

한온시스템

HOLD(유지)

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(08/13)	11,650원	Up/Downside	+3.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2019. 08. 14

중국 불확실성 해소가 관건

News

2Q19, 다소 부진: 한온시스템의 2Q19 실적은 매출액 1조 9,041억원(+25.4%YoY, +33.2%QoQ), 영업이익 1,123억원(+11.4%YoY, +20.1%QoQ)으로 시장기대치를 하회했다. 실적 부진은 구 한온 시스템 기준 매출액이 전년 동기 대비 2% 감소했고, 인수 관련 비용이 약 120억원 당기에 반영됐기 때문이다. 특히 중국 법인의 경우 전년 동기 대비 매출이 38% 감소하는 등 극도의 부진이 이어지고 있다. 2Q19부터 연결 인식된 인수회사 EFP (구 Magna FP&C)의 2Q19 매출액은 4,130억원으로 약 8%의 영업이익률을 기록한 것으로 파악된다.

Comment

중국 불확실성 해소가 관건: 3Q19에 동사의 영업이익은 EFP 연결 효과로 1,278억원(+55.9%YoY)을 기록할 전망이다. 하반기에 동사의 실적은 EFP 연결로 18년 대비 개선되겠지만 중국 시장의 수요 부진은 계속해서 부담이 될 전망이다. 전방 사업의 부진을 감안하면 기존 유럽 법인의 매출 역시 하반기까지 감소할 것으로 예상된다. 실적발표를 통해 수정된 신규 가이던스인 매출액 7.1조원 및 영업이익 5천억원을 하회할 가능성이 높다고 판단한다. 가이던스 달성을 위해서는 하반기에 중국 자동차 수요가 적어도 전년 동기와 비슷한 수준이 요구되나, 감소세가 지속되고 있기 때문이다. 탐방 이후 실적 추정치를 조정할 예정이다.

Action

근본적인 변화 필요: FP&C 인수에도 불구하고 동사의 19년 FWD PER는 20배 이상을 유지하고 있다. 투자의견 상향을 위해서는 xEV 판매 비중 증가에 의한 ASP 상승 효과의 확인이나 경쟁사들 대비 수주의 우위와 같은 근본적인 변화가 필요하다. 투자의견을 HOLD로 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data		
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	9,760/13,250원		
매출액	5,586	5,938	7,336	8,118	8,775	KOSDAQ /KOSPI	591/1,926pt		
(증가율)	-2.1	6.3	23.6	10.7	8.1	시가총액	62,188억원		
영업이익	468	434	505	596	666	60일-평균거래량	653,369		
(증가율)	10.9	-7.4	16.5	17.9	11.8	외국인지분율	19.0%		
자배주주순이익	289	278	298	340	372	60일-외국인지분율변동추이	+0.1%		
EPS	541	520	559	637	696	주요주주	한앤코오토훌딩스 50.5%		
PER (H/L)	27.2/14.8	27.5/18.5	20.9	18.3	16.7	(천원)			
PBR (H/L)	4.0/2.2	3.7/2.5	2.9	2.7	2.5	한온시스템(좌)			
EV/EBITDA (H/L)	11.9/6.8	12.2/9.0	8.7	7.3	6.4	KOSPI지수대비(우)			
영업이익률	8.4	7.3	6.9	7.3	7.6	(pt)			
ROE	15.2	13.8	14.2	15.1	15.3	0			
					주가상승률	1M	3M	12M	
					절대기준	1.3	0.4	-2.5	
					상대기준	9.8	8.4	13.8	

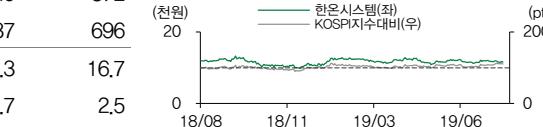


도표 1. 한온시스템 2Q19 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q19P	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,904	1,952	-2.5	1,908	-0.2
영업이익	112	143	-21.5	126	-10.6
(영업이익률)	5.9	7.3	-1.4	6.6	-0.7
지배주주순이익	71	80	-11.8	85	-17.1
(지배주주순이익률)	4.1	4.1	-0.4	4.5	-0.8

자료: 한온시스템, DB금융투자

도표 2. 한온시스템 2Q19 상세 실적 요약

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q19P	2Q18	YoY	1Q19	QoQ
매출액	1,904	1,518	25.4	1,429	33.2
아시아	1,051	1,048	0.3	899	16.9
북미	332	277	20.1	307	8.2
유럽	703	756	-7.0	696	0.9
EFP	413		N/A		N/A
영업이익	112	101	11.4	93	20.1
영업이익률	5.9	6.6	-0.7	6.5	-0.6
지배주주순이익	71	70	0.8	56	26.5
(지배주주순이익률)	4.1	4.6	-0.5	3.9	0.2

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,241	2,859	3,176	3,454	3,735
현금및현금성자산	567	1,018	958	978	1,010
매출채권및기타채권	957	1,012	1,241	1,342	1,435
재고자산	469	506	569	649	701
비유동자산	1,878	2,497	2,528	2,626	2,768
유형자산	1,262	1,551	1,638	1,767	1,936
무형자산	438	564	530	500	472
투자자산	119	104	102	102	102
자산총계	4,120	5,356	5,704	6,080	6,503
유동부채	1,299	1,867	2,081	2,281	2,495
매입채무및기타채무	1,051	1,229	1,443	1,643	1,857
단기应付금및단기차채	134	453	453	453	453
유동성장기부채	2	33	33	33	33
비유동부채	789	1,357	1,357	1,357	1,357
사채및장기차입금	608	1,042	1,042	1,042	1,042
부채총계	2,088	3,224	3,438	3,638	3,852
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-22	-21	-21	-21	-21
이익잉여금	2,074	2,180	2,307	2,476	2,677
비자본주자분	53	95	101	109	117
자본총계	2,031	2,132	2,266	2,442	2,651

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	567	471	495	692	798
당기순이익	298	284	305	347	380
현금유동이 없는 비용 및 수익	416	469	439	512	570
유형 및 무형자산상각비	202	228	301	358	404
영업관련자산부채변동	-31	-187	-136	-39	-11
매출채권및기타채권의감소	-24	-82	-229	-100	-93
재고자산의감소	-56	-45	-63	-80	-51
마이너스부채 및 기타채무의증가	77	64	214	200	214
투자활동현금흐름	-347	-577	-370	-467	-562
CAPEX	-322	-420	-353	-457	-546
투자자산의순증	-11	21	2	0	0
재무활동현금흐름	-56	564	-204	-204	-204
사채 및 임금의 증가	84	919	0	0	0
자본금 및 자본잉여금의증가	1	1	0	0	0
배당금지급	-171	-172	-171	-171	-171
기타현금흐름	-22	-8	19	0	0
현금의증가	142	451	-60	20	32
기초현금	425	567	1,018	958	978
기말현금	567	1,018	958	978	1,010

자료: 한은시스템 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,586	5,938	7,336	8,118	8,775
매출원가	4,639	5,025	6,158	6,766	7,311
매출총이익	946	913	1,178	1,352	1,464
판관비	478	479	673	756	798
영업이익	468	434	505	596	666
EBITDA	670	662	806	954	1,070
영업외손익	-47	-54	-88	-120	-146
금융순익	-14	-18	-44	-65	-70
투자순익	9	6	7	10	12
기타영업외손익	-42	-42	-51	-65	-88
세전이익	422	380	417	476	520
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	298	284	305	347	380
자비주주지분순이익	289	278	298	340	372
비자비주주지분순이익	10	6	7	7	8
총포괄이익	317	232	305	347	380
증감률(%YoY)					
매출액	-2.1	6.3	23.6	10.7	8.1
영업이익	10.9	-7.4	16.5	17.9	11.8
EPS	-1.2	-3.8	7.4	14.0	9.4

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

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	541	520	559	637	696
BPS	3,707	3,816	4,054	4,371	4,748
DPS	305	320	320	320	320
Multiple(배)					
P/E	25.7	20.8	20.9	18.3	16.7
P/B	3.7	2.8	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.7	7.3	6.4
수익성(%)					
영업이익률	8.4	7.3	6.9	7.3	7.6
EBITDA마진	12.0	11.1	11.0	11.8	12.2
순이익률	5.3	4.8	4.2	4.3	4.3
ROE	15.2	13.8	14.2	15.1	15.3
ROA	7.5	6.0	5.5	5.9	6.0
ROIC	15.5	13.2	13.0	14.5	15.5
안정성 및 기타					
부채비율(%)	102.8	151.2	151.8	149.0	145.3
이자보상배율(배)	23.7	17.8	15.0	17.7	19.8
배당성향(배)	54.6	60.2	56.1	49.2	45.0

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은

후기 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

후기 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