

# 한온시스템 (018880)

자동차부품



남정미

02 3770 5587  
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (M)
현재주가 (8/13)	11,650원
상승여력	24%

시기총액	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 전년대비 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 OEM향 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 향 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 가이던스를 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 투자의견 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 성장을 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

### 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

자료: 유안타증권

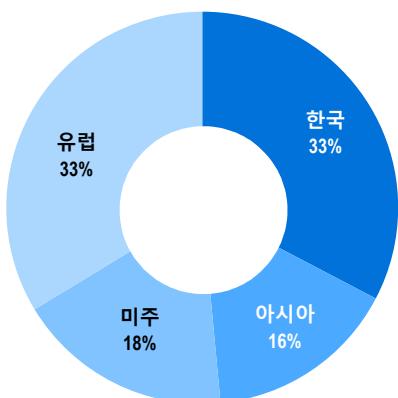
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(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

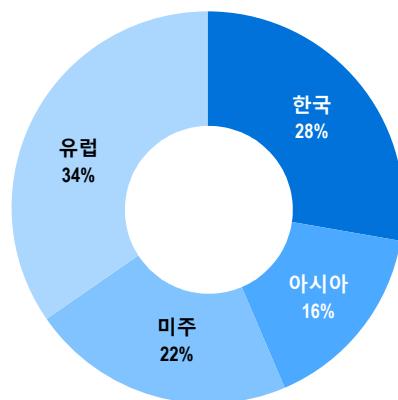
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

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



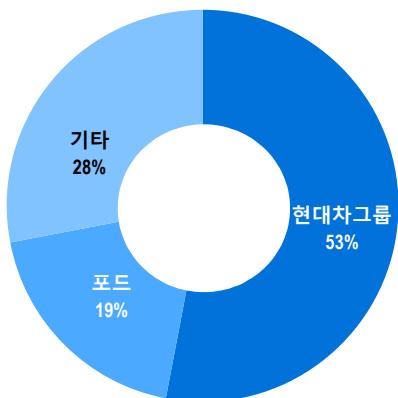
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

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



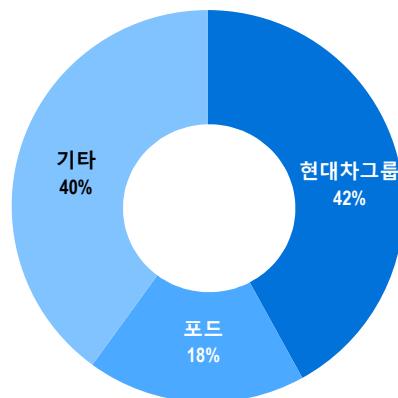
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

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



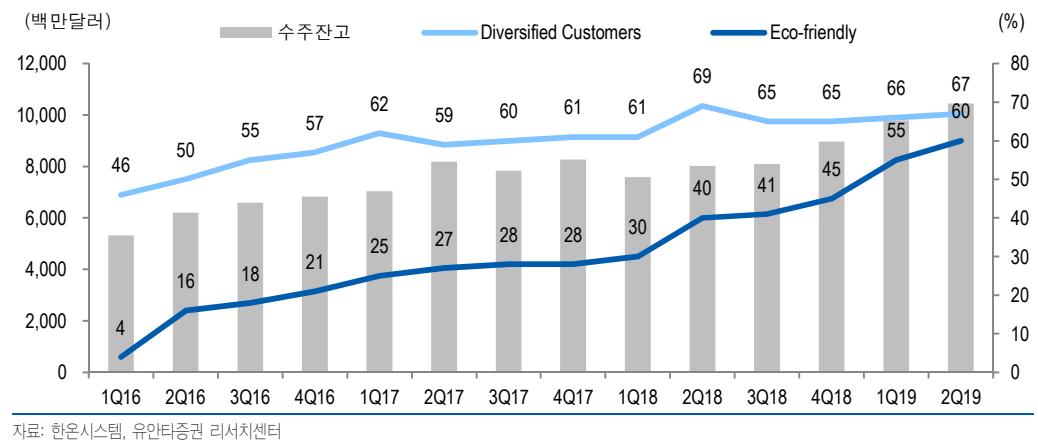
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

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



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



자료: 한온시스템, 유안티증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
매출액	<b>55,857</b>	<b>59,376</b>	<b>73,120</b>	<b>79,909</b>	<b>82,931</b>
매출원가	46,394	50,249	62,975	68,769	71,337
매출총이익	9,462	9,127	10,145	11,140	11,594
판관비	4,778	4,789	5,191	5,564	5,740
영업이익	<b>4,684</b>	<b>4,338</b>	<b>4,954</b>	<b>5,577</b>	<b>5,854</b>
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
법인세비용차감전순손익	4,215	3,796	4,307	4,945	5,320
법인세비용	1,231	959	936	1,029	1,107
계속사업순손익	2,984	2,837	3,371	3,916	4,213
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	3,371	3,916	4,213
지배지분순이익	<b>2,886</b>	<b>2,776</b>	<b>3,341</b>	<b>3,881</b>	<b>4,176</b>
포괄순이익	3,173	2,322	3,371	3,916	4,213
지배지분포괄이익	3,106	2,278	3,306	3,841	4,133

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
유동자산	<b>22,413</b>	<b>28,592</b>	<b>34,721</b>	<b>35,101</b>	<b>40,168</b>
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
관계기업등 지분관련자산	966	989	989	989	989
기타투자자산	220	53	120	184	250
자산총계	<b>41,196</b>	<b>53,558</b>	<b>73,181</b>	<b>70,951</b>	<b>74,081</b>
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	20,364	20,360
장기차입금	92	52	7,247	7,247	7,247
사채	5,989	10,370	9,872	9,872	9,872
부채총계	<b>20,881</b>	<b>32,241</b>	<b>49,916</b>	<b>45,478</b>	<b>46,104</b>
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	<b>20,314</b>	<b>21,317</b>	<b>23,265</b>	<b>25,473</b>	<b>27,978</b>
순차입금	<b>1,299</b>	<b>6,179</b>	<b>22,512</b>	<b>18,876</b>	<b>14,811</b>
총차입금	7,581	16,725	23,372	23,372	23,372

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
영업활동 현금흐름	<b>5,667</b>	<b>4,713</b>	<b>5,244</b>	<b>9,847</b>	<b>10,689</b>
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,관계기업관련손익	-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	<b>-3,465</b>	<b>-5,767</b>	<b>-19,647</b>	<b>-4,503</b>	<b>-4,915</b>
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	<b>-562</b>	<b>5,637</b>	<b>4,822</b>	<b>-1,708</b>	<b>-1,708</b>
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	<b>1,421</b>	<b>4,505</b>	<b>-9,569</b>	<b>3,635</b>	<b>4,066</b>
기초 현금	4,252	5,673	10,178	604	4,239
기말 현금	5,673	10,178	604	4,239	8,305
NOPLAT	<b>4,684</b>	<b>4,338</b>	<b>4,954</b>	<b>5,577</b>	<b>5,854</b>
FCF	<b>1,796</b>	<b>-551</b>	<b>536</b>	<b>7,343</b>	<b>7,769</b>

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

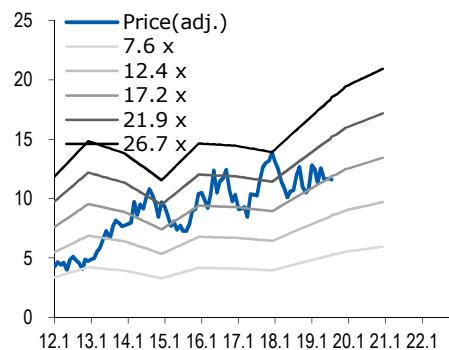
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
EPS	541	520	626	727	782
BPS	3,707	3,816	4,156	4,563	5,025
EBITDAPS	1,255	1,240	1,955	2,398	2,401
SPS	10,464	11,123	13,698	14,970	15,536
DPS	305	320	320	320	320
PER	<b>20.1</b>	<b>22.1</b>	<b>18.5</b>	<b>16.0</b>	<b>14.8</b>
PBR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

재무비율	(단위: 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
매출액 증가율 (%)	-2.1	6.3	23.1	9.3	3.8
영업이익 증가율 (%)	<b>10.9</b>	<b>-7.4</b>	<b>14.2</b>	<b>12.6</b>	<b>5.0</b>
지배순이익 증가율 (%)	-1.2	-3.8	20.3	16.2	7.6
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	13.9	13.9	14.0
영업이익률 (%)	<b>8.4</b>	<b>7.3</b>	<b>6.8</b>	<b>7.0</b>	<b>7.1</b>
지배순이익률 (%)	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	<b>15.2</b>	<b>13.8</b>	<b>15.7</b>	<b>16.7</b>	<b>16.3</b>
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

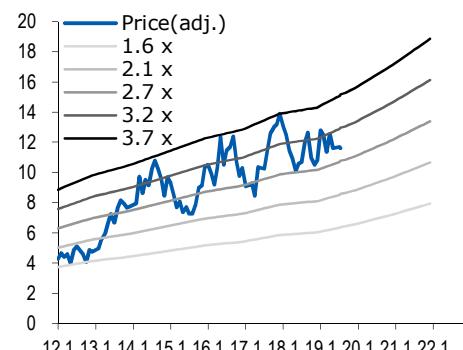
## P/E band chart

(천원)



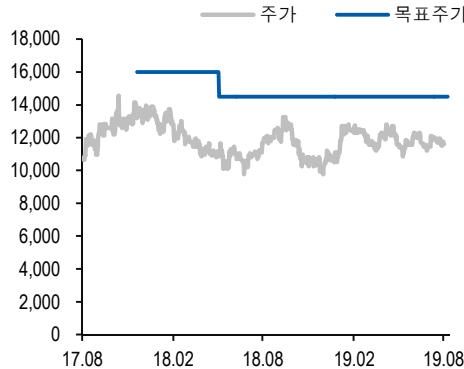
## P/B band chart

(천원)



## 한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				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
2017-08-31	1년 경과 이후		1년	6.30	-
2016-08-31	HOLD	12,000	1년	-10.87	-

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 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(비중축소)	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 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.