2019년 4월 17일 I Equity Research

한온시스템 (018880)

MEB가 기다린다

FP&C 인수와 친환경 부품군 성장에 집중

한온시스템에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 1.4만원을 유지한다. 1분기 실적은 중국 시장수요의 부진과 유럽/미국에서의 주 고객사들의 공장 일시 가동중단의 여파로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 하지만, 3월 말로 종료된 FP&C 인수를 통해 2분기 이후 EPS 증가와 ROE 상승이 기대되고, 중장기로 전동화 부품군의 성장이 가속화된다는 점에 주목해야 한다. 특히, 현대/기아/북미 전기차 업체 등으로 납품이 꾸준히 증가하는 가운데, 폭스바겐의 전기차 플랫폼으로의 납품은 2020년 이후 크게 증가하면서 성장에 기여할 것이다.

1Q19 Preview: 영업이익률 6.7% 전망

1분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다(영업이익 기준 -6%). 매출액/영업이익은 각각 +1%/-2% (YoY) 변동한 1.40조원/938억원(영업이익률 6.7%, -0.1%p (YoY))으로 예상한다. 미국 전기차 업체로의 물량이 신모델 판매증가에 힘입어 크게 증가하고, 미국 기아차의 텔루라이드향 납품도 신규로 가세하겠지만, 중국 시장 수요의 부진이 이어지고 있고, 미국/유럽 고객들의 공장이 일시적으로 가동을 중단한 여파도 부정적일 것이다. 외형 정체로 고정비 부담이 증가하면서 영업이익률은 소폭 하락할 전망이다. 한편, 3월 말로 종료가 된 FP&C 인수와 관련된 각종 비용은 약 220억원 규모로 영업외 기타비용으로 반영될 것이다(인수 후 IT 통합비용은 2분기 이후 3개 분기에 걸쳐 약 100억원이 영업비용으로 반영될 예정). 기말 배당은 전년 동기와 같은 주당 80원으로 예상한다.

폭스바겐으로의 e-Comp 납품 증가 전망

HEV/PHEV/BEV/FCEV 등에 사용되는 전동화 제품의 매출 비중은 2018년 연간 8.9%를 기록했다. 반면, 2018년 말 기준으로 수주잔고인 89.7억 달러 중 전동화 제품군의 비중은 45%로 높기 때문에 수주가 매출화됨에 따라 매출 비중도 동반 상승할 것이다(2019년 10% 예상). 현재는 현대/기아/북미 전기차 업체로의 납품이 꾸준히 증가하고 있는데, 2020년 이후 폭스바겐으로의 매출이 급증할 전망이다. 폭스바겐의 전기차 플랫폼인 MEB로 e-Compressor를 납품할 예정이기 때문이다. 폭스바겐은 2019년 말 전기차 브랜드인 ID를 출시하고, 2025년까지 50개/30개 이상의 BEV/PHEV 모델을 출시하여 그룹 차량 판매의 25% 이상을 전동화하며, 2023년까지 300억 유로를 투자하여 MEB(폭스바겐의 전기차 전용 플랫폼) 기반의 전동화 차량을 1,500만대 생산할 계획이다. 2022년까지 유럽 5개/중국 2개/미국 1개로 총 8개의 MEB 생산공장을 확보할 예정이다. 유럽/중국/미국으로의 대응이 모두 가능하고, 기술력도 갖춘 한온시스템에게 기회가 클 수 밖에 없다. 현재 한온시스템의 전동화 제품군의 영업이익률은 전사 평균보다 낮은 2% 수준인데, 회사 측은 매출액이 증가하면서 규모의 경제 효과로 2023년 이후 전사 평균 이상으로 수익성이 개선될 것으로 전망하고 있다.

Earnings Preview

BUY

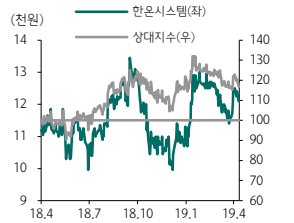
I TP(12M): 14,000원 I CP(4월 16일): 11,900원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,248.63
52주 최고/최저(원)	13,250/9,760
시가총액(십억원)	6,352.2
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	904.1
60일 평균 거래대금(십억원)	11.0
19년 배당금(예상,원)	320
19년 배당수익률(예상,%)	2.69
외국인지분율(%)	18.80
주요주주 지분율(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어	19.49

주가상승률	1M	6M	12M
절대	3.0	0.8	7.2
상대	(0.3)	(3.8)	17.2

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	7,089.4	7,756.3
영업이익(십억원)	517.3	605.7
순이익(십억원)	349.3	415.2
EPS(원)	640	762
BPS(원)	4,138	4,539

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,585.7	5,937.6	6,125.3	6,394.9	6,618.7
영업이익	십억원	468.4	433.8	469.5	507.0	530.3
세전이익	십억원	421.5	379.6	412.4	460.6	491.8
순이익	십억원	288.6	277.6	296.1	330.6	353.0
EPS	원	541	520	555	619	661
증감률	%	(1.1)	(3.9)	6.7	11.5	6.8
PER	배	25.71	20.76	21.46	19.21	18.00
PBR	배	3.75	2.83	2.94	2.74	2.54
EV/EBITDA	배	11.35	9.80	9.21	8.56	8.11
ROE	%	15.16	13.83	14.10	14.75	14.63
BPS	원	3,707	3,816	4,050	4,349	4,691
DPS	원	305	320	320	320	265

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

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

하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,387	1,518	1,420	1,612	1,395	1,552	1,480	1,698	5,704	5,586	5,938	6,125	6,395
(YoY)	(4)	11	6	13	1	2	4	5	3	(2)	6	3	4
한국	593	678	650	684	612	687	680	747	2,313	2,449	2,605	2,726	2,771
아시아	324	370	363	367	306	357	386	399	1,832	1,473	1,423	1,448	1,672
북미	264	277	291	318	308	303	299	317	1,045	1,081	1,150	1,227	1,258
유럽	716	756	624	731	683	780	644	748	2,443	2,605	2,827	2,855	2,918
연결조정	(510)	(563)	(508)	(487)	(513)	(575)	(529)	(513)	(1,970)	(2,023)	(2,068)	(2,131)	(2,224)
매출총이익	211	221	198	282	211	240	218	290	899	946	913	959	1,007
판관비	116	120	116	126	117	123	120	128	476	478	479	489	500
영업이익	95	101	82	156	94	117	98	161	423	468	434	469	507
(YoY)	(25)	(2)	(19)	13	(1)	16	19	3	18	11	(7)	8	8
세전이익	90	97	75	117	64	107	89	152	416	422	380	412	461
순이익	66	73	55	90	48	79	66	113	304	298	284	305	341
지배주주순이익	63	70	53	91	46	77	64	109	292	289	278	296	331
Margin													
매출총이익률	15.2	14.6	14.0	17.5	15.1	15.5	14.7	17.1	15.8	16.9	15.4	15.7	15.8
영업이익률	6.9	6.6	5.8	9.7	6.7	7.5	6.6	9.5	7.4	8.4	7.3	7.7	7.9
순이익률	4.7	4.8	3.9	5.6	3.4	5.1	4.5	6.6	5.3	5.3	4.8	5.0	5.3

자료: 한온시스템, 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**5,585.7**	**5,937.6**	**6,125.3**	**6,394.9**	**6,618.7**
매출원가	4,639.4	5,024.9	5,166.3	5,387.6	5,570.6
매출총이익	946.3	912.7	959.0	1,007.3	1,048.1
판관비	477.8	478.9	489.5	500.3	517.8
영업이익	**468.4**	**433.8**	**469.5**	**507.0**	**530.3**
금융손익	(13.7)	(18.4)	(26.7)	(25.9)	(24.2)
종속/관계기업손익	8.5	6.3	6.6	6.9	7.2
기타영업외손익	(41.8)	(42.0)	(36.9)	(27.4)	(21.6)
세전이익	**421.5**	**379.6**	**412.4**	**460.6**	**491.8**
법인세	123.1	95.9	107.2	119.7	127.9
계속사업이익	298.4	283.7	305.2	340.8	363.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**298.4**	**283.7**	**305.2**	**340.8**	**363.9**
비지배주주지분순이익	9.8	6.1	9.2	10.2	10.9
지배주주순이익	**288.6**	**277.6**	**296.1**	**330.6**	**353.0**
지배주주지분포괄이익	310.6	227.8	299.4	334.3	357.0
NOPAT	331.6	324.2	347.4	375.2	392.4
EBITDA	669.9	661.7	763.5	807.2	831.5
성장성(%)					
매출액증가율	(2.1)	6.3	3.2	4.4	3.5
NOPAT증가율	7.4	(2.2)	7.2	8.0	4.6
EBITDA증가율	10.1	(1.2)	15.4	5.7	3.0
영업이익증가율	10.9	(7.4)	8.2	8.0	4.6
(지배주주)순익증가율	(1.2)	(3.8)	6.7	11.7	6.8
EPS증가율	(1.1)	(3.9)	6.7	11.5	6.8
수익성(%)					
매출총이익률	16.9	15.4	15.7	15.8	15.8
EBITDA이익률	12.0	11.1	12.5	12.6	12.6
영업이익률	8.4	7.3	7.7	7.9	8.0
계속사업이익률	5.3	4.8	5.0	5.3	5.5

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	541	520	555	619	661
BPS	3,707	3,816	4,050	4,349	4,691
CFPS	1,338	1,410	1,370	1,486	1,529
EBITDAPS	1,255	1,240	1,430	1,512	1,558
SPS	10,464	11,123	11,475	11,980	12,399
DPS	305	320	320	320	265
주가지표(배)					
PER	25.7	20.8	21.5	19.2	18.0
PBR	3.7	2.8	2.9	2.7	2.5
PCFR	10.4	7.7	8.7	8.0	7.8
EV/EBITDA	11.4	9.8	9.2	8.6	8.1
PSR	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	15.2	13.8	14.1	14.7	14.6
ROA	7.2	5.9	5.5	5.9	6.0
ROIC	15.2	12.8	12.1	12.7	13.2
부채비율	102.8	151.2	142.2	135.1	127.3
순부채비율	6.5	29.3	25.5	18.5	10.3
이자보상배율(배)	23.7	17.8	14.1	15.4	16.1

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**2,241.3**	**2,859.2**	**2,830.1**	**3,035.5**	**3,279.4**
금융자산	628.3	1,054.6	1,068.4	1,196.4	1,376.2
현금성자산	567.3	1,017.8	1,030.4	1,156.8	1,335.2
매출채권 등	957.2	1,012.3	1,015.9	1,060.6	1,097.7
재고자산	468.6	505.8	502.6	524.7	543.1
기타유동자산	187.2	286.5	243.2	253.8	262.4
비유동자산	**1,878.3**	**2,496.6**	**2,653.6**	**2,683.0**	**2,685.7**
투자자산	118.7	104.2	105.2	109.8	113.7
금융자산	22.0	3.1	3.2	3.3	3.5
유형자산	1,262.0	1,551.5	1,715.5	1,747.7	1,757.7
무형자산	**437.7**	**564.0**	**556.0**	**548.6**	**537.3**
기타비유동자산	**59.9**	**276.9**	**276.9**	**276.9**	**277.0**
자산총계	**4,119.6**	**5,355.8**	**5,483.7**	**5,718.5**	**5,965.1**
유동부채	**1,299.5**	**1,867.1**	**1,853.6**	**1,912.1**	**1,960.8**
금융부채	138.0	492.3	459.5	459.8	460.1
매입채무 등	1,051.4	1,229.3	1,268.2	1,324.0	1,370.3
기타유동부채	110.1	145.5	125.9	128.3	130.4
비유동부채	**788.6**	**1,357.0**	**1,365.7**	**1,373.6**	**1,380.2**
금융부채	**622.3**	**1,186.7**	**1,186.7**	**1,186.7**	**1,186.7**
기타비유동부채	166.3	170.3	179.0	186.9	193.5
부채총계	**2,088.1**	**3,224.1**	**3,219.3**	**3,285.7**	**3,340.9**
지배주주지분	**1,978.6**	**2,036.8**	**2,162.0**	**2,321.8**	**2,503.9**
자본금	**53.4**	**53.4**	**53.4**	**53.4**	**53.4**
자본잉여금	(22.4)	(21.5)	(21.5)	(21.5)	(21.5)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(126.1)	(174.8)	(174.8)	(174.8)	(174.8)
이익잉여금	2,073.8	2,179.6	2,304.8	2,464.6	2,646.8
비지배주주지분	**52.8**	**94.9**	**102.4**	**111.0**	**120.3**
자본총계	**2,031.4**	**2,131.7**	**2,264.4**	**2,432.8**	**2,624.2**
순금융부채	132.0	624.4	577.8	450.1	270.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

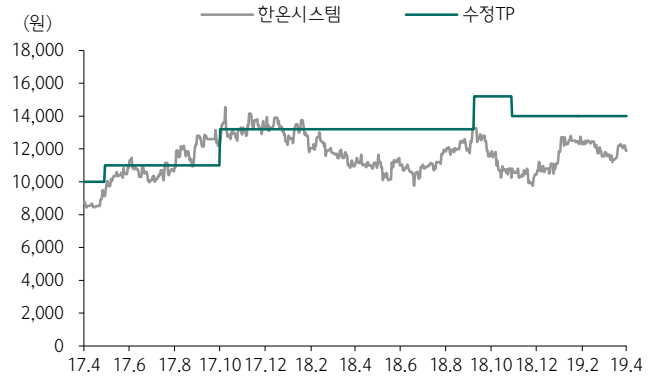
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**566.7**	**471.3**	**673.9**	**642.5**	**660.5**
당기순이익	298.4	283.7	305.2	340.8	363.9
조정	299.7	375.1	297.9	312.9	305.9
감가상각비	201.5	227.9	294.0	300.2	301.2
외환거래손익	7.6	2.6	10.0	12.2	7.5
지분법손익	(8.5)	(6.3)	(6.6)	(6.9)	(7.2)
기타	99.1	150.9	0.5	7.4	4.4
영업활동자산부채변동	(31.4)	(187.5)	70.8	(11.2)	(9.3)
투자활동 현금흐름	**(346.5)**	**(576.7)**	**(457.2)**	**(338.3)**	**(307.1)**
투자자산감소(증가)	(11.5)	20.7	3.9	0.6	1.8
유형자산감소(증가)	(292.7)	(410.1)	(425.0)	(300.0)	(280.0)
기타	(42.3)	(187.3)	(36.1)	(38.9)	(28.9)
재무활동 현금흐름	**(56.2)**	**563.7**	**(203.6)**	**(170.5)**	**(170.6)**
금융부채증가(감소)	83.5	918.7	(32.8)	0.3	0.2
자본증가(감소)	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	31.1	(183.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(171.5)	(172.5)	(170.8)	(170.8)	(170.8)
현금의 증감	**142.1**	**450.5**	**12.6**	**126.4**	**178.4**
Unlevered CFO	714.2	752.6	731.2	793.3	816.3
Free Cash Flow	244.5	51.5	248.9	342.5	360.5

자료: 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	91.9%	7.6%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 4월 15일

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 04월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 04월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.