

# 한온시스템

**HOLD(유지)**

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)

12,000원

현재주가(02/13)

12,750원

Up/Downside

-5.9%

2019. 02. 14

## 낮아진 기대치 상회

### News

**4Q18, 시장기대치 상회:** 한온시스템의 4Q18 실적은 매출액 1조 6,125억원(+13.2%YoY, +13.6% QoQ), 영업이익 1,558억원(+13.0%YoY, +90.0%QoQ)으로 중국 법인에 대한 우려로 낮아진 시장기대치를 상회했다. 중국 법인의 매출은 고객사의 물량 감소로 전년 동기 대비 24% 감소했지만, 한국 및 북미 공장의 물량 증가가 이를 상쇄했다. 4Q18 현대차그룹향 매출은 전년 대비 22% 증가하며 Tesla향(+69%YoY) 매출과 함께 물량 성장을 이끌었다. 중국 법인의 가동률 하락으로 매출총이익률은 전년 대비 부진했지만 물량 증가와 비용 통제에 의한 판관비의 감소로 전년과 비슷한 수준의 영업이익률을 기록했다.

### Comment

**불확실한 19년 전망:** 동사의 19년 가이던스는 매출액 6.2조원 영업이익 4,800억원으로, 18년 영업이익 대비 11% 이상 증가해야 달성 가능한 수치이다. 수익성이 높은 중국 시장의 수요가 19년에도 큰 폭의 반등을 기대하기 어렵고 유럽 역시 19년 상반기까지 WLTP 영향에 의한 생산 감소가 지속될 것으로 예상된다. 북미 지역의 경우 18년 대비 역성장이 예견되고 있다. 전방 산업의 수요둔화는 결국 동사의 실적에 악영향을 줄 수 밖에 없다. 19년 실적에 대한 기대치를 낮출 필요가 있다.

### Action

**멀티플에 대한 고민 지속:** FP&C 인수효과를 감안한 동사의 19년 영업이익 추정치는 5,300억원을 이지만 인수 관련 차입금 증가에 의한 이자 비용의 증가로 자배주주순이익의 증가는 미미할 전망이다. 이에 따라 동사의 19년 FWD PER는 FP&C 연결 이후에도 20배 이상으로 예상된다. 투자 의견 상향을 위해서는 xEV 판매 비중 증가에 의한 ASP 상승 효과의 확인이나 경쟁사들 대비 수주의 우위와 같은 변화가 필요하다. 투자의견을 HOLD로 유지한다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

### Stock Data

FYE Dec	2016	2017	2018P	2019E	2020E	52주 최저/최고	9,760/13,250원
<b>매출액</b>	5,704	5,586	5,938	6,176	6,432	KOSDAQ /KOSPI	740/2,201pt
(증가율)	2.6	-2.1	6.3	4.0	4.1	시가총액	68,060억원
영업이익	423	468	434	469	499	60일-평균거래량	1,163,106
(증가율)	17.5	10.9	-7.4	8.0	6.5	외국인지분율	18.5%
<b>자배주주순이익</b>	292	289	275	320	341	60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
EPS	547	541	515	599	639	<b>주요주주</b>	한앤코오토팔딩스 50.5%
PER (H/L)	26.5/16.0	27.2/14.8	21.0	21.3	20.0	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	4.2/2.5	4.0/2.2	2.8	3.0	2.8	한온시스템(좌)	KOSPI지수대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	12.2/8.3	11.9/6.8	8.7	9.5	8.8	0	0
영업이익률	7.4	8.4	7.3	7.6	7.8	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	16.4	15.2	13.5	14.7	14.6	절대기준	14.9 18.1 8.1
						상대기준	8.3 11.1 17.6

도표 1. 한온시스템 4Q18 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	4Q18P	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,612	1,552	3.9	1,547	4.3
영업이익	156	133	17.0	135	15.8
(영업이익률)	9.7	8.6	1.1	8.7	1.0
지배주주순이익	91	75	21.1	93	-2.1
(지배주주순이익률)	5.6	4.8	0.8	6.0	-0.4

자료: 한온시스템 DB금융투자

도표 2. 한온시스템 4Q18 상세 실적 요약

(단위: 십억원, %, %pt)

	4Q18P	4Q17	YoY	3Q18	QoQ
매출액	1,612	1,424	13.2	1,420	13.6
영업이익	156	138	13.0	82	90.0
영업이익률	9.7	9.7	0.0	5.8	3.9
지배주주순이익	91	77	18.4	53	70.8
(지배주주순이익률)	5.6	5.4	0.2	3.7	1.9

자료: 한온시스템 DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,151</b>	<b>2,241</b>	<b>2,381</b>	<b>2,547</b>	<b>2,738</b>
현금및현금성자산	425	567	528	460	471
매출채권및기타채권	1,034	957	1,095	1,164	1,221
재고자산	430	469	432	461	487
<b>비유동자산</b>	<b>1,709</b>	<b>1,878</b>	<b>1,917</b>	<b>1,963</b>	<b>2,020</b>
유형자산	1,178	1,262	1,322	1,386	1,460
무형자산	350	438	417	398	381
투자자산	99	119	119	119	119
<b>자산총계</b>	<b>3,860</b>	<b>4,120</b>	<b>4,298</b>	<b>4,510</b>	<b>4,757</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,463</b>	<b>1,299</b>	<b>1,360</b>	<b>1,408</b>	<b>1,470</b>
매입채무및기타채무	1,022	1,051	1,112	1,160	1,221
단기应付금및단기차채	301	134	134	134	134
유동성장기부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>511</b>	<b>789</b>	<b>789</b>	<b>789</b>	<b>789</b>
사채및장기차입금	326	608	608	608	608
<b>부채총계</b>	<b>1,975</b>	<b>2,088</b>	<b>2,148</b>	<b>2,196</b>	<b>2,258</b>
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,937	2,074	2,186	2,343	2,521
비자매주주지분	57	53	59	66	73
<b>자본총계</b>	<b>1,885</b>	<b>2,031</b>	<b>2,150</b>	<b>2,314</b>	<b>2,499</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>389</b>	<b>567</b>	<b>448</b>	<b>455</b>	<b>570</b>
당기순이익	304	298	281	327	348
현금유동이 없는 비용 및 수익	403	416	366	405	432
유형 및 무형자산상각비	186	202	256	279	298
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-205</b>	<b>-31</b>	<b>-100</b>	<b>-163</b>	<b>-87</b>
매출채권및기타채권의감소	59	-24	-138	-69	-57
재고자산의감소	-69	-56	37	-29	-27
매입채무및기타채무의증가	-5	77	60	48	62
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-452</b>	<b>-347</b>	<b>-303</b>	<b>-339</b>	<b>-376</b>
CAPEX	-250	-322	-295	-325	-355
투자자산의순증	1	-11	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>48</b>	<b>-56</b>	<b>-184</b>	<b>-184</b>	<b>-184</b>
사채및원금의증가	266	84	0	0	0
자본금 및 자본잉여금의증가	0	1	0	0	0
배당금지급	-203	-171	-163	-163	-163
기타현금흐름	-8	-22	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-22</b>	<b>142</b>	<b>-39</b>	<b>-68</b>	<b>11</b>
기초현금	447	425	567	528	460
기말현금	425	567	528	460	471

자료: 한은시스템 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,704</b>	<b>5,586</b>	<b>5,938</b>	<b>6,176</b>	<b>6,432</b>
매출원가	4,805	4,639	5,026	5,187	5,391
<b>매출총이익</b>	<b>899</b>	<b>946</b>	<b>912</b>	<b>989</b>	<b>1,041</b>
판관비	476	478	478	521	542
영업이익	423	468	434	469	499
EBITDA	609	670	690	748	797
<b>영업외손익</b>	<b>-7</b>	<b>-47</b>	<b>-54</b>	<b>-27</b>	<b>-28</b>
금융순익	-22	-14	-26	-27	-28
투자순익	9	9	0	0	0
기타영업외손익	6	-42	-28	0	0
<b>세전이익</b>	<b>416</b>	<b>422</b>	<b>380</b>	<b>442</b>	<b>471</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>304</b>	<b>298</b>	<b>281</b>	<b>327</b>	<b>348</b>
자비주주지분순이익	292	289	275	320	341
비자매주주지분순이익	12	10	6	7	7
<b>총포괄이익</b>	<b>277</b>	<b>317</b>	<b>281</b>	<b>327</b>	<b>348</b>
증감률(%YoY)					
매출액	2.6	-2.1	6.3	4.0	4.1
영업이익	17.5	10.9	-7.4	8.0	6.5
EPS	26.7	-1.2	-4.7	16.4	6.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	547	541	515	599	639
BPS	3,424	3,707	3,917	4,211	4,545
DPS	225	305	305	305	305
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	18.8	25.7	21.0	21.3	20.0
P/B	3.0	3.7	2.8	3.0	2.8
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.7	9.5	8.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.4	8.4	7.3	7.6	7.8
EBITDA마진	10.7	12.0	11.6	12.1	12.4
순이익률	5.3	5.3	4.7	5.3	5.4
ROE	16.4	15.2	13.5	14.7	14.6
ROA	8.3	7.5	6.7	7.4	7.5
ROI	16.0	15.5	14.4	14.4	14.3
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	104.8	102.8	99.9	94.9	90.4
이자보상배율(배)	20.3	23.7	20.7	22.4	23.8
배당성향(배)	39.5	54.6	58.0	49.8	46.7

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2019-01~07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
17/11/08	Hold	12,000	-	-	-	-	-

주: \*표는 담당자 변경

## 한온시스템 현주가 및 목표주가 차트

