2019. 8. 14

▲ 자동차/타이어
Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

한온시스템 018880

비용통제 · 중국/유럽 수요회복 확인 필요

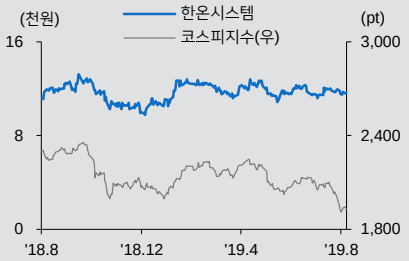
- ✓ 2Q19 영업이익, 시장기대치를 -12% 하회
- ✓ FP&C 사업 인수에 따른 실적 가산효과가 이뤄졌으나, PPA 과정에서 발생한 추가 상각비 부담 발생. 또한 중국/유럽 전방업체 수요부진 영향 이어지는 가운데, 타 부품업체와 달리 현대/기아차 가동률 개선 두드러진 국내 영업이익 또한 YoY 악화
- ✓ xEV 성장세 유지는 여전히 유효. 다만, 유의미한 기업가치 개선 위해서는 비용통제 및 전방수요 회복과 동행한 실적개선 필요. 적정주가 14,500원으로 하향

Buy

적정주가 (12 개월)	**14,500 원**
현재주가 (8.13)	**11,650 원**
상승여력	**24.5%**
KOSPI	1,925.83pt
시가총액	62,188억원
발행주식수	53,380만주
유동주식비율	30.01%
외국인비중	19.03%
52주 최고/최저가	13,250원/9,760원
평균거래대금	76.4억원
주요주주(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어앤테크놀로지	19.49
국민연금공단	6.02

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	1.3	-8.6	-2.5
상대주가	9.8	4.5	13.8

주가그래프



중국/유럽 매출감소와 인수비용 반영으로 2Q19 영업이익 시장기대치 하회

매출 1.90조원 (+25% YoY, 이하 YoY)으로 시장기대치에 부합. 합병 전 기준 매출은 1.49조원 (-2%)으로 현대/기아차 신차효과를 통한 국내/북미 매출 증가를 중국/유럽 수요부진이 상쇄. 다만, 지난 3월 인수작업이 마무리된 Magna FP&C 사업 매출이 0.41조원이 더해지며 전년동기 대비 매출 증대를 견인.

영업이익은 1,123억원 (+11%)으로 시장기대치를 -12% 하회. 중국/유럽 매출부진에 따른 고정비 부담 증가로 원가율 악화. FP&C는 영업이익 약 300억원 (영업이익률 8%)으로 손익개선에 기여했으나, 인수 후 PPA (Purchase Price Allocation) 과정에서 발생한 무형자산 상각비 80억원과 재고자산 처분손상 40억원이 발생.

xEV 성장 유효, 다만 기업가치 개선은 실적회복 근거 확인에 후행할 전망

동사의 xEV 매출은 빠르게 증가 중이며, 미래성장을 담보할 수주 또한 EV 플랫폼 비즈니스의 선도 OEM들을 대상으로 가파른 상승세를 보이고 있음.
xEV 매출비중: 16년 4.8%, 17년 7.2%, 18년 8.9%, 1Q19 8.9%, 2Q19 9.7%
xEV 신규 수주비중: 16년 35%, 17년 44%, 18년 63%, 19년 7월 YTD 78%
(1H19 중 GM 3세대 BEV 플랫폼, VW MEB & PPE, 현대차그룹 e-GMP 수주)

그러나 성장성에 대한 가치가 상대적으로 높은 밸류에이션을 통해 부여되고 있는 현 시점에서는, 여전히 90%를 구성하고 있는 non-xEV 매출의 증대와 이를 통한 연결손익 개선에 대한 가시성 확보 필요. 현대/기아차 회복을 통한 국내/북미 매출 상승과 더불어 2H19 중국/유럽 수요회복이 실현될 때 본격적인 기업가치 상승 국면이 시작될 수 있다고 판단. 투자의견 Buy 유지하나, 인수비용 증가를 반영한 조정 EPS 추정치에 낮아진 Peer 밸류에이션을 적용해 적정주가 14,500원으로 하향.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	5,585.7	468.4	288.6	541	-1.2	3,707	21.6	3.1	9.5	15.2	36.6
2018	5,937.6	433.8	277.6	520	-3.8	3,816	22.4	3.1	9.9	13.8	64.2
2019E	7,147.8	486.3	322.6	604	16.2	4,022	19.3	2.9	10.4	16.2	120.2
2020E	7,700.8	553.6	395.1	740	22.5	4,420	15.7	2.6	9.4	17.5	107.8
2021E	8,106.4	601.4	431.4	808	9.2	4,861	14.4	2.4	8.8	17.4	96.6

표1 중국/유럽 매출감소와 인수비용 반영으로 2Q19 영업이익 시장기대치 하회

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**1,904.1**	1,518.4	25.4	1,429.1	33.2	1,921.9	-0.9	1,924.2	-1.0
영업이익	**112.3**	100.8	11.4	93.5	20.1	127.5	-11.9	130.3	-13.8
세전이익	**89.8**	97.4	-7.8	76.4	17.6	115.7	-22.4	116.5	-23.0
순이익	**70.8**	70.3	0.8	56.0	26.5	84.8	-16.5	84.6	-16.3
영업이익률(%)	**5.9**	6.6		6.5		6.6		6.8	
세전이익률(%)	**4.7**	6.4		5.3		6.0		6.1	
순이익률(%)	**3.7**	4.6		3.9		4.4		4.4	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 인수비용 추가반영으로 19년, 20년 연간 손익, 시장기대치 소폭 하회 전망

	2019E			2020E		
(십억원)	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	**7,147.8**	7,330.3	-2.5	**7,700.8**	8,055.4	-4.4
영업이익	**486.3**	501.2	-3.0	**553.6**	598.6	-7.5
세전이익	**437.6**	447.6	-2.2	**535.7**	556.6	-3.8
순이익	**322.6**	326.5	-1.2	**395.1**	405.8	-2.6
영업이익률(%)	**6.8**	6.8	0.0%pt	**7.2**	7.4	-0.2%pt
세전이익률(%)	**6.1**	6.1	0.0%pt	**7.0**	6.9	0.0%pt
순이익률(%)	**4.5**	4.5	0.1%pt	**5.1**	5.0	0.1%pt

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 인수비용 확대 및 중국 수요의 더딘 회복 반영해 19년, 20년 이익추정치 조정

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	5,937.6	7,147.8	7,700.8
매출액 - 기존 추정	5,937.6	7,201.8	7,796.8
% change	**0.0%**	**-0.7%**	**-1.2%**
영업이익 - 신규 추정	433.8	486.3	553.6
영업이익 - 기존 추정	433.8	504.3	570.6
% change	**0.0%**	**-3.6%**	**-3.0%**
세전이익 - 신규 추정	379.6	437.6	535.7
세전이익 - 기존 추정	379.6	449.3	552.7
% change	**0.0%**	**-2.6%**	**-3.1%**
지배주주 순이익 - 신규 추정	277.6	322.6	395.1
지배주주 순이익 - 기존 추정	277.6	330.0	406.3
% change	**0.0%**	**-2.2%**	**-2.8%**
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	520.1	604.4	740.1
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	520.1	618.2	761.2
% change	**0.0%**	**-2.2%**	**-2.8%**

자료: 한온시스템 , 메리츠종금증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**1,386.9**	**1,518.4**	**1,419.8**	**1,612.5**	**1,429.1**	**1,904.1**	**1,802.1**	**2,012.6**	**5,937.6**	**7,147.8**	**7,700.8**
(% YoY)	-4.3	10.6	6.0	13.2	3.0	25.4	26.9	24.8	6.3	20.4	7.7
Korea	593.3	677.7	649.5	684.1	635.7	718.4	621.3	714.7	2,604.7	2,690.2	2,787.3
(%, y-y)	-4.0	1.7	4.6	25.9	7.2	6.0	-4.3	4.5	6.4	3.3	3.6
China	144.3	224.9	215.8	209.6	139.3	152.9	210.1	213.0	794.6	715.4	745.3
(%, y-y)	-41.0	58.0	5.0	-25.6	-3.5	-32.0	-2.6	1.6	-9.1	-10.0	4.2
North America	264.0	276.7	291.3	317.9	297.8	332.0	326.0	350.0	1,149.8	1,305.8	1,406.2
(%, y-y)	-5.2	-3.8	10.5	26.3	12.8	20.0	11.9	10.1	6.3	13.6	7.7
Europe	715.8	756.3	623.9	731.2	714.3	703.4	622.4	727.4	2,827.2	2,767.5	2,890.5
(%, y-y)	6.7	20.2	1.2	6.1	-0.2	-7.0	-0.2	-0.5	8.5	-2.1	4.4
Others	179.2	145.4	147.3	157.0	183.6	141.2	149.4	157.8	628.8	631.9	639.7
(%, y-y)	18.8	-0.6	-10.7	3.6	2.4	-2.9	1.4	0.5	2.5	0.5	1.2
Internal transaction	-509.7	-562.6	-507.9	-487.4	-541.6	-557.0	-499.0	-559.5	-2,067.6	-2,157.2	-2,162.4
(%, y-y)	-0.7	12.7	-4.6	-1.1	6.3	-1.0	-1.7	14.8	1.5	4.3	0.2
OP	**95.2**	**100.8**	**82.0**	**155.8**	**93.5**	**112.3**	**114.2**	**166.4**	**433.8**	**486.3**	**553.6**
(% YoY)	-25.1	-1.8	-18.6	13.0	-1.8	11.4	39.3	6.8	-7.4	12.1	13.8
RP	**90.1**	**97.4**	**74.8**	**117.4**	**76.4**	**89.8**	**118.1**	**153.4**	**379.6**	**437.6**	**535.7**
(% YoY)	-12.7	-1.1	-26.0	-1.1	-15.2	-7.8	57.8	30.7	-9.9	15.3	22.4
NP	**63.3**	**70.3**	**53.2**	**90.8**	**56.0**	**70.8**	**89.2**	**106.6**	**277.6**	**322.6**	**395.1**
(% YoY)	-11.3	4.7	-27.4	18.4	-11.6	0.8	67.7	17.4	-3.8	16.2	22.5
OP margin (%)	6.9	6.6	5.8	9.7	6.5	5.9	6.3	8.3	7.3	6.8	7.2
RP margin (%)	6.5	6.4	5.3	7.3	5.3	4.7	6.6	7.6	6.4	6.1	7.0
NP margin (%)	4.6	4.6	3.7	5.6	3.9	3.7	4.9	5.3	4.7	4.5	5.1

자료: 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 20년 EPS 추정치에 Denso 공조부문 가중평균 PER 적용해 적정주가 14,500원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a) – Denso 공조 및 열관리 사업부문 PER	19.3배
한온시스템 2020E EPS (원, b)	740원
Fair Value (원, c = a x b)	14,313원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	**14,500원**
현재 주가 (8월 13일 기준 종가)	11,650원
괴리율 (%)	**33.3%**

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 Denso의 공조 및 열관리 사업과 일반 부품 사업 간의 매출비중 차이에 근거한 가중평균 PER 밸류에이션을 산출 (적정 PER 19.3배)

(%, 배)	Denso의 사업부별 매출 비중		현재 Denso PER	사업부별 적용 PER	
	기타	공조 및 열관리	Bloomberg 기준	기타	공조 및 열관리
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e = (c- a / 100 x d) x 100 / b)
Denso	74.1	25.9	10.8	7.9	**19.3**

참고: 적정 PER 산정은 Denso 가 현재 거래되고 있는 PER 값에 각 사업부의 가치가 가중 평균되어 있다고 가정하고, 기타 사업의 가치를 배제한 공조 사업 만이 지닌 PER 값을 확인한 것

자료: Denso, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 Denso 일반 부품 사업 PER은 글로벌 부품업체 20E 평균 PER 7.9배 적용

기업명	시가총액 (조원)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E
현대모비스	22.7	9.5	8.3	0.7	0.7	5.3	4.5	7.7	8.1
만도	1.5	13.5	10.2	1.0	1.0	5.8	5.0	7.9	9.8
현대위아	1.1	15.6	9.1	0.4	0.3	5.6	4.4	2.3	3.9
에스엘	1.1	10.2	8.4	0.9	0.9	6.2	4.9	9.5	11.1
S&T모티브	0.7	n.a	9.6	1.0	0.9	5.5	4.6	0.2	8.5
우리산업	0.2	10.9	7.7	1.5	1.3	6.8	5.0	13.4	17.8
평화정공	0.2	7.4	6.0	0.3	0.3	2.5	2.1	4.6	5.4
Lear	8.3	7.4	6.7	1.6	1.4	4.1	3.9	21.5	21.5
Magna	19.2	8.0	7.3	1.3	1.2	4.6	4.8	17.7	17.5
Delphi	1.6	5.4	4.7	2.8	2.0	4.0	3.6	57.3	46.8
Autoliv	7.1	10.6	9.2	2.5	2.1	6.6	5.7	24.8	25.7
BorgWarner	8.3	8.5	7.9	1.4	1.3	5.0	4.5	17.6	17.3
Cummins	28.4	9.4	9.6	2.9	2.8	6.3	6.8	32.0	25.9
Aisin Seiki	10.7	8.5	7.5	0.6	0.6	3.9	3.5	7.2	8.1
Sumitomo Electric	11.3	8.9	8.2	0.6	0.6	5.0	4.5	6.6	6.8
JTEKT	4.6	10.3	9.1	0.7	0.7	4.6	4.2	7.5	7.9
Toyota Boshoku	3.1	8.5	7.9	0.9	0.8	2.9	2.4	10.6	10.6
Continental	30.2	9.9	8.2	1.2	1.1	4.6	4.0	11.1	13.1
Schaeffler	5.6	5.6	5.0	1.3	1.1	3.5	3.1	21.7	22.1
Hella	5.5	10.4	9.1	1.3	1.2	4.5	4.1	12.0	12.5
Faurecia	7.1	7.3	6.5	1.3	1.2	3.2	2.9	18.1	18.8
Valeo	8.6	12.6	8.5	1.3	1.2	4.1	3.8	10.1	13.9
Average		9.4	7.9	1.2	1.1	4.8	4.2	14.6	15.1

주: 평균값은 최대치·최소치를 제외한 Trimmean을 사용

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**5,585.7**	**5,937.6**	**7,147.8**	**7,700.8**	**8,106.4**
매출액증가율 (%)	-2.1	6.3	20.4	7.7	5.3
매출원가	4,639.4	5,024.9	6,101.7	6,552.8	6,884.4
매출총이익	946.2	912.7	1,046.1	1,148.0	1,222.0
판매관리비	477.8	478.9	559.8	594.4	620.7
영업이익	**468.4**	**433.8**	**486.3**	**553.6**	**601.4**
영업이익률	8.4	7.3	6.8	7.2	7.4
금융손익	-13.7	-18.4	-25.8	-24.6	-23.5
종속/관계기업손익	8.5	6.3	6.0	6.7	7.1
기타영업외손익	-46.9	-54.2	-48.7	-17.9	-16.4
세전계속사업이익	421.5	379.6	437.6	535.7	584.9
법인세비용	123.1	95.9	113.8	139.3	152.1
당기순이익	**298.4**	**283.7**	**323.9**	**396.4**	**432.9**
지배주주지분 순이익	288.6	277.6	322.6	395.1	431.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**566.7**	**471.3**	**442.2**	**870.2**	**752.5**
당기순이익(손실)	298.4	283.7	323.9	396.4	432.9
유형자산상각비	180.6	194.1	234.9	242.4	245.5
무형자산상각비	20.9	33.8	88.1	86.8	85.1
운전자본의 증감	-31.4	-187.5	-272.8	110.7	-44.3
투자활동 현금흐름	**-346.5**	**-576.7**	**-1,797.7**	**-600.8**	**-481.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-322.1	-419.7	-503.7	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-3.0	2.6	-21.1	-9.7	-7.1
재무활동 현금흐름	**-56.2**	**563.7**	**801.6**	**-233.4**	**-244.3**
차입금의 증감	115.2	754.9	972.4	-49.3	-46.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	142.1	450.5	-553.2	35.9	26.4
기초현금	426.5	568.6	1,017.8	464.6	500.6
기말현금	567.3	1,017.8	464.6	500.6	526.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,241.3	2,859.2	3,474.9	3,330.5	3,512.8
현금및현금성자산	567.3	1,017.8	464.6	500.6	526.9
매출채권	883.1	968.9	1,429.6	1,463.1	1,499.7
재고자산	468.6	505.8	786.3	716.4	778.8
비유동자산	1,878.3	2,496.6	3,700.0	3,939.1	4,174.4
유형자산	1,262.0	1,551.5	1,820.2	1,977.9	2,132.3
무형자산	437.7	564.0	1,469.1	1,532.3	1,597.2
투자자산	118.7	104.2	125.5	135.2	142.3
자산총계	**4,119.6**	**5,355.8**	**7,174.8**	**7,269.6**	**7,687.2**
유동부채	1,299.5	1,867.1	2,806.0	2,726.4	2,950.6
매입채무	732.9	799.3	962.2	1,036.6	1,091.2
단기차입금	133.8	292.9	878.6	878.6	878.6
유동성장기부채	2.0	33.0	46.2	46.2	46.2
비유동부채	788.6	1,357.0	2,126.8	2,088.9	2,047.0
사채	598.9	1,037.0	985.1	935.9	889.1
장기차입금	9.2	5.2	785.4	785.4	785.4
부채총계	**2,088.1**	**3,224.1**	**4,932.8**	**4,815.3**	**4,997.6**
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-22.4	-21.5	-23.1	-23.1	-23.1
기타포괄이익누계액	-126.1	-174.8	-174.8	-174.8	-174.8
이익잉여금	2,073.8	2,179.6	2,291.6	2,503.8	2,739.2
비지배주주지분	52.8	94.9	94.9	94.9	94.9
자본총계	**2,031.4**	**2,131.7**	**2,242.0**	**2,454.3**	**2,689.6**

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	10,464	11,123	13,390	14,426	15,186
EPS(지배주주)	541	520	604	740	808
CFPS	1,063	1,907	870	938	987
EBITDAPS	1,255	1,240	1,516	1,654	1,746
BPS	3,707	3,816	4,022	4,420	4,861
DPS	305	320	345	370	400
배당수익률(%)	2.6	2.7	3.0	3.2	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	21.6	22.4	19.3	15.7	14.4
PCR	12.7	12.3	9.6	8.6	8.2
PSR	10,464	11,123	13,390	14,426	15,186
PBR	3.1	3.1	2.9	2.6	2.4
EBITDA	669.9	661.7	809.3	882.7	932.0
EV/EBITDA	9.5	9.9	10.4	9.4	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	13.8	16.2	17.5	17.4
EBITDA 이익률	12.0	11.1	11.3	11.5	11.5
부채비율	36.6	64.2	120.2	107.8	96.6
금융비용부담률	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	2,368.2	1,776.0	1,106.2	1,234.6	1,314.8
매출채권회전율(x)	6.2	6.4	6.1	5.3	5.5
재고자산회전율(x)	12.4	12.2	11.1	10.2	10.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

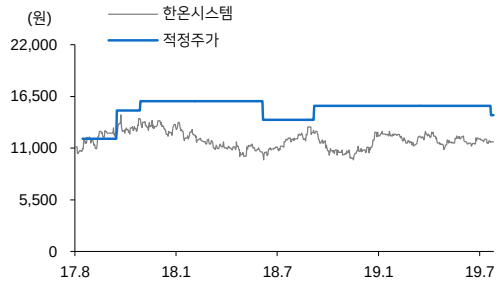
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2017.10.16	기업브리프	Buy	15,000	김준성	-12.6	-3.0
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김준성	-17.4	-12.5
2018.02.12	기업브리프	Buy	16,000	김준성	-21.2	-12.5
2018.04.16	산업분석	Buy	16,000	김준성	-24.9	-12.5
2018.07.03	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-23.0	-20.0
2018.08.10	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-17.6	-5.4
2018.10.02	기업브리프	Buy	15,500	김준성	-19.5	-17.4
2018.10.11	산업브리프	Buy	15,500	김준성	-26.2	-17.4
2018.11.07	산업분석	Buy	15,500	김준성	-25.6	-17.4
2019.05.27	산업분석	Buy	15,500	김준성	-25.2	-17.4
2019.08.14	기업브리프	Buy	14,500	김준성	-	-

주가 및 적정주가 변동추이