

한온시스템 (018880)

자동차부품

남정미



02 3770 5587
jungmi.nam@yuantakorea.com

| | |
|-------------|-------------|
| 투자 의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 14,500원 (M) |
| 현재주가 (8/13) | 11,650원 |
| 상승여력 | 24% |

| | |
|-------------|--------------------|
| 시가총액 | 62,188억원 |
| 총발행주식수 | 533,800,000주 |
| 60일 평균 거래대금 | 76억원 |
| 60일 평균 거래량 | 653,369주 |
| 52주 고 | 13,250원 |
| 52주 저 | 9,760원 |
| 외인지분율 | 19.03% |
| 주요주주 | 한앤코오토홀딩스 50.50% |

| | | | |
|----------|-------|-------|-------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 1.3 | 0.4 | (2.5) |
| 상대 | 9.8 | 8.4 | 13.8 |
| 절대(달러환산) | (1.8) | (1.9) | (9.1) |

인수부문 제외시 시장 기대치 하회

2Q19 Review: 컨센서스 대비 실적 하회

한온시스템 2Q19 매출 1조 9,041억원(YoY+25.4%), 영업이익 1,123억원(YoY+11.4%)으로 컨센서스를 10% 하회했다. EFP 부문 인수에 따른 영향을 제외시 매출은 1조 4,910억원으로 전년 대비 1.8% 감소하였다. 우호적인 환율 환경에서도 매출이 감소한 주 요인은 유럽, 중국을 중심으로 한 완성차 고객사 물량 감소에 기인한다. SUV·친환경차 판매 증가 효과로 ASP가 상승한 현대차를 제외, 포드, 폭스바겐, 북미친환경차 OEM항 매출이 -29%, -13%, -9% 감소하였다. 영업이익 역시 EFP 효과 제외시 전년 동기 대비 10% 감소한 것으로 추정된다. 감가상각비 증가 시기에 중국·유럽 지역의 판매량 축소로 고정비 부담이 커진 것으로 판단한다. EFP 인수와 관련하여 무형자산 상각비 및 재고자산 손실(일회성) 비용이 각 80억원, 40억원 발생하였다.

인수 비용을 제외 시 EFP 부문의 실적은 매출 4,131억원, 영업이익률 8%(EBITDA마진 12%)로 기존 전망과 유사한 수준의 실적을 시현하였다. EFP 인수로 고객 및 지역 다변화가 진행되며, 고객 네트워크 확대라는 시너지 효과가 보여지고 있다는 측면에서 인수효과가 지속될 것으로 판단한다.

친환경차 수주 확대 및 MEB 프로젝트 시작

7월까지 수주실적은 10.3억달러로 연간 목표 17억달러 대비 60.4%를 달성하였다. 이 중 New-win 수주가 7.88억달러로 전년 연간 실적(7.09억달러)을 넘어섰다. 이 중 친환경차 관련 수주가 78%이며 주요 고객사의 친환경차 차세대 플랫폼 위주의 수주라는 측면에서 동사의 성장에 대한 기대감을 충족시키는 실적이었다고 판단한다. 4분기부터 본격적으로 폭스바겐 MEB 프로젝트 항 출하가 시작된다는 측면에서 하반기 새로운 모멘텀이 될 것으로 판단한다. 또한 상반기 매출 부진의 원인이었던 유럽과 중국에 대해서도 상대적으로 낮은 기저효과가 작용하며 실적 개선으로 이어질 전망이다. 상반기 실적 부진을 반영하여 연간 가이드를 영업이익 기준 기존 5,400억원에서 5,000억원으로 하향조정하였다. 그러나 하반기 목표가 영업이익 296억원으로 전년 대비 24% 증익을 목표로 한다는 측면에서 주요 지역 매출 회복에 대한 시각을 유지하고 있다고 판단한다.

동사에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 2분기 환율 및 주 고객사 판매믹스 개선에 대한 영향력은 제한적이었으나, 하반기 회복에 대한 기대감은 유효하다고 판단한다. Fwd PER 기준 17.0배로 여전히 높은 수준이나, 친환경차 중심으로 고객 다변화가 진행된 수주가 장기적인 성장성을 증명하고 있다고 본다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

| | 2Q19P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------|
| 매출액 | 19,041 | 25.4 | 33.2 | 19,005 | 0.2 |
| 영업이익 | 1,123 | 11.4 | 20.1 | 1,247 | -9.9 |
| 세전계속사업이익 | 898 | -7.8 | 17.6 | 1,142 | -21.4 |
| 지배순이익 | 705 | 0.2 | 25.8 | 844 | -16.5 |
| 영업이익률 (%) | 5.9 | -0.7 %pt | -0.6 %pt | 6.6 | -0.7 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 3.7 | -0.9 %pt | -0.2 %pt | 4.4 | -0.7 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 55,857 | 59,376 | 73,120 | 79,909 |
| 영업이익 | 4,684 | 4,338 | 4,954 | 5,577 |
| 지배순이익 | 2,886 | 2,776 | 3,341 | 3,881 |
| PER | 20.1 | 22.1 | 18.5 | 16.0 |
| PBR | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 8.9 | 10.3 | 8.2 | 6.4 |
| ROE | 15.2 | 13.8 | 15.7 | 16.7 |

자료: 유안타증권

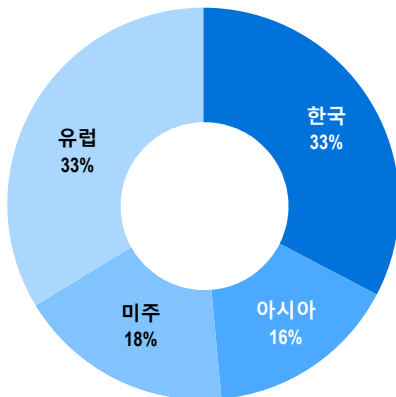
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 P | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018 | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 13,869 | 15,184 | 14,198 | 16,125 | 14,291 | 19,041 | 19,007 | 20,781 | 55,857 | 59,376 | 73,120 |
| YoY Growth(%) | -4.3% | 10.6% | 6.0% | 13.2% | 3.0% | 25.4% | 33.9% | 28.9% | -2.1% | 6.3% | 23.1% |
| 영업이익 | 952 | 1,008 | 820 | 1,558 | 935 | 1,123 | 1,236 | 1,660 | 4,684 | 4,338 | 4,954 |
| YoY Growth(%) | -25.1% | -1.8% | -18.6% | 13.0% | -1.8% | 11.4% | 50.8% | 6.6% | 10.9% | -7.4% | 14.2% |
| 세전이익 | 901 | 974 | 748 | 1,174 | 764 | 898 | 1,114 | 1,531 | 4,215 | 3,796 | 4,307 |
| YoY Growth(%) | -12.7% | -1.1% | -26.0% | -1.1% | -15.2% | -7.8% | 48.9% | 30.4% | 1.4% | -9.9% | 13.4% |
| 당기순이익 | 656 | 728 | 554 | 899 | 565 | 711 | 883 | 1,212 | 2,984 | 2,837 | 3,371 |
| YoY Growth(%) | -11.6% | 5.1% | -27.3% | 14.2% | -13.9% | -2.4% | 59.3% | 34.9% | -1.8% | -4.9% | 18.8% |
| 영업이익률 | 6.9% | 6.6% | 5.8% | 9.7% | 6.5% | 5.9% | 6.5% | 8.0% | 8.4% | 7.3% | 6.8% |
| YoY Change(%) | -1.9%p | -0.8%p | -1.7%p | 0.0%p | -0.3%p | -0.7%p | 0.7%p | -1.7%p | 1.0%p | -1.1%p | -0.5%p |
| 당기순이익률 | 4.7% | 4.8% | 3.9% | 5.6% | 4.0% | 3.7% | 4.6% | 5.8% | 5.3% | 4.8% | 4.6% |
| YoY Change(%) | -0.4%p | -0.3%p | -1.8%p | 0.1%p | -0.8%p | -1.1%p | 0.7%p | 0.3%p | 0.0%p | -0.6%p | -0.2%p |

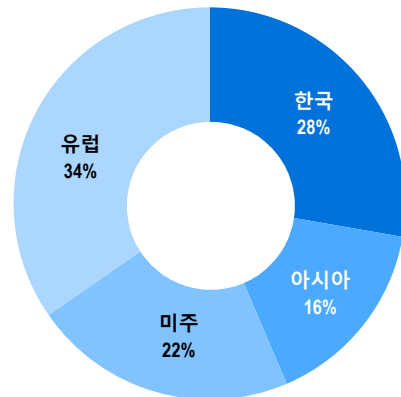
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(기존 한온시스템, 2Q19)



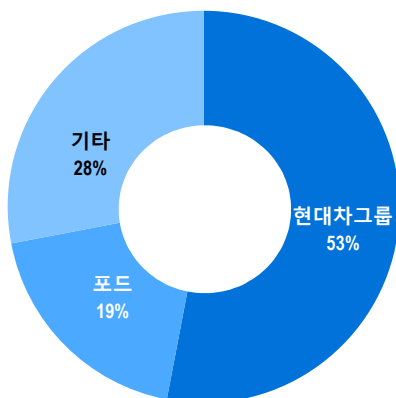
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(EFP 포함, 2Q19)



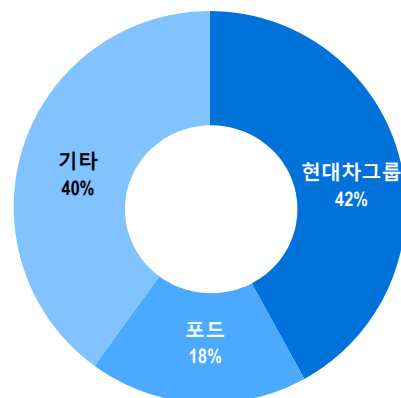
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(기존 한온시스템, 2Q19)



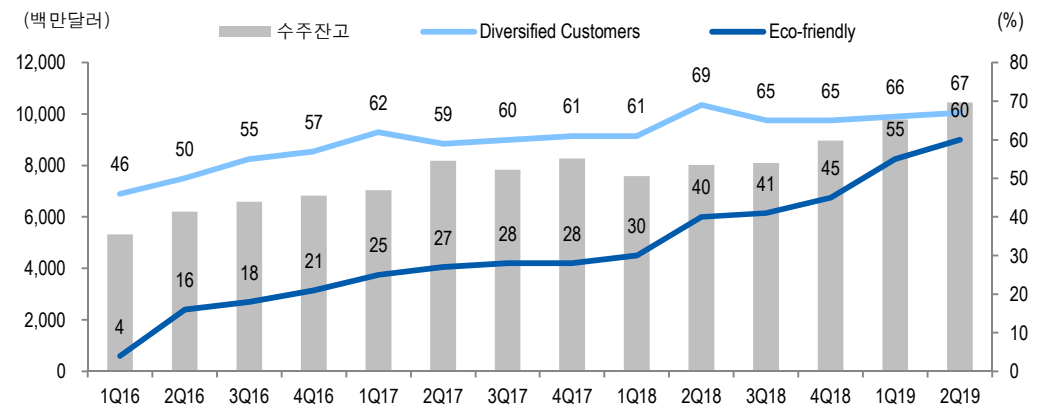
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(EFP 포함, 2Q19)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 55,857 | 59,376 | 73,120 | 79,909 | 82,931 |
| 매출원가 | 46,394 | 50,249 | 62,975 | 68,769 | 71,337 |
| 매출총이익 | 9,462 | 9,127 | 10,145 | 11,140 | 11,594 |
| 판매비 | 4,778 | 4,789 | 5,191 | 5,564 | 5,740 |
| 영업이익 | 4,684 | 4,338 | 4,954 | 5,577 | 5,854 |
| EBITDA | 6,699 | 6,617 | 10,437 | 12,799 | 12,816 |
| 영업외손익 | -469 | -542 | -647 | -632 | -533 |
| 외환관련손익 | -265 | -3 | -8 | -8 | -7 |
| 이자손익 | -111 | -176 | -417 | -433 | -340 |
| 관계기업관련손익 | 85 | 63 | 62 | 64 | 66 |
| 기타 | -179 | -425 | -285 | -256 | -252 |
| 법인세비용차감전순이익 | 4,215 | 3,796 | 4,307 | 4,945 | 5,320 |
| 법인세비용 | 1,231 | 959 | 936 | 1,029 | 1,107 |
| 계속사업순이익 | 2,984 | 2,837 | 3,371 | 3,916 | 4,213 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,984 | 2,837 | 3,371 | 3,916 | 4,213 |
| 지배지분순이익 | 2,886 | 2,776 | 3,341 | 3,881 | 4,176 |
| 포괄순이익 | 3,173 | 2,322 | 3,371 | 3,916 | 4,213 |
| 지배지분포괄이익 | 3,106 | 2,278 | 3,306 | 3,841 | 4,133 |

주: 영업이익의 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 | 34,721 | 35,101 | 40,168 |
| 현금및현금성자산 | 5,673 | 10,178 | 604 | 4,239 | 8,305 |
| 매출채권 및 기타채권 | 9,572 | 10,123 | 19,910 | 16,221 | 16,818 |
| 재고자산 | 4,686 | 5,058 | 10,194 | 10,628 | 11,031 |
| 비유동자산 | 18,783 | 24,966 | 38,460 | 35,850 | 33,914 |
| 유형자산 | 12,620 | 15,515 | 19,950 | 17,519 | 15,656 |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 966 | 989 | 989 | 989 | 989 |
| 기타투자자산 | 220 | 53 | 120 | 184 | 250 |
| 자산총계 | 41,196 | 53,558 | 73,181 | 70,951 | 74,081 |
| 유동부채 | 12,995 | 18,671 | 29,517 | 25,124 | 25,743 |
| 매입채무 및 기타채무 | 10,514 | 12,293 | 20,818 | 16,425 | 17,044 |
| 단기차입금 | 1,338 | 2,929 | 5,754 | 5,754 | 5,754 |
| 유동성장기부채 | 20 | 330 | 500 | 500 | 500 |
| 비유동부채 | 7,886 | 13,570 | 20,399 | 20,354 | 20,360 |
| 장기차입금 | 92 | 52 | 7,247 | 7,247 | 7,247 |
| 사채 | 5,989 | 10,370 | 9,872 | 9,872 | 9,872 |
| 부채총계 | 20,881 | 32,241 | 49,916 | 45,478 | 46,104 |
| 지배지분 | 19,787 | 20,367 | 22,183 | 24,356 | 26,824 |
| 자본금 | 534 | 534 | 534 | 534 | 534 |
| 자본잉여금 | -224 | -215 | -212 | -212 | -212 |
| 이익잉여금 | 20,738 | 21,796 | 23,450 | 25,624 | 28,092 |
| 비지배지분 | 528 | 949 | 1,083 | 1,117 | 1,154 |
| 자본총계 | 20,314 | 21,317 | 23,265 | 25,473 | 27,978 |
| 순차입금 | 1,299 | 6,179 | 22,512 | 18,876 | 14,811 |
| 총차입금 | 7,581 | 16,725 | 23,372 | 23,372 | 23,372 |

| 현금흐름표 | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 영업활동 현금흐름 | 5,667 | 4,713 | 5,244 | 9,847 | 10,689 |
| 당기순이익 | 2,984 | 2,837 | 3,371 | 3,916 | 4,213 |
| 감가상각비 | 1,806 | 1,941 | 4,056 | 5,500 | 5,271 |
| 외환손익 | 76 | 26 | 8 | 8 | 7 |
| 종속, 관계기업 관련손익 | -85 | -63 | -62 | -64 | -66 |
| 자산부채의 증감 | -314 | -1,875 | -3,731 | -1,227 | -420 |
| 기타현금흐름 | 1,200 | 1,846 | 1,603 | 1,715 | 1,684 |
| 투자활동 현금흐름 | -3,465 | -5,767 | -19,647 | -4,503 | -4,915 |
| 투자자산 | -28 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -3,221 | -4,197 | -5,093 | -3,069 | -3,409 |
| 유형자산 감소 | 294 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 기타현금흐름 | -510 | -1,670 | -14,655 | -1,535 | -1,607 |
| 재무활동 현금흐름 | -562 | 5,637 | 4,822 | -1,708 | -1,708 |
| 단기차입금 | -1,712 | 1,614 | 2,246 | 0 | 0 |
| 사채 및 장기차입금 | 2,865 | 5,935 | 3,899 | 0 | 0 |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -1,715 | -1,725 | -1,281 | -1,708 | -1,708 |
| 기타현금흐름 | 0 | -187 | -42 | 0 | 0 |
| 연결범위변동 등 기타 | -218 | -77 | 12 | 0 | 0 |
| 현금의 증감 | 1,421 | 4,505 | -9,569 | 3,635 | 4,066 |
| 기초 현금 | 4,252 | 5,673 | 10,178 | 604 | 4,239 |
| 기말 현금 | 5,673 | 10,178 | 604 | 4,239 | 8,305 |
| NOPLAT | 4,684 | 4,338 | 4,954 | 5,577 | 5,854 |
| FCF | 1,796 | -551 | 536 | 7,343 | 7,769 |

자료: 유안타증권

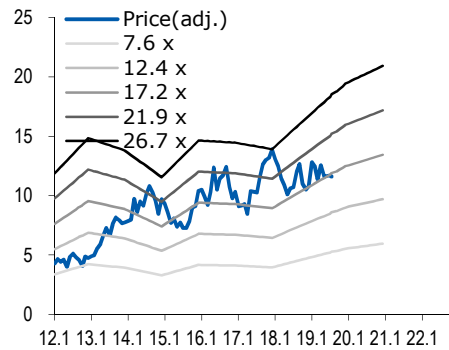
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| EPS | 541 | 520 | 626 | 727 | 782 |
| BPS | 3,707 | 3,816 | 4,156 | 4,563 | 5,025 |
| EBITDAPS | 1,255 | 1,240 | 1,955 | 2,398 | 2,401 |
| SPS | 10,464 | 11,123 | 13,698 | 14,970 | 15,536 |
| DPS | 305 | 320 | 320 | 320 | 320 |
| PER | 20.1 | 22.1 | 18.5 | 16.0 | 14.8 |
| PBR | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 8.9 | 10.3 | 8.2 | 6.4 | 6.1 |
| PSR | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 증가율 (%) | -2.1 | 6.3 | 23.1 | 9.3 | 3.8 |
| 영업이익 증가율 (%) | 10.9 | -7.4 | 14.2 | 12.6 | 5.0 |
| 지배순이익 증가율 (%) | -1.2 | -3.8 | 20.3 | 16.2 | 7.6 |
| 매출총이익률 (%) | 16.9 | 15.4 | 13.9 | 13.9 | 14.0 |
| 영업이익률 (%) | 8.4 | 7.3 | 6.8 | 7.0 | 7.1 |
| 자본순이익률 (%) | 5.2 | 4.7 | 4.6 | 4.9 | 5.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 12.0 | 11.1 | 14.3 | 16.0 | 15.5 |
| ROIC | 15.6 | 13.8 | 11.1 | 10.1 | 11.0 |
| ROA | 7.2 | 5.9 | 5.3 | 5.4 | 5.8 |
| ROE | 15.2 | 13.8 | 15.7 | 16.7 | 16.3 |
| 부채비율 (%) | 102.8 | 151.2 | 214.6 | 178.5 | 164.8 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 6.6 | 30.3 | 101.5 | 77.5 | 55.2 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 23.7 | 17.8 | 9.9 | 10.7 | 11.2 |

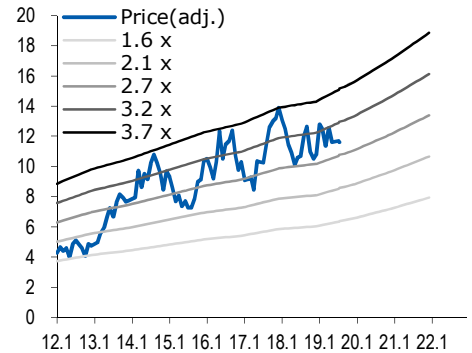
P/E band chart

(천원)

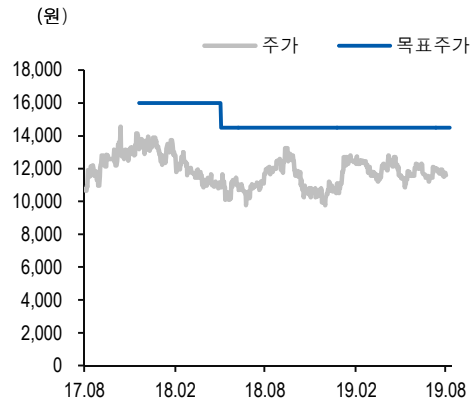


P/B band chart

(천원)



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
|------------|-------------|------------|--------------|-------------------|-----------------|
| 2019-08-14 | BUY | 14,500 | 1년 | | |
| 2019-05-14 | 1년 경과 이후 | | 1년 | -19.27 | -15.17 |
| 2018-05-14 | BUY | 14,500 | 1년 | -20.69 | -8.62 |
| 2017-11-30 | BUY | 16,000 | 1년 | -26.77 | -12.81 |
| | 담당자 변 경 | | | | |
| 2017-08-31 | 1년 경과 이후 | | 1년 | 6.30 | - |
| 2016-08-31 | HOLD | 12,000 | 1년 | -10.87 | - |

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) | 0.6 |
| Buy(매수) | 87.2 |
| Hold(중립) | 12.2 |
| Sell(비중 축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2019-08-11

※ 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.