

한온시스템 (018880)

자동차부품

남정미



02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (M)
현재주가 (5/9)	11,600원
상승여력	25%

시가총액	61,921억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	811,782주
52주 고	13,250원
52주 저	9,760원
외인지분율	18.81%
주요주주	한앤코모토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.9)	(6.8)	7.4
상대	0.1	(3.5)	24.9
절대(달러환산)	(7.1)	(10.5)	(0.7)

예상했던 수준의 실적 시현

1Q19 Review: 컨센서스 수준 실적 시현

한온시스템 1Q19 매출 1조 4,291억원(YoY+3.0%), 영업이익 935억원(YoY-1.8%)으로 컨센서스 수준의 실적을 보였다. 1분기 매출은 환 영향력이 전년대비 -0.4% 제외시 전년대비 3.4% 소폭 상승하였다. 중국·유럽 부진에도 불구하고 한국과 북미지역의 매출 성장이 7.2%, 16.4%를 기록하며 증가세를 유지하였다. 주요 고객사 실적도 차별화된 모습을 나타냈다. 비중이 51%인 현대차가 9.7%, 북미OEM 매출이 증가하였으나, 포드는 중국지역 판매 급락으로 13% 감소하였다. 감가상각비가 전년대비 70억원 증가하며 고정비가 증가하였음에도 불구하고 매출 저성장으로 영업수익성은 하락하였다. E&FP(기존 마그나 FP&C) 인수 마무리로 인수 관련 비용 187억원 영업외 수익으로 계상되었으나, 인수대금 지급을 위해 체결한 Hedge 상품에서 103억원의 이익이 발생하였다.

E&FP 인수로 연간 수주 목표를 기존 13억불에서 17억불로 조정하였다. 1분기 수주실적은 3.3억불로 이 중 친환경차 관련 비중이 90%에 달하였다.

하반기에는 중국·유럽 개선 기대, 그리고 MEB 프로젝트의 시작

실적부진의 주 요인이었던 중국과 유럽지역의 신차수요가 하반기에는 개선될 것으로 전망되어 동사의 이익 성장도 기대된다. 특히, 동사 매출 비중이 높은 유럽지역의 WLTP 영향이 하반기부터 해소될 것으로 판단된다. 또한, E&FP 인수에 따른 이익이 2분기부터 반영되기 시작하며 연간 600억원이 추가적으로 반영될 전망이다. 추가적으로 하반기부터 폭스바겐향 MEB 프로젝트향 매출이 반영되며 xEV 부문 이익 증가도 기대된다. 1분기 xEV 관련 매출은 전년 대비 20% 증가하며 매출 비중이 8.9%에 달하였다. 현재 동사 xEV 매출 성장은 현대차그룹 및 북미OEM 친환경차 판매량 증가에 따른 것으로 MEB 프로젝트 생산 시작으로 xEV내 고객 다변화도 진행될 예정이다. 2020년 현대차그룹의 전기차 전용플랫폼 출시로 추가적인 성장 동력을 얻을 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 고객 다변화 지속 및 친환경차 판매 증가에 따른 이익성장이 전망된다. 2019년 PER은 19.6배로 글로벌 피어 대비 높은 편으로 향후, 추가적인 수주 및 중국·유럽 시장 개선에 따른 이익 회복 가능성 점검이 필요하다. 1분기 분기배당금은 80원으로 유지하였으며 2019년 Capex 투자 증가 등을 고려 시 연간 배당금은 전년대비 동일 수준인 320원으로 예상된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,291	3.0	-11.4	14,445	-1.1
영업이익	935	-1.8	-40.0	970	-3.6
세전계속사업이익	764	-15.2	-34.9	871	-12.4
지배순이익	560	-11.6	-38.3	621	-9.8
영업이익률 (%)	6.5	-0.4 %pt	-3.2 %pt	6.7	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	-0.7 %pt	-1.7 %pt	4.3	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	55,857	59,376	73,466	80,461
영업이익	4,684	4,338	5,063	5,654
지배순이익	2,886	2,776	3,355	3,820
PER	20.1	22.1	19.0	16.7
PBR	2.9	3.0	2.9	2.6
EV/EBITDA	8.9	10.3	10.2	8.4
ROE	15.2	13.8	15.8	16.6

자료: 유안타증권

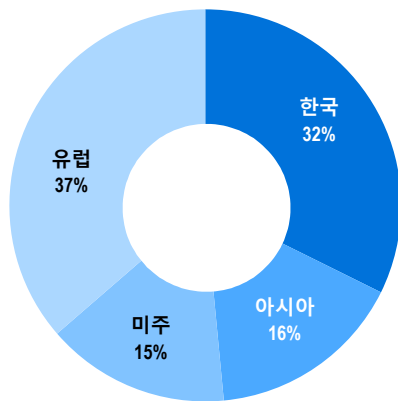
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19 P	2Q19 E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,291	19,664	19,055	20,456	55,857	59,376	73,466
YoY Growth(%)	-4.3%	10.6%	6.0%	13.2%	3.0%	29.5%	34.2%	26.9%	-2.1%	6.3%	23.7%
영업이익	952	1,008	820	1,558	935	1,315	1,320	1,494	4,684	4,338	5,063
YoY Growth(%)	-25.1%	-1.8%	-18.6%	13.0%	-1.8%	30.4%	61.0%	-4.1%	10.9%	-7.4%	16.7%
세전이익	901	974	748	1,174	764	1,204	1,170	1,363	4,215	3,796	4,501
YoY Growth(%)	-12.7%	-1.1%	-26.0%	-1.1%	-15.2%	23.7%	56.4%	16.1%	1.4%	-9.9%	18.6%
당기순이익	656	728	554	899	565	891	866	1,008	2,984	2,837	3,331
YoY Growth(%)	-11.6%	5.1%	-27.3%	14.2%	-13.9%	22.4%	56.3%	12.2%	-1.8%	-4.9%	17.4%
영업이익률	6.9%	6.6%	5.8%	9.7%	6.5%	6.7%	6.9%	7.3%	8.4%	7.3%	6.9%
YoY Change(%)	-1.9%p	-0.8%p	-1.7%p	0.0%p	-0.3%p	0.0%p	1.2%p	-2.4%p	1.0%p	-1.1%p	-0.4%p
당기순이익률	4.7%	4.8%	3.9%	5.6%	4.0%	4.5%	4.5%	4.9%	5.3%	4.8%	4.5%
YoY Change(%)	-0.4%p	-0.3%p	-1.8%p	0.1%p	-0.8%p	-0.3%p	0.6%p	-0.6%p	0.0%p	-0.6%p	-0.2%p

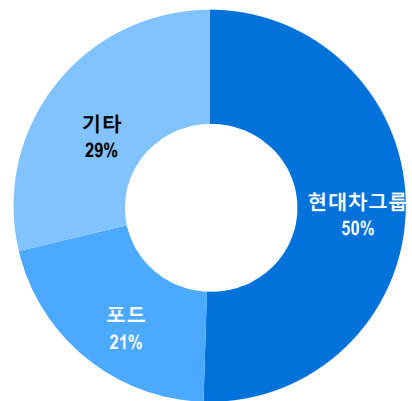
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(1Q19)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

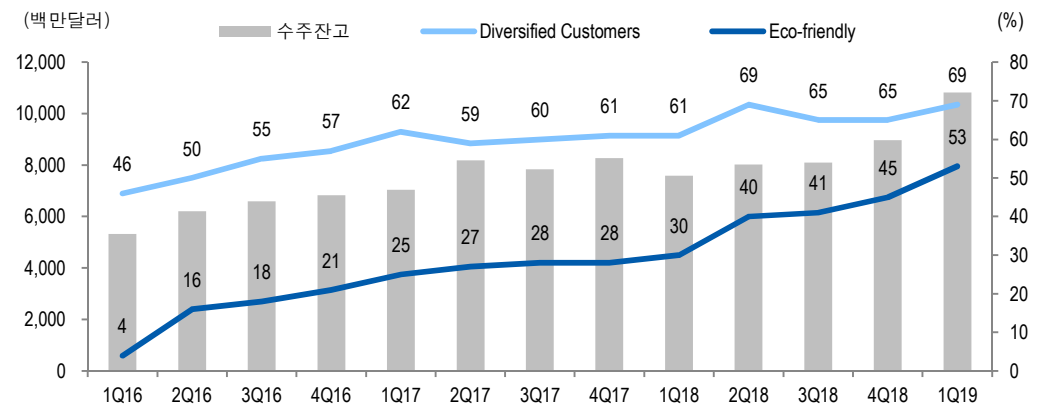
[그림 2] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(1Q19)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)

: E&FP 수주잔고 19.5 억달러가 포함되어 총 108 억달러. 친환경차 비중 50%를 넘어섬



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	55,857	59,376	73,466	80,461	83,541
매출원가	46,394	50,249	63,305	69,321	71,918
매출총이익	9,462	9,127	10,160	11,140	11,623
판매비	4,778	4,789	5,097	5,487	5,695
영업이익	4,684	4,338	5,063	5,654	5,928
EBITDA	6,699	6,617	7,930	9,985	10,492
영업외손익	-469	-542	-562	-545	-558
외환관련손익	-265	-3	-24	-24	-23
이자손익	-111	-176	-405	-510	-532
관계기업관련손익	85	63	64	66	68
기타	-179	-425	-198	-77	-72
법인세비용차감전순이익	4,215	3,796	4,501	5,109	5,370
법인세비용	1,231	959	1,170	1,328	1,396
계속사업순이익	2,984	2,837	3,331	3,780	3,973
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	3,331	3,780	3,973
지배지분순이익	2,886	2,776	3,355	3,820	4,015
포괄순이익	3,173	2,322	3,331	3,780	3,973
지배지분포괄이익	3,106	2,278	3,260	3,700	3,889

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	22,413	28,592	29,850	31,208	33,481
현금및현금성자산	5,673	10,178	5,975	3,122	4,526
매출채권 및 기타채권	9,572	10,123	12,725	15,938	16,525
재고자산	4,686	5,058	6,417	7,415	7,696
비유동자산	18,783	24,966	37,263	38,018	38,622
유형자산	12,620	15,515	21,727	21,469	21,102
관계기업 등 자본관련자산	966	989	966	966	966
기타투자자산	220	53	141	207	275
자산총계	41,196	53,558	67,113	69,225	72,103
유동부채	12,995	18,671	22,562	22,602	23,208
매입채무 및 기타채무	10,514	12,293	16,184	16,224	16,829
단기차입금	1,338	2,929	2,929	2,929	2,929
유동성장기부채	20	330	330	330	330
비유동부채	7,886	13,570	21,612	21,612	21,619
장기차입금	92	52	52	52	52
사채	5,989	10,370	18,370	18,370	18,370
부채총계	20,881	32,241	44,174	44,214	44,826
지배지분	19,787	20,367	22,014	24,126	26,433
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-224	-215	-215	-215	-215
이익잉여금	20,738	21,796	23,443	25,554	27,861
비지배지분	528	949	925	886	844
자본총계	20,314	21,317	22,939	25,011	27,277
순차입금	1,299	6,179	18,381	21,235	19,830
총차입금	7,581	16,725	24,725	24,725	24,725

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,667	4,713	6,068	3,838	8,175
당기순이익	2,984	2,837	3,331	3,780	3,973
감가상각비	1,806	1,941	2,333	3,667	3,776
외환손익	76	26	24	24	23
종속, 관계기업 관련손익	-85	-63	-64	-66	-68
자산부채의 증감	-314	-1,875	-64	-4,208	-294
기타현금흐름	1,200	1,846	509	641	765
투자활동 현금흐름	-3,465	-5,767	-16,563	-4,983	-5,062
투자자산	-28	4	-28	-28	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,221	-4,197	-4,545	-3,409	-3,409
유형자산 감소	294	97	294	294	294
기타현금흐름	-510	-1,670	-12,284	-1,841	-1,920
재무활동 현금흐름	-562	5,637	6,292	-1,708	-1,708
단기차입금	-1,712	1,614	0	0	0
사채 및 장기차입금	2,865	5,935	8,000	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,715	-1,725	-1,708	-1,708	-1,708
기타현금흐름	0	-187	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-218	-77	0	0	0
현금의 증감	1,421	4,505	-4,202	-2,854	1,405
기초 현금	4,252	5,673	10,178	5,975	3,122
기말 현금	5,673	10,178	5,975	3,122	4,526
NOPLAT	4,684	4,338	5,063	5,654	5,928
FCF	1,796	-551	2,004	899	5,248

자료: 유안타증권

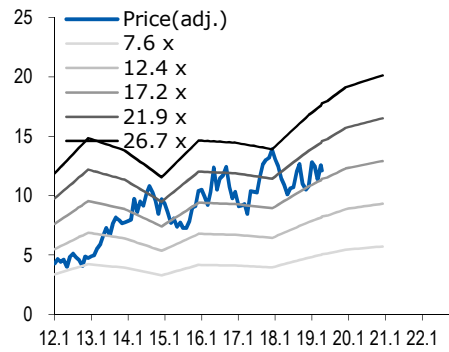
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	541	520	628	716	752
BPS	3,707	3,816	4,124	4,520	4,952
EBITDAPS	1,255	1,240	1,485	1,871	1,965
SPS	10,464	11,123	13,763	15,073	15,650
DPS	305	320	320	320	320
PER	20.1	22.1	19.0	16.7	15.9
PBR	2.9	3.0	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	8.9	10.3	10.2	8.4	7.9
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-2.1	6.3	23.7	9.5	3.8
영업이익 증가율 (%)	10.9	-7.4	16.7	11.7	4.9
지배순이익 증가율 (%)	-1.2	-3.8	20.8	13.9	5.1
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	13.8	13.8	13.9
영업이익률 (%)	8.4	7.3	6.9	7.0	7.1
자배순이익률 (%)	5.2	4.7	4.6	4.7	4.8
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.1	10.8	12.4	12.6
ROIC	15.6	13.8	11.6	10.0	9.9
ROA	7.2	5.9	5.6	5.6	5.7
ROE	15.2	13.8	15.8	16.6	15.9
부채비율 (%)	102.8	151.2	192.6	176.8	164.3
순차입금/자기자본 (%)	6.6	30.3	83.5	88.0	75.0
영업이익/금융비용 (배)	23.7	17.8	10.7	9.9	10.4

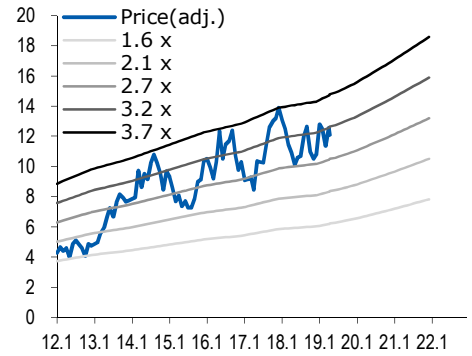
P/E band chart

(천원)

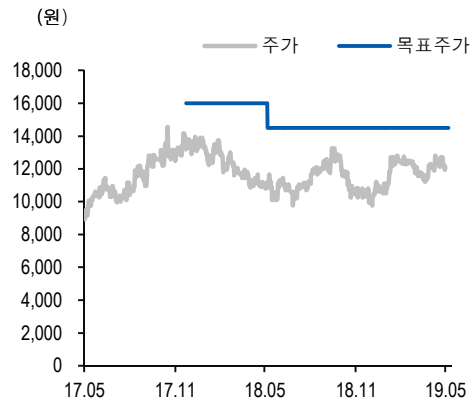


P/B band chart

(천원)



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-10	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)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-07

※ 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.