

한온시스템 (018880)

4Q 부합 예상. FP&C 인수는 예정대로 진행 중

FP&C 인수와 친환경 부품군 성장에 집중

한온시스템에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 1.4만원을 유지한다. 2018년 4분기 실적은 중국 자동차 수요의 부진 여파로 기존 추정치 대비로는 낮겠지만, 최근 낮아진 시장 기대치에는 부합할 것으로 보인다. 2019년 1분기 실적에 FP&C 인수와 관련된 비용(300억원~350억원)이 반영되면서 단기 실적 모멘텀은 적겠지만, 이는 기업가치 상승을 수반하는 일회성 비용인 바 우려할 요인이 아니다. 오히려 FP&C 인수에 따른 긍정적 효과(EPS 증가와 ROE 상승, 그리고 아이템 다양화 등)와 친환경 부품군의 성장성에 집중해야 한다는 판단이다.

4Q18 Preview: 영업이익률 8.8% 예상

4분기 실적은 최근 낮아진 시장 기대치에 부합할 것으로 보인다(영업이익 기준 +2%). 매출액/영업이익은 각각 +10%/-1%(YoY) 변동한 1,56조원/1,367억원(영업이익률 8.8%, -0.9%p(YoY))으로 예상된다. 유럽 완성차 수요의 부진으로 VW 물량이 감소하겠지만, 전년 동기의 낮은 기저로 현대/기아의 물량이 증가하고, 미국 전기차 업체로의 물량은 신차 효과로 크게 증가한 것으로 추정한다. 지역 별로는 예상보다 수요가 약한 중국/유럽 매출액이 부진한 것으로 보인다. 영업이익률은 전년 동기 대비 하락하지만, 이는 전년 동기에 일회성 연구개발비 환입(113억원)이 있어 기저가 높고, 리스자산 상각으로 감가상각비가 증가한 영향(분기 약 100억원)이다. 일회성 요인을 제거한 기준으로 실질 영업이익의 증가율은 8%(YoY) 수준이다. 다만, 이는 3분기 실적 발표 후의 회사 가이드선보다는 낮은 것인데, 예상보다 중국 시장수요 감소폭이 크고 관련 단가하락도 부담이 되었기 때문이다.

FP&C 인수는 예정대로 진행 중

2018년 9월 계약을 체결한 Magna International의 FP&C(유압 제어) 사업부 인수는 예정대로 진행 중에 있다. 3월 말로 인수를 완료한다는 목표인데, 총 인수가액 12.3억 달러(1.4조원) 중 6,000억원은 사채, 9,000억원은 차입금으로 조달할 예정이고, 평균 이자율은 3% 수준이다. 영업양수와 관련된 외부평가기관의 실적추정에 의하면, FP&C 사업부의 2019년 매출액/영업이익은 약 1.8조원/1,500억원(영업이익률 8.5%) 수준이고, 관련 이자비용(약 420억원)을 반영할 경우 지배주주 순이익의 증가분은 약 770억원 수준이 될 것이다. 이는 한온시스템의 EPS를 약 24% 증가하게 하는 것이고, 기존 주주의 희석없이 진행되는 수익성 높은 사업이기 때문에 ROE에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 회사 측의 기대대로 기존 사업부와의 시너지 효과가 가시화된다면, 추가적인 기업가치 상승의 동인이 될 수 있는 바 관련 효과를 주시해야 할 것이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 14,000원 | CP(1월 14일): 11,300원

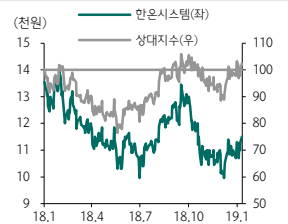
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.52
52주 최고/최저(원)	13,750/9,760
시가총액(십억원)	6,031.9
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	1,119.6
60일 평균 거래대금(십억원)	11.9
18년 배당금(예상, 원)	320
18년 배당수익률(예상, %)	2.96
외국인지분율(%)	18.56
주요주주 지분율(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어	19.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.1 3.7 (9.2)
상대	8.4 16.0 9.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,869.3	7,081.3
영업이익(십억원)	415.2	526.1
순이익(십억원)	290.4	362.0
EPS(원)	527	659
BPS(원)	3,933	4,264

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,703.7	5,585.7	5,886.9	6,139.8	6,446.8
영업이익	십억원	422.5	468.4	414.7	460.8	496.8
세전이익	십억원	415.7	421.5	394.8	440.7	467.0
순이익	십억원	292.1	288.6	282.0	314.8	333.6
EPS	원	547	541	528	590	625
증감률	%	26.6	(1.1)	(2.4)	11.7	5.9
PER	배	18.82	25.71	20.44	19.16	18.08
PBR	배	3.01	3.75	2.76	2.70	2.52
EV/EBITDA	배	9.51	11.35	8.91	8.33	7.78
ROE	%	16.36	15.16	13.86	14.56	14.41
BPS	원	3,424	3,707	3,915	4,185	4,490
DPS	원	225	305	320	320	320



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,449	1,373	1,339	1,424	1,387	1,518	1,420	1,562	5,704	5,586	5,887	6,140
(YoY)	1	(8)	4	(5)	(4)	11	6	10	3	(2)	5	4
한국	618	667	621	543	593	678	650	620	2,313	2,449	2,541	2,637
아시아	395	291	351	435	324	370	363	431	1,832	1,473	1,487	1,591
북미	279	288	264	252	264	277	291	319	1,045	1,081	1,151	1,221
유럽	671	629	616	689	716	756	624	734	2,443	2,605	2,830	2,904
연결조정	(513)	(502)	(514)	(495)	(510)	(563)	(508)	(542)	(1,970)	(2,023)	(2,123)	(2,214)
매출총이익	239	217	217	274	211	221	198	268	899	946	899	957
판관비	112	114	116	136	116	120	116	131	476	478	484	496
영업이익	127	103	101	138	95	101	82	137	423	468	415	461
(YoY)	21	8	(6)	19	(25)	(2)	(19)	(1)	18	11	(11)	11
한국	32	80	47	46	42	45	40	56	88	204	182	211
아시아	36	24	26	47	20	24	25	41	171	134	110	119
북미	12	12	12	7	9	6	(3)	10	63	42	21	24
유럽	45	(5)	6	35	19	23	22	29	38	81	94	102
연결조정	3	(9)	11	2	6	2	(3)	1	62	7	6	4
세전이익	103	98	101	119	90	97	75	133	416	422	395	441
순이익	74	69	76	79	66	73	55	98	304	298	292	326
지배주주순이익	71	67	73	77	63	70	53	95	292	289	282	315
Margin												
매출총이익률	16.5	15.8	16.2	19.2	15.2	14.6	14.0	17.2	15.8	16.9	15.3	15.6
영업이익률	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	5.8	8.8	7.4	8.4	7.0	7.5
순이익률	5.1	5.0	5.7	5.5	4.7	4.8	3.9	6.3	5.3	5.3	5.0	5.3

자료: 한온시스템, 하나금융투자

표 2. 한온시스템의 목표주가 계산

구분	2019년 순이익	목표P/E (배)	적정 시가총액	단위
한온시스템	324	20	6,482	십억원
FP&C	77	15	1,161	십억원
합산	402	19	7,643	십억원
주식수			533,800	천주
목표주가			14,000	원
현재주가			11,300	원
상승여력			24%	

자료: 한온시스템, 하나금융투자

추정 재무제표

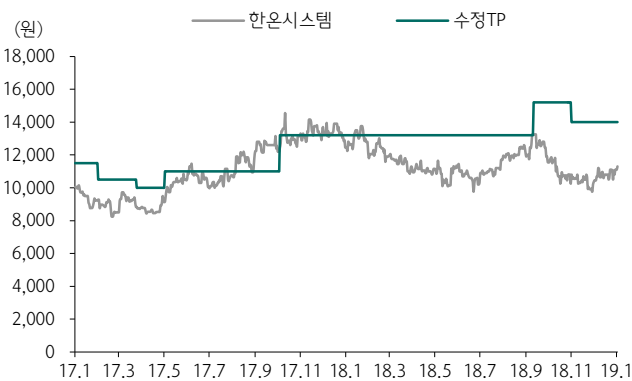
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,703.7	5,585.7	5,886.9	6,139.8	6,446.8
매출원가	4,804.8	4,639.4	4,988.3	5,183.1	5,436.8
매출총이익	898.9	946.3	898.6	956.7	1,010.0
판매비	476.3	477.8	484.0	495.9	513.2
영업이익	422.5	468.4	414.7	460.8	496.8
금융손익	(22.0)	(13.7)	(13.5)	(14.8)	(14.3)
중속/관계기업손익	9.0	8.5	8.9	9.4	9.8
기타영업외손익	6.1	(41.8)	(15.3)	(14.7)	(25.3)
세전이익	415.7	421.5	394.8	440.7	467.0
법인세	111.9	123.1	102.6	114.6	121.4
계속사업이익	303.8	298.4	292.1	326.1	345.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	303.8	298.4	292.1	326.1	345.6
비지배주주지분 순이익	11.6	9.8	10.1	11.3	12.0
지배주주순이익	292.1	288.6	282.0	314.8	333.6
지배주주지분포괄이익	266.5	310.6	285.9	319.2	338.2
NOPAT	308.8	331.6	306.9	341.0	367.6
EBITDA	608.7	669.9	682.2	764.3	803.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.6	(2.1)	5.4	4.3	5.0
NOPAT증가율	22.0	7.4	(7.4)	11.1	7.8
EBITDA증가율	14.1	10.1	1.8	12.0	5.2
영업이익증가율	17.5	10.9	(11.5)	11.1	7.8
(지배주주)순이익증가율	26.7	(1.2)	(2.3)	11.6	6.0
EPS증가율	26.6	(1.1)	(2.4)	11.7	5.9
수익성(%)					
매출총이익률	15.8	16.9	15.3	15.6	15.7
EBITDA이익률	10.7	12.0	11.6	12.4	12.5
영업이익률	7.4	8.4	7.0	7.5	7.7
계속사업이익률	5.3	5.3	5.0	5.3	5.4
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	547	541	528	590	625
BPS	3,424	3,707	3,915	4,185	4,490
CFPS	1,324	1,338	1,264	1,421	1,491
EBITDAPS	1,140	1,255	1,278	1,432	1,506
SPS	10,685	10,464	11,028	11,502	12,077
DPS	225	305	320	320	320
주가지표(배)					
PER	18.8	25.7	20.4	19.2	18.1
PBR	3.0	3.7	2.8	2.7	2.5
PCFR	7.8	10.4	8.5	8.0	7.6
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.9	8.3	7.8
PSR	1.0	1.3	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	16.4	15.2	13.9	14.6	14.4
ROA	8.0	7.2	6.7	7.2	7.2
ROIC	15.7	15.2	13.0	13.3	13.7
부채비율	104.8	102.8	100.6	96.7	93.1
순부채비율	12.3	6.5	12.2	12.5	6.8
이자보상배율(배)	20.3	23.7	19.8	22.0	23.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,151.0	2,241.3	2,203.2	2,252.2	2,460.1
금융자산	445.5	628.3	498.4	474.4	593.8
현금성자산	425.2	567.3	434.1	407.4	523.4
매출채권 등	1,033.9	957.2	1,049.3	1,094.3	1,149.0
재고자산	429.7	468.6	473.4	493.7	518.4
기타유동자산	241.9	187.2	182.1	189.8	198.9
비유동자산	1,708.8	1,878.3	2,092.3	2,244.2	2,268.8
투자자산	98.7	118.7	125.1	130.4	136.9
금융자산	3.7	22.0	23.2	24.2	25.4
유형자산	1,178.1	1,262.0	1,465.8	1,608.9	1,623.8
무형자산	350.3	437.7	441.4	444.9	448.0
기타비유동자산	81.7	59.9	60.0	60.0	60.1
자산총계	3,859.7	4,119.6	4,295.5	4,496.4	4,728.9
유동부채	1,463.4	1,299.5	1,355.5	1,404.8	1,464.7
금융부채	317.1	138.0	138.2	138.4	138.7
매입채무 등	1,021.8	1,051.4	1,108.1	1,155.7	1,213.5
기타비유동부채	124.5	110.1	109.2	110.7	112.5
비유동부채	511.4	788.6	798.5	806.1	815.2
금융부채	359.7	622.3	622.3	622.3	622.3
기타비유동부채	151.7	166.3	176.2	183.8	192.9
부채총계	1,974.8	2,088.1	2,154.0	2,210.9	2,280.0
지배주주지분	1,827.6	1,978.6	2,089.9	2,233.9	2,396.6
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(23.1)	(22.4)	(22.4)	(22.4)	(22.4)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(139.3)	(126.1)	(126.1)	(126.1)	(126.1)
이익잉여금	1,936.6	2,073.8	2,185.0	2,329.0	2,491.8
비지배주주지분	57.3	52.8	51.6	51.6	52.3
자본총계	1,884.9	2,031.4	2,141.5	2,285.5	2,448.9
순금융부채	231.3	132.0	262.1	286.2	167.1
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	389.2	566.7	538.4	618.8	646.7
당기순이익	303.8	298.4	292.1	326.1	345.6
조정	290.3	299.7	272.5	308.9	320.8
감가상각비	186.2	201.5	267.5	303.5	306.9
외환거래손익	(7.6)	7.6	13.4	14.3	18.1
지분법손익	(9.0)	(8.5)	(8.9)	(9.4)	(9.8)
기타	120.7	99.1	0.5	0.5	5.6
영업활동자산부채변동	(204.9)	(31.4)	(26.2)	(16.2)	(19.7)
투자활동 현금흐름	(451.9)	(346.5)	(500.5)	(474.4)	(354.4)
투자자산감소(증가)	0.9	(11.5)	(8.8)	(7.3)	(8.0)
유형자산감소(증가)	(230.6)	(292.7)	(450.0)	(425.0)	(300.0)
기타	(222.2)	(42.3)	(41.7)	(42.1)	(46.4)
재무활동 현금흐름	48.3	(56.2)	(170.6)	(170.6)	(170.6)
금융부채증가(감소)	266.3	83.5	0.2	0.2	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.7)	31.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(203.3)	(171.5)	(170.8)	(170.8)	(170.8)
현금의 증감	(22.0)	142.1	(133.2)	(26.8)	116.1
Unlevered CFO	706.7	714.2	674.7	758.3	795.8
Free Cash Flow	139.4	244.5	88.4	193.8	346.7

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.14	BUY	14,000		
18.9.24	Neutral	15,200	-24.70%	-15.13%
17.10.17	Neutral	13,200	-8.93%	10.23%
17.5.15	Neutral	11,000	0.37%	19.55%
17.4.7	Neutral	10,000	-12.72%	-5.00%
17.2.14	Neutral	10,500	-14.02%	-7.43%
17.1.22	Neutral	11,500	-19.84%	-15.13%
16.7.13	Neutral	10,500	3.53%	27.14%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

• 투자이전의 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(매도)_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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 01월 15일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.