 부담증가로 부진할 전망
- ✓ 중국 Ford 판매부진과 상각비 부담이 향후 지속 가능한 이슈라는 점에서 18년 이익추정치를 -4.3% 조정하며, 적정주가 또한 14,000 원으로 하향
- ✓ 적정주가에 대한 눈높이는 낮추나, 19년 이후 친환경차 시장 개화에 따른 수주 모멘텀 확대가 예상되고 신차 Cycle 이 도래한 현대/기아차 판매회복 국면이 이어지고 있다는 점에서 투자 의견은 기존 Buy 를 유지

시장기대치를 하회할 2Q18 분기 실적

한온의 2Q18 매출과 영업이익은 각각 1.44 조원 (+4.8% YoY), 982 억원 (-4.4% YoY)으로 시장기대치 대비 -3.2%, -16.2% 하회할 전망이다. 이 같은 실적부진은 1) 모델노후화에 따른 Ford 의 중국 판매부진 심화, 2) 6 월 신 모델 투입 이전까지 지속된 미국 현대차 구형 싼타페 생산감소 (4-5 월 합산 -63% YoY), 3) CAPEX & R&D 증가에 따른 유/무형자산 상각비용의 증가 (+95 억원 YoY)에 근거한다.

판매부진 가속화 중인 중국 Ford, 연말출시 신차 판매가 회복의 관건

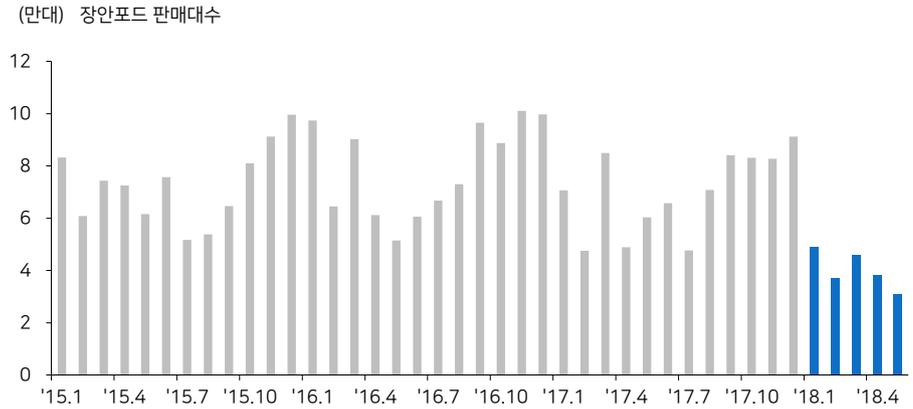
지난 17년 -11.9% YoY 판매감소를 기록했던 중국 Ford (Changan-Ford)는 18년 들어서도 5 월까지 누적 판매가 -36% YoY 하락하는 모습을 보였다. 중국 Ford 의 판매부진은 기존 모델 노후화, 타 지역대비 낮은 SUV 판매비중, 미국 · 중국간의 무역분쟁 영향에 근거한다. Ford CEO 는 지난해 12 월 상하이에서 열린 간담회를 통해 이 같은 판매부진을 극복하기 위해 18년말 3종을 시작으로 25년까지 50종 이상의 신차 투입, 현재 전량 수입판매 중인 Lincoln 브랜드의 현지 생산체제 도입, 친환경 모델 Mix 확대를 제시했다.

중국 Ford 부진과 상각비 부담 증가를 반영해 이익추정치 하향

한온 연결매출 중 Ford 비중은 25%이며, 중국 Ford 의 비중은 약 4% 수준으로 추정된다. 당사는 중국 Ford 판매부진과 늘어난 상각비 부담을 반영해 18년/19년 EPS 추정치를 각각 -4.3%, -3.9% 조정하며, 조정 EPS 에 Denso 의 공조사업 부문 PER (기존 밸류에이션 산정 방법)을 적용해 적정주가를 14,000 원으로 제시한다. 적정주가에 대한 눈높이는 낮추지만, 19년부터 성장국면이 본격화될 친환경차 핵심부품 과점 벤더로서의 수주 모멘텀 확대가 예상되고 현대/기아차 판매회복 Cycle 이 시작되고 있다는 점에서 Buy 투자 의견을 유지한다.

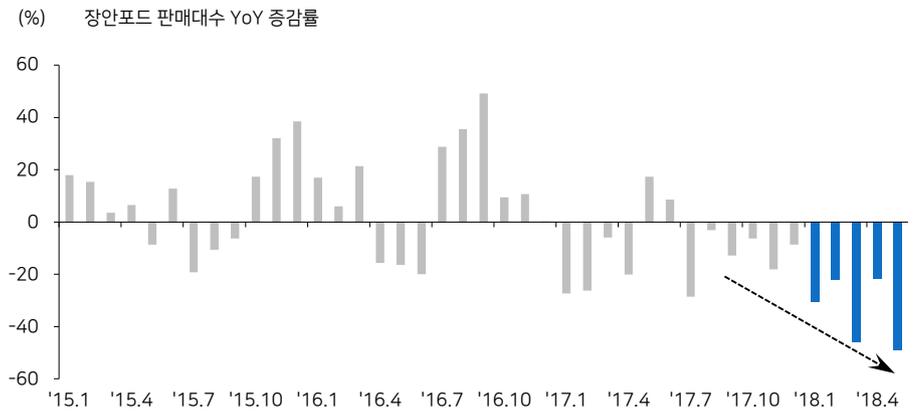
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,703.7	422.5	292.1	547	26.7	3,424	19.2	3.1	9.5	16.4	33.3
2017	5,585.7	468.4	288.6	541	-1.2	3,707	19.4	2.8	8.5	15.2	36.5
2018E	5,858.3	474.9	322.2	604	11.7	3,943	17.4	2.7	8.3	15.8	44.4
2019E	6,330.9	528.6	360.5	675	11.9	4,302	15.5	2.4	7.3	17.5	40.5
2020E	6,668.8	567.6	388.0	727	7.6	4,684	14.4	2.2	6.8	16.2	36.9

그림1 17년에 이어 18년에도 부진을 지속하고 있는 중국 Ford (Changan Ford)



자료: Marklines, 메리츠증권증권리서치센터

그림2 17년 -11.9% YoY에 이어 18년 5월까지 누적으로 -36% YoY 판매감소를 기록



자료: Marklines, 메리츠증권증권리서치센터

표1 중국 Ford 판매부진의 주요 근거는 기존 모델의 노후화에 따른 판매경쟁력 약화

모델	세그먼트	최근 신차 출시 시점	향후 신차 출시 시점
Taurus	D	15년	21년
Zhisheng	D	단종(16년)	N/A
New Mondeo	D	13년	21년
Edge	SUV-D	15년	21년
S-MAX	MPV	단종(14년)	N/A
Escort	C	14년	4Q18
Focus	C	12년	4Q18
Kuga	SUV-C	13년	4Q18
Eco Sport	SUV-B	13년	20년
Fiesta	B	단종(16년)	N/A

자료: Marklines, 메리츠증권증권리서치센터

표2 중국 Ford 부진 · 상각비 증가로 시장기대치를 하회하는 분기실적 실현 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,439.1	1,373.3	4.8	1,386.9	3.8	1,486.6	-3.2
영업이익	98.2	102.7	-4.4	95.2	3.1	117.1	-16.2
세전이익	93.1	98.4	-5.4	90.1	3.3	114.8	-18.9
지배순이익	58.1	67.2	-13.4	63.3	-8.2	79.4	-26.8

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한온 18·19년 실적, 시장 기대치 대비 소폭 하회 예상

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,858.3	5,911.0	-0.9	6,330.9	6,353.4	-0.4
영업이익	474.9	468.7	1.3	528.6	521.3	1.4
세전이익	454.5	460.3	-1.3	511.6	520.5	-1.7
순이익	322.2	324.2	-0.6	360.5	368.2	-2.1
영업이익률(%)	8.1	7.9	0.2%ppt	8.3	8.2	0.1%ppt
세전이익률(%)	7.8	7.8	0.0%ppt	8.1	8.2	-0.1%ppt
순이익률(%)	5.5	5.5	0.0%ppt	5.7	5.8	-0.1%ppt

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 Ford 판매 부진 · 상각비 부담 증가가 지속되는 이슈라는 점에서 연간 이익추정치 하향

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,585.7	5,858.3	6,330.9
매출액 - 기존 추정	5,585.7	5,910.1	6,460.5
% change	0.0%	-0.9%	-2.0%
영업이익 - 신규 추정	468.4	474.9	528.6
영업이익 - 기존 추정	468.4	490.9	543.8
% change	0.0%	-3.2%	-2.8%
세전이익 - 신규 추정	421.5	454.5	511.6
세전이익 - 기존 추정	421.5	475.4	532.1
% change	0.0%	-4.4%	-3.9%
지배주주 순이익 - 신규 추정	288.6	322.2	360.5
지배주주 순이익 - 기존 추정	288.6	336.6	375.2
% change	0.0%	-4.3%	-3.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	540.6	603.6	675.4
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	540.6	630.6	703.0
% change	0.0%	-4.3%	-3.9%

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,449.0	1,373.3	1,338.9	1,424.5	1,386.9	1,439.1	1,442.1	1,590.2	5,585.7	5,858.3	6,330.9
(% YoY)	1.5	-7.9	4.4	-5.1	-4.3	4.8	7.7	11.6	-2.1	4.9	8.1
OP	127.2	102.7	100.7	137.9	95.2	98.2	117.8	163.8	468.4	474.9	528.6
(% YoY)	21.3	8.1	-5.6	18.8	-25.1	-4.4	16.9	18.8	10.9	1.4	11.3
RP	103.2	98.4	101.2	118.7	90.1	93.1	112.7	159.0	421.5	454.5	511.6
(% YoY)	-0.9	11.7	-0.6	-2.4	-12.7	-5.4	11.4	33.9	1.4	7.8	12.5
NP	71.4	67.2	73.3	76.7	63.3	58.1	79.5	121.5	288.6	322.2	360.5
(% YoY)	4.2	11.8	6.3	-18.9	-11.3	-13.4	8.5	58.3	-1.2	11.7	11.9
OP margin (%)	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.8	8.2	10.3	8.4	8.1	8.3
RP margin (%)	7.1	7.2	7.6	8.3	6.5	6.5	7.8	10.0	7.5	7.8	8.1
NP margin (%)	4.9	4.9	5.5	5.4	4.6	4.0	5.5	7.6	5.2	5.5	5.7

자료: 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 18년 EPS 추정치에 Denso 공조부문 가중평균 PER 적용해 적정주가 14,000원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a) - Denso 공조 및 열관리 사업부문 PER	23.6배
한온시스템 2018E EPS (원, b)	604원
Fair Value (원, c = a x b)	14,234원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	14,000원
현재 주가 (7월 2일 기준 증가)	10,500원
괴리율 (%)	33.3%

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표7 Denso의 공조 및 열관리 사업과 일반 부품 사업 간의 매출비중 차이에 근거한 가중평균 PER 밸류에이션을 산출 (적정 PER 23.6배)

(% , 배)	Denso의 사업부별 매출 비중		현재 Denso PER	사업부별 적용 PER	
	기타	공조 및 열관리	Bloomberg 기준	기타	공조 및 열관리
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e = (c- a / 100 x d) x 100 / b)
Denso	71.6	28.4	13.5	9.5	23.6

참고: 적정 PER 산정은 Denso 가 현재 거래되고 있는 PER 값에 각 사업부의 가치가 가중 평균되어 있다고 가정하고, 기타 사업의 가치를 배제한 공조 사업 만이 지닌 PER 값을 확인한 것

자료: Denso, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표8 Denso 일반 부품 사업 PER은 글로벌 부품사 18E 평균 PER 9.5배 적용

기업명	시가총액 (조원)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
현대모비스	20.6	8.7	7.4	0.7	0.6	4.8	3.9	7.7	8.4
현대위아	1.1	16.3	7.5	0.3	0.3	4.7	3.7	1.8	4.3
만도	1.8	11.2	8.9	1.2	1.1	5.5	4.9	11.7	13.3
에스엘	0.6	8.5	6.3	0.6	0.6	4.5	3.6	7.4	9.2
S&T모티브	0.5	8.9	6.9	0.6	0.6	3.0	2.2	7.3	8.9
평화정공	0.2	3.9	5.4	0.4	0.3	1.9	1.5	9.3	6.3
Lear	13.7	9.5	8.7	2.8	2.4	5.3	5.0	27.8	25.7
Magna	22.7	8.2	7.6	1.6	1.4	5.2	5.0	21.1	21.7
Delphi	4.5	9.2	8.5	8.9	5.1	6.4	5.6	169.4	88.3
Tenneco	2.5	6.0	5.4	3.0	2.2	3.9	3.7	46.6	38.3
BorgWarner	10.1	9.8	9.1	2.0	1.8	5.7	5.2	22.1	20.6
Cummins	24.4	9.9	9.4	2.7	2.4	6.3	5.9	26.5	24.6
Aisin Seiki	15.0	9.6	8.9	1.0	0.9	4.2	3.8	10.4	10.5
Sumitomo Electric	13.2	10.2	9.4	0.8	0.7	5.2	4.7	8.1	8.2
JTEKT	5.2	9.0	8.3	0.9	0.9	4.7	4.2	10.7	11.0
Toyota Boshoku	3.8	9.0	8.3	1.3	1.1	3.0	2.7	15.1	14.9
Continental	50.7	11.8	10.7	2.1	1.8	5.8	5.2	18.6	18.2
Schaeffler	9.7	7.2	6.5	2.3	1.8	4.0	3.7	36.6	31.9
Hella	6.9	12.2	11.2	1.9	1.7	5.0	4.6	16.5	15.9
Faurecia	11.0	11.3	10.3	2.2	1.9	4.3	3.9	20.0	19.2
Valeo	14.6	11.1	9.6	2.2	1.9	5.3	4.6	20.2	20.2
Average		9.5	8.3	1.8	1.5	5.2	4.6	17.3	16.9

주: 평균값은 최대치-최소치를 제외한 Trimmean을 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

한온시스템(018880)

IncomeStatement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,703.7	5,585.7	5,858.3	6,330.9	6,668.8
매출액증가율(%)	2.6	-2.1	4.9	8.1	5.3
매출원가	4,804.8	4,639.4	4,879.9	5,259.8	5,529.4
매출총이익	898.9	946.2	978.4	1,071.1	1,139.5
판매관리비	476.3	477.8	503.4	542.6	571.9
영업이익	422.5	468.4	474.9	528.6	567.6
영업이익률	7.4	8.4	8.1	8.3	8.5
금융손익	-22.0	-13.7	-14.1	-22.6	-23.3
종속/관계기업손익	9.0	8.5	5.4	5.6	5.9
기타영업외손익	-6.9	-46.9	-20.4	-17.0	-17.4
세전계속사업이익	415.7	421.5	454.5	511.6	550.2
법인세비용	111.9	123.1	122.7	138.1	148.6
당기순이익	303.8	298.4	331.8	373.4	401.6
지배주주지분순이익	292.1	288.6	322.2	360.5	388.0

StatementofCashFlow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	389.2	566.7	572.1	631.7	669.7
당기순이익(손실)	303.8	298.4	332.1	373.4	401.6
유형자산상각비	175.8	180.6	205.6	240.8	245.0
무형자산상각비	10.4	20.9	27.3	31.3	35.2
운전자본의증감	-204.9	-31.4	-45.2	-45.1	-44.5
투자활동현금흐름	-451.9	-346.5	-429.3	-727.6	-427.0
유형자산의증가(CAPEX)	-249.7	-322.1	-450.0	-450.0	-270.0
투자자산의감소(증가)	-2.0	-3.0	-14.2	-35.8	-7.2
재무활동현금흐름	48.3	-56.2	-122.6	143.9	-208.3
차입금의증감	247.9	115.2	37.5	325.4	-10.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-22.0	142.1	27.7	48.0	34.3
기초현금	448.5	426.5	567.3	594.9	642.9
기말현금	425.2	567.3	594.9	642.9	677.3

BalanceSheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151.0	2,241.3	2,280.3	2,471.5	2,595.9
현금및현금성자산	425.2	567.3	594.9	642.9	677.3
매출채권	930.9	883.1	925.6	968.6	987.0
재고자산	429.7	468.6	445.3	496.4	529.8
비유동자산	1,708.8	1,878.3	2,212.0	2,510.8	2,618.7
유형자산	1,178.1	1,262.0	1,507.1	1,717.0	1,742.8
무형자산	350.3	437.7	518.6	595.6	668.7
투자자산	98.7	118.7	124.4	134.5	141.7
자산총계	3,859.7	4,119.6	4,492.3	4,982.3	5,214.6
유동부채	1,463.4	1,299.5	1,560.9	1,873.1	1,924.4
매입채무	700.3	732.9	739.4	759.7	766.9
단기차입금	301.3	133.8	200.7	210.8	221.3
유동성장기부채	0.0	0.0	160.0	160.0	160.0
비유동부채	511.4	788.6	773.7	760.3	737.1
사채	299.3	598.9	449.2	426.7	405.4
장기차입금	26.4	9.2	147.5	154.9	154.9
부채총계	1,974.8	2,088.1	2,334.7	2,633.4	2,661.5
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-23.1	-22.4	-22.4	-23.1	-23.1
기타포괄이익누계액	-139.3	-126.1	-126.1	-126.1	-126.1
이익잉여금	1,936.6	2,073.8	2,200.0	2,392.0	2,596.1
비지배주주지분	57.3	52.8	52.8	52.8	52.8
자본총계	1,884.9	2,031.4	2,157.7	2,348.9	2,553.1

KeyFinancialData

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	10,685	10,464	10,975	11,860	12,493
EPS(지배주주)	547	541	604	675	727
CFPS	796	1,063	1,115	1,204	1,269
EBITDAPS	1,140	1,255	1,326	1,500	1,588
BPS	3,424	3,707	3,943	4,302	4,684
DPS	225	305	340	370	400
배당수익률(%)	2.1	2.9	3.2	3.5	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	19.2	19.4	17.4	15.5	14.4
PCR	11.7	11.4	10.1	8.9	8.4
PSR	10,685	10,464	10,975	11,860	12,493
PBR	3.1	2.8	2.7	2.4	2.2
EBITDA	608.7	669.9	707.9	800.7	847.8
EV/EBITDA	9.5	8.5	8.3	7.3	6.8
KeyFinancialRatio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	15.2	15.8	17.5	16.2
EBITDA 이익률	10.7	12.0	12.1	12.6	12.7
부채비율	33.3	36.5	44.4	40.5	36.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	2,025.2	2,368.2	2,354.1	2,568.4	2,704.0
매출채권회전율(x)	5.9	6.2	6.5	6.7	6.8
재고자산회전율(x)	14.0	12.4	12.8	13.4	13.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성,이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.11	기업브리프	Hold	9,000	김준성	27.1	48.3	
2016.10.11	기업브리프	Hold	10,500	김준성	-3.5	15.7	
2017.02.15	기업브리프	Hold	9,500	김준성	2.4	20.5	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	12,000	김준성	0.4	9.6	
2017.10.16	기업브리프	Buy	15,000	김준성	-12.6	-3.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김준성	-17.4	-12.5	
2018.02.12	기업브리프	Buy	16,000	김준성	-21.2	-12.5	
2018.04.16	산업분석	Buy	16,000	김준성	-24.9	-12.5	
2018.07.03	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-	-	