



하나금융그룹

2019년 7월 17일 | Equity Research

# 한온시스템 (018880)

## 포드도 MEB를 사용한다

### MEB 매출화 시간이 다가오고, 중장기 기회도 확대

한온시스템에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 1.4만원을 유지한다. 2분기 실적은 E&FP(최근 인수한 마그나 FP&C 사업부)의 연결편입 효과를 제외하면, 중국 부진의 여파로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 관련 영향은 하반기에도 이어지면서 단기 실적 모멘텀을 약화시키겠지만, 1) E&FP 인수로 인한 외형/EPS 증가와 ROE 개선이 만회할 것이고, 2) 전동화 부품의 고객군이 북미 전기차와 현대/기아 위주에서 4분기부터는 폭스바겐과 중국 전기차 업체로 확대되며, 3) 포드가 폭스바겐의 MEB를 기반으로 전기차를 생산하기로 함에 따라 이미 MEB의 부품 공급선인 한온시스템이 포드 물량도 수주할 가능성이 높아지고 있다는 점 등에서 중장기 성장성에 무게를 둘 필요가 있다.

### 2Q19 Preview: 영업이익률 6.1% 전망

2분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 26%/15% 증가한 1.91조원 /1,162억원(영업이익률 6.1%, -0.5%p (YoY))으로 예상한다. 외형/이익 증가의 원인은 3월 말 인수를 완료한 E&FP 실적이 연결로 편입된 효과인데, 이를 제외한 동일 기준 매출액/영업이익은 1%/5% (YoY) 감소하는 것이다. 한국/미국 법인의 실적은 주요 고객사들의 물량 증가와 Mix 개선에 힘입어 증가하지만, 유럽은 전년 동기의 높은 기저(9월 WLTP 실행 전 대응으로 2분기 물량 증가)로 감소하고, 중국은 시장수요 부진의 여파가 이어지면서 부정적일 것이다. 한편, E&FP 인수와 관련된 잔여 비용을 정리하면, IT 통합 비용(50~100억원)이 향후 3분기에 걸쳐 영업비용으로 반영되고, 무형자산 상각비용은 연간 200억원 규모로 10년간 영업외비용으로 반영될 예정이다. 인수자금과 관련된 이자비용도 연간 400억원 반영된다. 반면, E&FP 인수를 통해 연간 매출액/영업이익은 약 1.5조원/1,000억원이 추가될 것이다. E&FP의 기존 고객군을 대상으로 한온시스템의 영업활동이 확대될 수 있다는 점에서 향후 시너지 효과를 기대할 수 있다.

### 포드가 MEB를 채택한 것은 한온시스템의 또 다른 기회

7월 12일 포드와 폭스바겐이 글로벌 제휴를 확대하기로 했는데, 주요 내용은 1) VW은 포드의 자율주행 플랫폼 회사인 아르고AI에 투자하고 (기업가치 70억 달러 이상으로 평가), 2) 포드는 VW의 EV 플랫폼인 MEB를 기반으로 전기차를 생산하며, 3) 상업용 배터리 중형 픽업트럭을 공동 개발한다는 것이다. 이 중 한온시스템에게 기회로 작용하는 것은 포드의 MEB 채택인데, 포드는 2023년부터 유럽형 EV 모델을 연간 60만대 규모로 생산하고, 향후 지역적 확대도 가능하다고 밝혔다. VW은 MEB 부품을 공급할 예정이다. 한온시스템은 이미 MEB에 e-컴프레셔를 공급하기로 했는데, 2020년 초 VW의 ID.3부터 매출화될 전망이다. 포드가 MEB 플랫폼의 e-컴프레셔를 한온시스템으로 발주할지가 확인되려면 시일이 필요하겠지만, 1) 한온시스템이 MEB 플랫폼에 대한 이해도가 높고, 2) 포드와 VW의 제휴가 규모의 경제 효과를 위함이라는 점에서 기존 공급선을 유지할 가능성이 높으며, 3) 한온시스템이 이미 포드의 주요 부품업체라는 점 등을 고려할 때 신규 공급의 기회가 될 것으로 판단한다.

### Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 14,000원 | CP(7월 16일): 11,450원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,091.87		
52주 최고/최저(원)	13,250/9,760	7,226.6	7,936.1
시가총액(십억원)	6,112.0	504.9	599.2
시가총액비중(%)	0.51	330.3	409.5
발행주식수(천주)	533,800.0		
60일 평균 거래량(천주)	666.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	7.8		
19년 배당금(예상,원)	320		
19년 배당수익률(예상,%)	2.79		
외국인지분율(%)	19.07		
주요주주 지분율(%)			
한앤코오토홀딩스	50.50		
한국타이어앤테크놀로지	19.49		
주가상승률 1M	1M	12M	
절대	(5.0)	(3.0)	3.6
상대	(4.8)	(2.3)	14.0

Stock Price	
(천원)	한온시스템(자)

### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,585.7	5,937.6	7,291.0	7,769.2	8,041.1
영업이익	십억원	468.4	433.8	496.0	580.9	631.5
세전이익	십억원	421.5	379.6	438.8	534.2	593.1
순이익	십억원	288.6	277.6	315.0	383.5	425.8
EPS	원	541	520	590	718	798
증감률	%	(1.1)	(3.9)	13.5	21.7	11.1
PER	배	25.71	20.76	19.40	15.94	14.36
PBR	배	3.75	2.83	2.80	2.55	2.31
EV/EBITDA	배	11.35	9.80	8.66	7.59	6.91
ROE	%	15.16	13.83	14.94	16.77	16.89
BPS	원	3,707	3,816	4,086	4,484	4,962
DPS	원	305	320	320	320	319



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,387	1,518	1,420	1,612	1,429	1,907	1,854	2,075	5,704	5,586	5,938	7,291	7,769
매출총이익	211	221	198	282	201	257	244	328	899	946	913	1,030	1,150
판관비	116	120	116	126	108	141	138	147	476	478	479	534	570
영업이익	95	101	82	156	93	116	106	180	423	468	434	496	581
세전이익	90	97	75	117	76	106	98	159	416	422	380	439	534
순이익	66	73	55	90	57	79	72	432	304	298	284	325	395
지배주주순이익	63	70	53	91	56	76	70	113	292	289	278	315	383
<b>Margin</b>													
매출총이익률	15.2	14.6	14.0	17.5	14.1	13.5	13.2	15.8	15.8	16.9	15.4	14.1	14.8
영업이익률	6.9	6.6	5.8	9.7	6.5	6.1	5.7	8.7	7.4	8.4	7.3	6.8	7.5
순이익률	4.7	4.8	3.9	5.6	4.0	4.1	3.9	20.8	5.3	5.3	4.8	4.5	5.1

자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 1. 포드와 VW의 제휴 사진



주: Volkswagen CEO Dr. Herbert Diess and Ford President and CEO Jim Hackett  
자료: 포드, 하나금융투자

그림 2. VW의 MEB 플랫폼



자료: VW, 하나금융투자

그림 3. 포드와 VW 제휴의 주요 내용

- ④ Volkswagen to join Ford in investing in Argo AI, the autonomous vehicle platform company, at a valuation of more than \$7 billion. Tie-up allows both automakers to independently integrate Argo AI's self-driving system into their own vehicles, delivering significant global scale
- ④ Ford will use Volkswagen's electric vehicle architecture and Modular Electric Toolkit (MEB) to design and build at least one high-volume fully electric vehicle in Europe for European customers starting in 2023, more efficiently advancing its promise to deliver expressive passenger cars while taking advantage of Volkswagen's scale
- ④ Ford and VW on track to develop commercial vans and medium pickups for each brand in select global markets starting in 2022; sharing development costs to generate significant synergies
- ④ The Volkswagen-Ford global alliance – which does not involve cross-ownership between the companies – is expected to create annual efficiencies for each company

자료: 포드, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>5,585.7</b>	<b>5,937.6</b>	<b>7,291.0</b>	<b>7,769.2</b>	<b>8,041.1</b>
매출원가	4,639.4	5,024.9	6,261.2	6,618.7	6,823.0
매출총이익	946.3	912.7	1,029.8	1,150.5	1,218.1
판관비	477.8	478.9	533.8	569.6	586.7
<b>영업이익</b>	<b>468.4</b>	<b>433.8</b>	<b>496.0</b>	<b>580.9</b>	<b>631.5</b>
금융순익	(13.7)	(18.4)	(26.9)	(26.2)	(24.0)
종속/관계기업순익	8.5	6.3	6.6	6.9	7.2
기타영업외순익	(41.8)	(42.0)	(36.9)	(27.4)	(21.6)
<b>세전이익</b>	<b>421.5</b>	<b>379.6</b>	<b>438.8</b>	<b>534.2</b>	<b>593.1</b>
법인세	123.1	95.9	114.1	138.9	154.2
계속사업이익	298.4	283.7	324.7	395.3	438.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>298.4</b>	<b>283.7</b>	<b>324.7</b>	<b>395.3</b>	<b>438.9</b>
비지배주주지분순이익	9.8	6.1	9.7	11.9	13.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>288.6</b>	<b>277.6</b>	<b>315.0</b>	<b>383.5</b>	<b>425.8</b>
지배주주지분포괄이익	310.6	227.8	318.6	387.8	430.6
NOPAT	331.6	324.2	367.1	429.9	467.3
EBITDA	669.9	661.7	790.1	881.1	932.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(2.1)	6.3	22.8	6.6	3.5
NOPAT증가율	7.4	(2.2)	13.2	17.1	8.7
EBITDA증가율	10.1	(1.2)	19.4	11.5	5.9
영업이익증가율	10.9	(7.4)	14.3	17.1	8.7
(지배주주)순익증가율	(1.2)	(3.8)	13.5	21.7	11.0
EPS증가율	(1.1)	(3.9)	13.5	21.7	11.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	16.9	15.4	14.1	14.8	15.1
EBITDA이익률	12.0	11.1	10.8	11.3	11.6
영업이익률	8.4	7.3	6.8	7.5	7.9
계속사업이익률	5.3	4.8	4.5	5.1	5.5

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	541	520	590	718	798
BPS	3,707	3,816	4,086	4,484	4,962
CFPS	1,338	1,410	1,420	1,625	1,719
EBITDAPS	1,255	1,240	1,480	1,651	1,747
SPS	10,464	11,123	13,659	14,555	15,064
DPS	305	320	320	320	319
<b>주가지표(배)</b>					
PER	25.7	20.8	19.4	15.9	14.4
PBR	3.7	2.8	2.8	2.6	2.3
PCFR	10.4	7.7	8.1	7.0	6.7
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.7	7.6	6.9
PSR	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.2	13.8	14.9	16.8	16.9
ROA	7.2	5.9	5.7	6.4	6.8
ROIC	15.2	12.8	12.6	14.2	15.2
부채비율	102.8	151.2	153.5	144.6	133.1
순부채비율	6.5	29.3	27.5	18.3	7.5
이자보상배율(배)	23.7	17.8	14.9	17.6	19.1

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

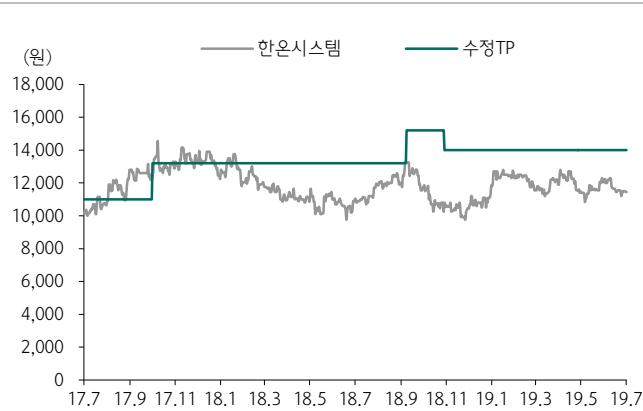
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>2,241.3</b>	<b>2,859.2</b>	<b>3,114.8</b>	<b>3,422.4</b>	<b>3,752.4</b>
금융자산	628.3	1,054.6	1,018.7	1,189.2	1,441.3
현금성자산	567.3	1,017.8	973.5	1,141.1	1,391.4
매출채권 등	957.2	1,012.3	1,209.2	1,288.6	1,333.6
재고자산	468.6	505.8	598.3	637.5	659.8
기타유동자산	187.2	286.5	288.6	307.1	317.7
<b>비유동자산</b>	<b>1,878.3</b>	<b>2,496.6</b>	<b>2,675.8</b>	<b>2,708.9</b>	<b>2,712.3</b>
투자자산	118.7	104.2	127.5	135.7	140.4
금융자산	22.0	3.1	3.8	4.1	4.2
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	276.8	276.9	276.9
<b>자산총계</b>	<b>4,119.6</b>	<b>5,355.8</b>	<b>5,790.6</b>	<b>6,131.3</b>	<b>6,464.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,299.5</b>	<b>1,867.1</b>	<b>2,106.8</b>	<b>2,210.7</b>	<b>2,269.8</b>
금융부채	138.0	492.3	460.8	461.3	461.6
매입채무 등	1,051.4	1,229.3	1,509.5	1,608.5	1,664.8
기타유동부채	110.1	145.5	136.5	140.9	143.4
<b>비유동부채</b>	<b>788.6</b>	<b>1,357.0</b>	<b>1,399.8</b>	<b>1,413.8</b>	<b>1,421.7</b>
금융부채	622.3	1,186.7	1,186.7	1,186.7	1,186.7
기타비유동부채	166.3	170.3	213.1	227.1	235.0
<b>부채총계</b>	<b>2,088.1</b>	<b>3,224.1</b>	<b>3,506.6</b>	<b>3,624.5</b>	<b>3,691.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,978.6</b>	<b>2,036.8</b>	<b>2,180.9</b>	<b>2,393.6</b>	<b>2,648.5</b>
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	2,323.8	2,536.4	2,791.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>52.8</b>	<b>94.9</b>	<b>103.0</b>	<b>113.2</b>	<b>124.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,031.4</b>	<b>2,131.7</b>	<b>2,283.9</b>	<b>2,506.8</b>	<b>2,773.2</b>
<b>순금융부채</b>	<b>132.0</b>	<b>624.4</b>	<b>628.8</b>	<b>458.8</b>	<b>207.0</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>566.7</b>	<b>471.3</b>	<b>645.2</b>	<b>688.4</b>	<b>733.6</b>
당기순이익	298.4	283.7	324.7	395.3	438.9
조정	299.7	375.1	297.9	312.9	306.0
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	4.5
영업활동자산부채변동	(31.4)	(187.5)	22.6	(19.8)	(11.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(346.5)</b>	<b>(576.7)</b>	<b>(486.7)</b>	<b>(343.2)</b>	<b>(308.3)</b>
투자자산감소(증가)	(11.5)	20.7	(18.3)	(3.0)	0.9
유형자산감소(증가)	(292.7)	(410.1)	(425.0)	(300.0)	(280.0)
기타	(42.3)	(187.3)	(43.4)	(40.2)	(29.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(56.2)</b>	<b>563.7</b>	<b>(202.3)</b>	<b>(170.3)</b>	<b>(170.5)</b>
금융부채증가(감소)	83.5	918.7	(31.5)	0.5	0.3
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>142.1</b>	<b>450.5</b>	<b>(44.4)</b>	<b>167.7</b>	<b>250.4</b>
Unlevered CFO	714.2	752.6	757.8	867.2	917.5
Free Cash Flow	244.5	51.5	220.2	388.4	433.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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%
17.8.16	Neutral	11,000	9.56%	19.55%
17.4.7	Neutral	10,000	0.26%	14.50%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	90.0%	9.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 15일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 2019년 07월 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.