

# 한온시스템 (018880)

## 자동차부품

남정미



02 3770 5587  
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>14,500원 (M)</b>
현재주가 (11/13)	<b>10,800원</b>
상승여력	<b>34%</b>

시가총액	57,650억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	131억원
60일 평균 거래량	1,105,735주
52주 고	14,150원
52주 저	9,760원
외인지분율	18.89%
주요주주	한엔코오토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.5)	(9.6)	(18.8)
상대	(2.4)	(1.9)	(0.8)
절대(달려환산)	(6.7)	(9.6)	(19.7)

## 2019년 실적 가이드스: 매출 5% 성장

### 3분기 영업이익 820억원으로 컨센서스 하회

한온시스템 3Q18 매출 1조 4,198억원(YoY+6.0%), 영업이익 820억원(YoY-18.6%)으로 컨센서스를 20% 하회하였다. 3분기 매출은 원화강세 영향(1.7% 감소효과)에도 불구하고 볼륨이 확대(7.7% 증가효과)되며 증가하였다. 고객사별로 살펴보면 포드 및 폭스바겐이 15%, 18% 감소하였다. 그러나 HMG 10%, 북미 전기차OEM 60%, 고객다변화 지속에 따른 영향으로 기타 고객군향 매출이 16% 늘어나며 주요 고객 매출 감소분을 만회하였다. 영업이익률은 5.8%로 전년대비 1.7%p 감소하였다. 수익성 악화의 주 요인은 신규 프로그램 관련 감가상각비·상각비가 전년대비 62억원 증가하고, 중국공장 가동률 부진(5~60% 수준), 주요 고객사 판매 부진에 따른 제품Mix 악화 등에 따른 매출원가 증가에 기인한다. 3분기까지 수주실적은 15억달러로 이 중 New-win은 3억달러이며, 친환경차량 관련이 69%를 차지하였다. 또한 HMG, Ford를 제외한 고객군에서 받은 수주가 74%에 달한다.

### 4분기 실적 개선 및 2019년은 5% 성장(사업부인수 효과 제외) 제시

4분기 영업이익은 1,364억원(YoY-1.1%)으로 북미지역 위주의 실적 개선 지속 및 유럽지역 매출 회복을 통한 실적 개선을 기대한다. 북미 전기차 OEM 판매가 본격화되는 가운데, 현대차그룹 SUV 확대로 북미지역 수익성 개선이 지속될 전망이다. 또한, 실적부진 요인인 폭스바겐 판매량 감소는 WLTP(세계표준자동차시험방식) 도입에 따른 인증 지연 등 일회성 요인으로 4분기에는 전분기 대비 감소폭이 축소될 전망이다.

동사는 2019년 가이드스로 매출 6.2조원, 영업이익 4,800억원을 제시하였다. 이는 전년 대비 매출 5% 증가, 수익성 0.4%p 개선된 수치이다. 2019년 매출 상위 고객사의 판매량이 둔화될 것으로 전망하는 가운데, 올해와 같이 고객 다변화를 통해 매출 성장을 이어갈 것으로 전망된다. 지난 9월에 발표한 FP&C Magna 인수 일정은 내년 2월에 마무리되며 2분기부터는 연결로 반영될 전망이다(표3 참고). 다만 인수·통합에 따른 일회성 비용(350억원) 발생으로 2019년 사업부 양수에 따른 이익 증가분은 제한적이며(EPS 40원 증가), 이익은 2020년부터 본격적으로 반영될 것으로 판단한다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 14,500원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 3분기 실적은 부진하였으나, 고객사 판매량 회복 전망에 따른 4분기 실적 개선이 예상되고, 2019년 고객 다변화 지속에 따른 이익성장을 전망한다. 3분기 분기배당금은 80원으로 배당성향이 64%에 달한다. 연간 DPS는 320원으로 배당수익률 3.0% 수준이다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,198	6.0	-6.5	14,243	-0.3
영업이익	820	-18.6	-18.7	1,029	-20.3
세전계속사업이익	748	-26.0	-23.1	1,027	-27.2
지배순이익	532	-27.4	-24.3	716	-25.7
영업이익률 (%)	5.8	-1.7 %pt	-0.8 %pt	7.2	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.7	-1.8 %pt	-0.9 %pt	5.0	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	57,037	55,857	58,644	74,213
영업이익	4,225	4,684	4,144	5,317
지배순이익	2,921	2,886	2,811	3,385
PER	28.1	20.1	20.5	17.0
PBR	4.5	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.8	8.9	9.4	9.0
ROE	16.4	15.2	13.9	15.6

자료: 유안타증권

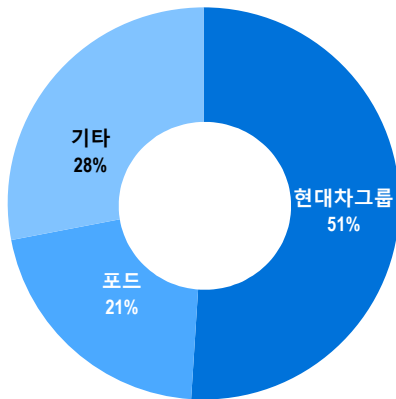
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18 P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	15,184	14,198	15,393	55,857	58,644	74,213
YoY Growth(%)	1.5%	-7.9%	4.4%	-5.1%	-4.3%	10.6%	6.0%	8.1%	-2.1%	5.0%	26.5%
영업이익	1,272	1,027	1,007	1,379	952	1,008	820	1,364	4,684	4,144	5,317
YoY Growth(%)	21.3%	8.1%	-5.6%	18.8%	-25.1%	-1.8%	-18.6%	-1.1%	10.9%	-11.5%	28.3%
세전이익	1,032	984	1,012	1,187	901	974	748	1,319	4,215	3,942	4,736
YoY Growth(%)	-0.9%	11.7%	-0.6%	-2.4%	-12.7%	-1.1%	-26.0%	11.1%	1.4%	-6.5%	20.2%
당기순이익	742	693	762	787	656	728	554	977	2,984	2,915	3,506
YoY Growth(%)	2.6%	8.4%	3.5%	-16.2%	-11.6%	5.1%	-27.3%	24.1%	-1.8%	-2.3%	20.3%
영업이익률	8.8%	7.5%	7.5%	9.7%	6.9%	6.6%	5.8%	8.9%	8.4%	7.1%	7.2%
YoY Change(%)	1.4%p	1.1%p	-0.8%p	2.0%p	-1.9%p	-0.8%p	-1.7%p	-0.8%p	1.0%p	-1.3%p	0.1%p
당기순이익률	5.1%	5.0%	5.7%	5.5%	4.7%	4.8%	3.9%	6.3%	5.3%	5.0%	4.7%
YoY Change(%)	0.1%p	0.8%p	0.0%p	-0.7%p	-0.4%p	-0.3%p	-1.8%p	0.8%p	0.0%p	-0.4%p	-0.2%p

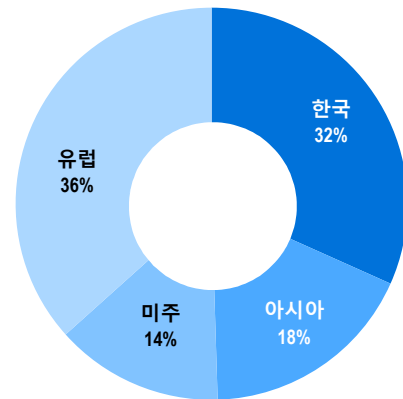
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(3Q18 YTD)



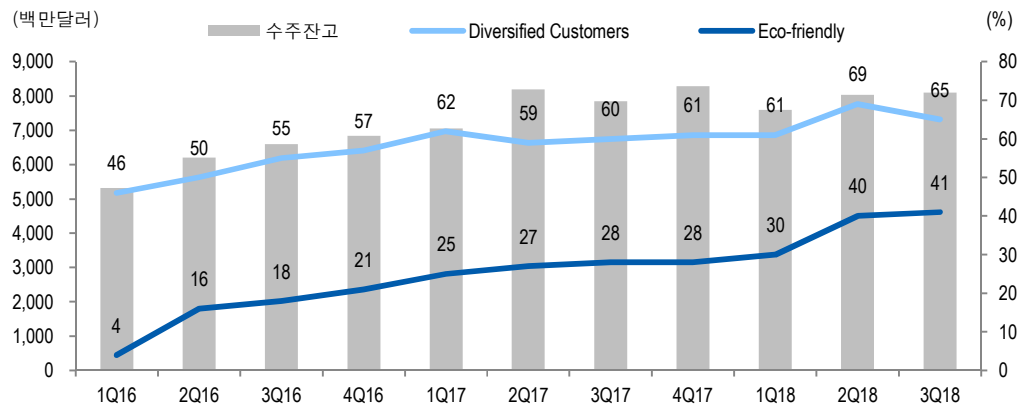
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(3Q18 YTD)



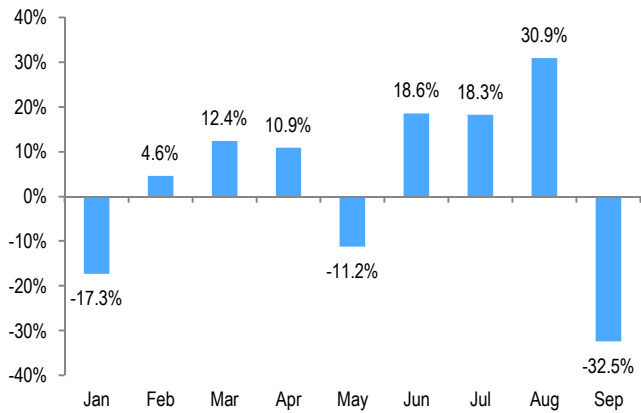
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



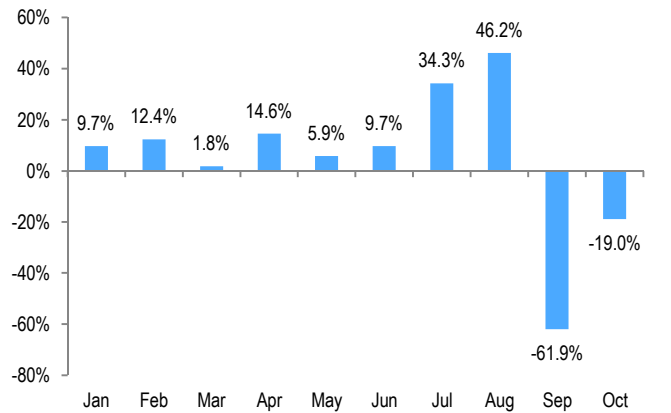
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 폭스바겐그룹 2018년 월별 유럽판매량 증감 추이(ACEA 기준)



자료: ACEA, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 폭스바겐 2018년 월별 독일판매량 증감 추이(Marklines 기준)



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2018년 한온시스템 연간 실적기이던스 변경

(단위: 십억원)

	기존	변경
매출	5900	5900
EBITDA	750	700~710
영업이익	480	430~440
Capital Spending	450	450

자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 2019년 한온시스템 연간 실적기이던스

(단위: 십억원)

	기존 사업부	FP&C 포함
매출	6,200	7,500
EBITDA	810	940
영업이익	480	540
Capital Spending	400~450	450~500

자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	57,037	55,857	58,644	74,213	80,983
매출원가	48,048	46,394	49,516	63,247	68,267
매출충이익	8,989	9,462	9,128	10,966	12,716
판매비	4,763	4,778	4,984	5,649	6,038
영업이익	4,225	4,684	4,144	5,317	6,678
EBITDA	6,087	6,699	6,805	8,496	11,173
영업외손익	-69	-469	-202	-581	-672
외환관련손익	-31	-265	-25	-24	-24
이자손익	-153	-111	-175	-552	-645
관계기업관련손익	90	85	73	75	77
기타	25	-179	-75	-80	-80
법인세비용차감전순이익	4,157	4,215	3,942	4,736	6,006
법인세비용	1,119	1,231	1,027	1,230	1,560
계속사업순이익	3,038	2,984	2,915	3,506	4,446
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	2,915	3,506	4,446
지배지분순이익	2,921	2,886	2,811	3,385	4,293
포괄순이익	2,771	3,173	2,915	3,506	4,446
지배지분포괄이익	2,665	3,106	2,852	3,431	4,351

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	21,510	22,413	24,786	31,952	34,685
현금및현금성자산	4,252	5,673	4,591	5,004	6,458
매출채권 및 기타채권	10,339	9,572	11,933	15,480	16,369
재고자산	4,297	4,686	5,285	6,990	7,380
비유동자산	17,088	18,783	22,229	33,841	34,047
유형자산	11,781	12,620	15,241	21,049	20,496
관계기업 등 지분관련자산	950	966	966	966	966
기타투자자산	37	220	58	133	210
자산총계	38,597	41,196	47,015	65,793	68,732
유동부채	14,634	12,995	16,660	20,573	20,770
매입채무 및 기타채무	10,218	10,514	11,425	15,578	15,775
단기차입금	3,013	1,338	1,843	1,603	1,603
유동성장기부채	0	0	1,599	1,599	1,599
비유동부채	5,114	7,886	8,698	21,765	21,768
장기차입금	264	92	1,502	1,502	1,502
사채	2,993	5,989	5,392	18,392	18,392
부채총계	19,748	20,881	25,358	42,338	42,539
지배지분	18,276	19,787	20,802	22,478	25,063
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-214	-214	-214
이익잉여금	19,366	20,738	21,822	23,499	26,083
비지배지분	573	528	856	977	1,130
자본총계	18,849	20,314	21,658	23,455	26,193
순차입금	2,155	1,278	5,292	17,638	16,184
총차입금	6,610	7,561	10,342	23,102	23,102

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,892	5,667	4,253	5,578	7,785
당기순이익	3,038	2,984	2,915	3,506	4,446
감가상각비	1,758	1,806	2,330	2,737	3,962
외환손익	-76	76	25	24	24
종속, 관계기업 관련손익	-90	-85	-73	-75	-77
자산부채의 증감	-2,049	-314	-1,558	-1,031	-1,079
기타현금흐름	1,311	1,200	615	417	508
투자활동 현금흐름	-4,519	-3,465	-4,604	-16,216	-4,623
투자자산	0	-28	-28	-28	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-3,221	-3,402	-4,545	-3,409
유형자산 감소	192	294	294	294	294
기타현금흐름	-2,213	-510	-1,468	-11,937	-1,481
재무활동 현금흐름	483	-562	-736	11,052	-1,708
단기차입금	-469	-1,712	177	-240	0
사채 및 장기차입금	2,948	2,865	968	13,000	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,033	-1,715	-1,708	-1,708	-1,708
기타현금흐름	37	0	-173	0	0
연결범위변동 등 기타	-76	-218	5	0	0
현금의 증감	-220	1,421	-1,082	414	1,453
기초 현금	4,471	4,252	5,673	4,591	5,004
기말 현금	4,252	5,673	4,591	5,004	6,458
NOPLAT	4,225	4,684	4,144	5,317	6,678
FCF	404	1,796	765	1,538	4,951

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

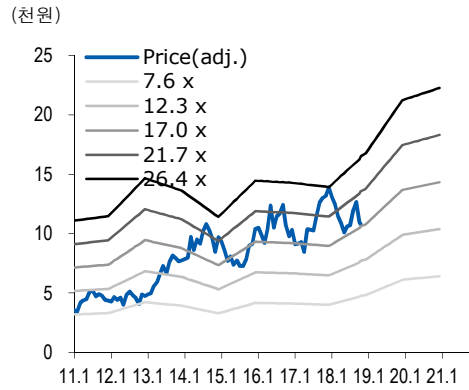
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

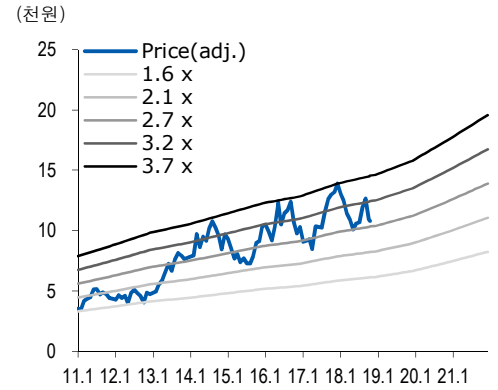
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	547	541	527	634	804
BPS	3,424	3,707	3,897	4,211	4,695
EBITDAPS	1,140	1,255	1,275	1,592	2,093
SPS	10,685	10,464	10,986	13,903	15,171
DPS	225	305	305	305	305
PER	28.1	20.1	20.5	17.0	13.4
PBR	4.5	2.9	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.8	8.9	9.4	9.0	6.7
PSR	1.4	1.0	1.0	0.8	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.6	-2.1	5.0	26.5	9.1
영업이익 증가율 (%)	17.5	10.9	-11.5	28.3	25.6
지배순이익 증가율 (%)	26.7	-1.2	-2.6	20.4	26.8
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	15.6	14.8	15.7
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.1	7.2	8.2
지배순이익률 (%)	5.1	5.2	4.8	4.6	5.3
EBITDA 마진 (%)	10.7	12.0	11.6	11.4	13.8
ROIC	16.1	15.6	12.6	11.5	11.8
ROA	8.0	7.2	6.4	6.0	6.4
ROE	16.4	15.2	13.9	15.6	18.1
부채비율 (%)	104.8	102.8	117.1	180.5	162.4
순차입금/자기자본 (%)	11.8	6.5	25.4	78.5	64.6
영업이익/금융비용 (배)	20.3	23.7	17.5	8.4	9.1

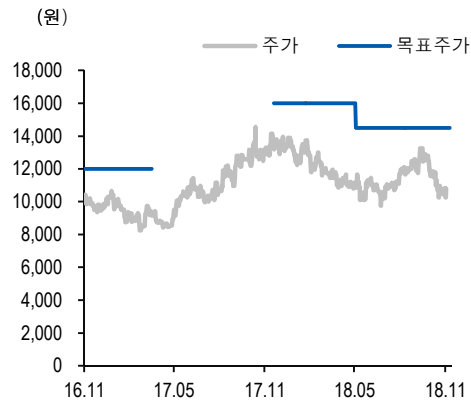
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-14	BUY	14,500	1년		
2018-05-14	BUY	14,500	1년		
2017-11-30	BUY	16,000	1년	-22.92	-12.81
2017-05-11	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-3.84	-
2016-05-11	HOLD	12,000	1년	-10.06	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.