

# 한온시스템 (018880)

## 자동차부품

남정미



02 3770 5587  
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (M)
현재주가 (2/13)	12,750원
상승여력	14%

시가총액	68,060억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	131억원
60일 평균 거래량	1,163,106주
52주 고	13,250원
52주 저	9,760원
외인지분율	18.53%
주요주주	한앤코오홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.9	18.1	8.1
상대	8.3	11.1	17.6
절대(달러환산)	14.3	19.3	4.5

## 컨센서스를 상회하는 양호한 실적 시현

### 4Q18 Review: 4분기 영업이익 1,558억원으로 컨센서스 상회

한온시스템 4Q18 매출 1조 6,125억원(YoY+13.2%), 영업이익 1,558억원(YoY+13.0%)으로 컨센서스를 14% 상회하였다. 4분기 매출은 지역별로 차별화된 모습을 보여주었다. 한국 및 북미지역이 전년 파업효과에 대한 기저효과 및 북미전기차 OEM 판매량 급증 등에 기인하여 각 26% 매출이 증가하였다. 반면, 중국지역은 시장 수요 감소의 영향으로 24% 감소하였다. 주요 고객사들도 현대차, 북미 OEM은 매출이 증가한 반면, 포드, 폭스바겐은 감소하였다. 4분기 단가인하 등에 따른 실적 악화에 대한 우려로 영업이익 컨센서스가 하향조정 되었으나, 제한적인 단가인하 진행, 판관비 등 비용절감 진행으로 영업이익은 컨센서스를 상회하였다. 유럽, 미주 지역의 수익성은 지속적으로 개선되고 있는 반면, 중국지역의 판매량 감소로 가동률이 하락하며 중국지역의 수익성도 악화되었다. 2018년 연간 수주실적은 16억달러로 목표치 15억달러를 달성하였다. 이 중 New-win은 7억달러이며, 친환경차량 관련이 63%를 차지하였다. HMG, Ford를 제외한 Diverse 고객군으로부터 받은 수주가 67%에 달한다.

### FP&C 인수 제외시 외형성장 4.4%, 매출 고객다변화 지속 전망

동사는 지난 3분기 실적 발표시 제시한 2019년 가이드스(매출 6.2조원, 영업이익 4,800억원)를 그대로 유지하였다. FP&C 부문 인수를 제외한 기준으로 포함시 매출은 7.5조원, 영업이익 5400억원이 예상된다. 인수와 관련된 비용(OP 150억원, 영업외 200억원)이 반영되며 이익 성장은 2020년부터 본격적으로 시현될 전망이다. 중국·유럽 등 글로벌 자동차산업의 불확실성 확대로 동사 주요 고객사인 현대차, 포드향 매출에 대한 리스크가 존재하나, 지속적인 고객 다변화로 방어할 것으로 전망한다. 현재 수주잔고 중 HMG, 포드를 제외한 Diverse 고객 비중이 65%를 차지하고 있다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 14,500원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 4분기 실적은 비용 통제를 통해 시장 기대치를 상회하였으나, 2019년 이익 전망치는 기존과 동일하게 유지하였다. 2019년 고객 다변화 지속에 따른 이익성장을 전망한다. 4분기 분기배당금은 80원으로 배당성향이 58%에 달한다. 연간 DPS는 320원으로 배당수익률 2.2% 수준이다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,125	13.2	13.6	15,499	4.0
영업이익	1,558	13.0	90.0	1,368	13.8
세전계속사업이익	1,174	-1.1	56.8	1,319	-11.0
지배순이익	908	18.4	70.8	927	-2.0
영업이익률 (%)	9.7	0	+3.9 %pt	8.8	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	5.6	+0.2 %pt	+1.9 %pt	6.0	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	57,037	55,857	59,376	74,213
영업이익	4,225	4,684	4,338	5,364
지배순이익	2,921	2,886	2,776	3,366
PER	19.4	20.1	20.8	19.6
PBR	3.1	2.9	2.8	3.0
EV/EBITDA	9.8	8.9	11.1	10.4
ROE	16.4	15.2	13.8	15.8

자료: 유안타증권

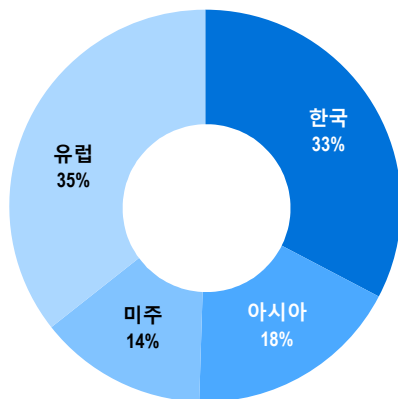
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18 P	1Q19 E	2Q19 E	3Q19E	4Q19E	2017	2018 P	2019E
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,743	19,882	19,230	20,358	55,857	59,376	74,213
YoY Growth(%)	-4.3%	10.6%	6.0%	13.2%	6.3%	30.9%	35.4%	26.3%	-2.1%	6.3%	25.0%
영업이익	952	1,008	820	1,558	1,092	1,369	1,378	1,525	4,684	4,338	5,364
YoY Growth(%)	-25.1%	-1.8%	-18.6%	13.0%	14.7%	35.8%	68.0%	-2.1%	10.9%	-7.4%	23.7%
세전이익	901	974	748	1,174	985	1,209	1,190	1,371	4,215	3,796	4,756
YoY Growth(%)	-12.7%	-1.1%	-26.0%	-1.1%	9.4%	24.2%	59.0%	16.8%	1.4%	-9.9%	25.3%
당기순이익	656	728	554	899	729	895	881	1,015	2,984	2,837	3,520
YoY Growth(%)	-11.6%	5.1%	-27.3%	14.2%	11.2%	22.9%	59.0%	12.9%	-1.8%	-4.9%	24.1%
영업이익률	6.9%	6.6%	5.8%	9.7%	7.4%	6.9%	7.2%	7.5%	8.4%	7.3%	7.2%
YoY Change(%)	-1.9%p	-0.8%p	-1.7%p	0.0%p	0.5%p	0.2%p	1.4%p	-2.2%p	1.0%p	-1.1%p	-0.1%p
당기순이익률	4.7%	4.8%	3.9%	5.6%	4.9%	4.5%	4.6%	5.0%	5.3%	4.8%	4.7%
YoY Change(%)	-0.4%p	-0.3%p	-1.8%p	0.1%p	0.2%p	-0.3%p	0.7%p	-0.6%p	0.0%p	-0.6%p	0.0%p

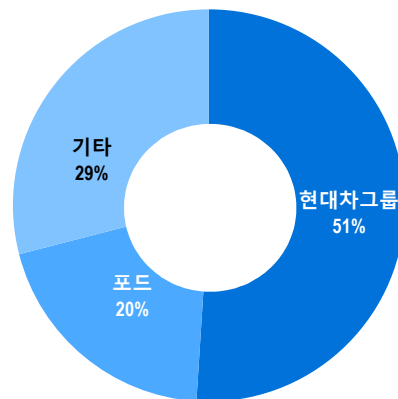
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(4Q18 YTD)



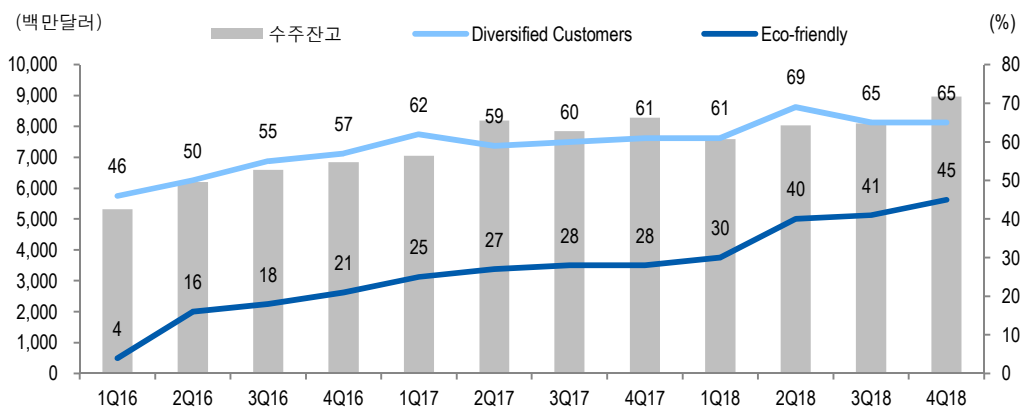
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(4Q18 YTD)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



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	59,376	74,213	80,983
매출원가	48,048	46,394	50,027	63,241	68,197
매출총이익	8,989	9,462	9,349	10,972	12,786
판매비	4,763	4,778	5,011	5,608	6,060
영업이익	4,225	4,684	4,338	5,364	6,726
EBITDA	6,087	6,699	6,654	8,312	11,040
영업외손익	-69	-469	-542	-629	-703
외환관련손익	-31	-265	-25	-24	-24
이자손익	-153	-111	-205	-567	-658
관계기업관련손익	90	85	57	59	60
기타	25	-179	-368	-95	-81
법인세비용차감전순이익	4,157	4,215	3,796	4,736	6,023
법인세비용	1,119	1,231	959	1,230	1,564
계속사업순이익	3,038	2,984	2,837	3,505	4,458
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	2,837	3,505	4,458
지배지분순이익	2,921	2,886	2,776	3,366	4,280
포괄손익	2,771	3,173	2,837	3,505	4,458
지배지분포괄이익	2,665	3,106	2,776	3,431	4,363

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	29,041	35,618	38,004
현금및현금성자산	4,252	5,673	10,153	11,277	9,861
매출채권 및 기타채권	10,339	9,572	13,273	15,897	18,706
재고자산	4,297	4,686	5,059	6,387	7,380
비유동자산	17,088	18,783	22,607	34,532	35,003
유형자산	11,781	12,620	15,573	21,627	21,279
관계기업 등 지분관련자산	950	966	966	966	966
기타투자자산	37	220	52	111	171
자산총계	38,597	41,196	51,648	70,150	73,007
유동부채	14,634	12,995	16,655	20,355	20,462
매입채무 및 기타채무	10,218	10,514	11,953	15,653	15,761
단기차입금	3,013	1,338	2,194	2,194	2,194
유동성장기부채	0	0	1,599	1,599	1,599
비유동부채	5,114	7,886	13,667	26,671	26,671
장기차입금	264	92	1,502	1,502	1,502
사채	2,993	5,989	10,538	23,538	23,538
부채총계	19,748	20,881	30,322	47,026	47,133
지배지분	18,276	19,787	20,526	22,183	24,755
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-231	-231	-231
이익잉여금	19,366	20,738	21,819	23,477	26,049
비지배지분	573	528	801	940	1,118
자본총계	18,849	20,314	21,326	23,123	25,874
순차입금	2,155	1,278	5,191	17,067	18,483
총차입금	6,610	7,561	15,833	28,833	28,833

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,892	5,667	4,664	6,146	5,018
당기순이익	3,038	2,984	2,837	3,505	4,458
감가상각비	1,758	1,806	1,983	2,491	3,757
외환손익	-76	76	25	24	24
종속, 관계기업 관련손익	-90	-85	-57	-59	-60
자산부채의 증감	-2,049	-314	-1,303	-248	-3,695
기타현금흐름	1,311	1,200	1,179	432	534
투자활동 현금흐름	-4,519	-3,465	-4,948	-16,314	-4,725
투자자산	0	-28	-28	-28	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-3,221	-3,671	-4,545	-3,409
유형자산 감소	192	294	294	294	294
기타현금흐름	-2,213	-510	-1,544	-12,035	-1,583
재무활동 현금흐름	483	-562	4,862	11,292	-1,708
단기차입금	-469	-1,712	856	0	0
사채 및 장기차입금	2,948	2,865	5,959	13,000	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,033	-1,715	-1,682	-1,708	-1,708
기타현금흐름	37	0	-271	0	0
연결범위변동 등 기타	-76	-218	-98	0	0
현금의 증감	-220	1,421	4,480	1,124	-1,416
기초 현금	4,471	4,252	5,673	10,153	11,277
기말 현금	4,252	5,673	10,153	11,277	9,861
NOPLAT	4,225	4,684	4,338	5,364	6,726
FCF	404	1,796	585	2,125	2,190

자료: 유안타증권

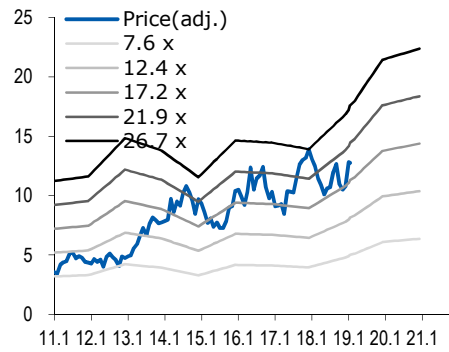
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	547	541	520	630	802
BPS	3,424	3,707	3,845	4,156	4,638
EBITDAPS	1,140	1,255	1,247	1,557	2,068
SPS	10,685	10,464	11,123	13,903	15,171
DPS	225	305	305	305	305
PER	19.4	20.1	20.8	19.6	15.4
PBR	3.1	2.9	2.8	3.0	2.7
EV/EBITDA	9.8	8.9	11.1	10.4	7.9
PSR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.6	-2.1	6.3	25.0	9.1
영업이익 증가율 (%)	17.5	10.9	-7.4	23.7	25.4
지배순이익 증가율 (%)	26.7	-1.2	-3.8	21.2	27.2
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	15.7	14.8	15.8
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.3	7.2	8.3
자배순이익률 (%)	5.1	5.2	4.7	4.5	5.3
EBITDA 마진 (%)	10.7	12.0	11.2	11.2	13.6
ROIC	16.1	15.6	13.5	11.9	11.8
ROA	8.0	7.2	6.0	5.5	6.0
ROE	16.4	15.2	13.8	15.8	18.2
부채비율 (%)	104.8	102.8	142.2	203.4	182.2
순차입금/자기자본 (%)	11.8	6.5	25.3	76.9	74.7
영업이익/금융비용 (배)	20.3	23.7	16.3	7.7	8.5

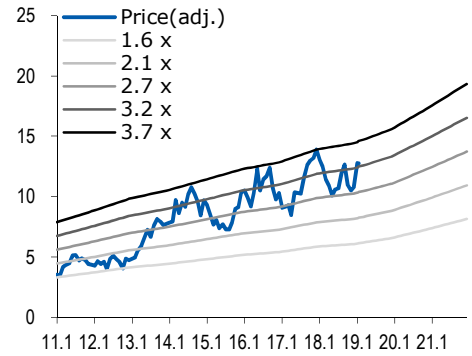
P/E band chart

(천원)

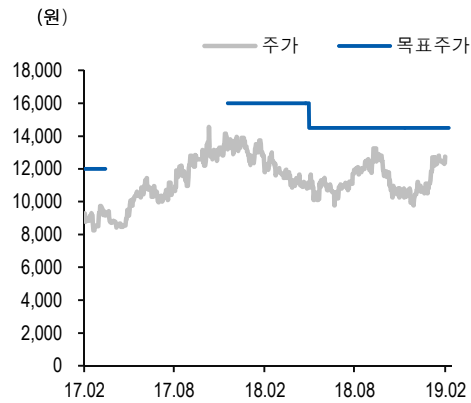


P/B band chart

(천원)



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-14	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)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-11

※ 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.