

한온시스템

HOLD(유지)

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(08/26)	11,200원	Up/Downside	+7.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2019. 08. 27

하반기 유럽이 성장 주도

Comment

3Q19, 유럽 법인 주목: 한온시스템은 2Q19에 EFP합병 효과로 현대차 그룹 매출 비중은 기존 53%에서 42%로 낮아졌고, VW 등으로 다변화되며 고객사 매출 비중을 갖추게 됐다. 유럽 신규 고객사로 인해 유럽 지역의 매출 성장이 돋보였는데 이러한 흐름은 하반기에 더욱 돋보일 전망이다. 3Q18에 유럽이 WLTP 적용으로 산업 생산량이 약 5% 감소했던데 반해, 3Q19에는 고객사들이 안정적인 생산량을 유지하고 있어 유럽 내 성장이 동사의 매출 성장을 이끌 전망이다. 중국 법인 역시 3Q19에는 상반기 대비 회복되고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 3Q19에 동사의 영업이익은 1,225억원(+49.4%YoY, +9.1%QoQ)으로 시장기대치(1,130억원)를 상회할 전망이다.

중국을 고려하면 다소 높은 가이던스: 하반기에 동사의 매출은 EFP 연결과 유럽 및 북미 법인 매출 증가로 19년 가이던스인 7.1조원을 상회할 것으로 예상된다. 그러나 영업이익률은 기존 중국 및 한국 법인의 매출 둔화로 가이던스 대비 부진한 6.9%에 그칠 전망이다. 중국 산업 수요는 3Q19에도 5~10% 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 기존 대비 19년 영업이익 추정치를 약 3% 하향한다.

Action

4Q19 이후 xEV 본격화: 동사의 19년 FWD PER는 20배 이상을 유지하고 있다. 현재의 정체된 상황을 타개하기 위해서는 xEV 판매 비중 증가에 의한 ASP 상승 효과의 확인이나 경쟁사들 대비 수주의 우위와 같은 객관적인 변화가 필요하다. 투자 의견을 HOLD로 유지하지만 4Q19 해외 OE 신규 프로그램의 매출 인식 등을 통한 수익성 개선과 xEV 매출 본격화가 동시에 이뤄진다면 긍정적인 변화가 가능할 전망이다. 4Q19에는 소량이지만 VW MEB 플랫폼 매출의 인식이 시작된다. 중국 산업 수요의 반등과 xEV 판매량 등을 예의주시할 필요가 있다.

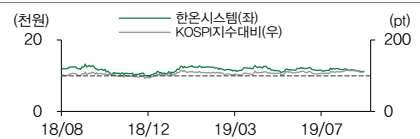
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	5,586	5,938	7,113	8,140	8,518
(증가율)	-2.1	6.3	19.8	14.4	4.6
영업이익	468	434	492	608	675
(증가율)	10.9	-7.4	13.4	23.5	11.1
지배주주순이익	289	278	291	348	381
EPS	541	520	544	652	714
PER (H/L)	27.2/14.8	27.5/18.5	20.6	17.2	15.7
PBR (H/L)	4.0/2.2	3.7/2.5	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA (H/L)	11.9/6.8	12.2/9.0	8.5	6.9	6.1
영업이익률	8.4	7.3	6.9	7.5	7.9
ROE	15.2	13.8	13.9	15.5	15.6

Stock Data

52주 최저/최고	9,760/13,250원
KOSDAQ /KOSPI	583/1,916pt
시가총액	59,786억원
60일-평균거래량	625,433
외국인지분율	19.0%
60일-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	한안코오투홀딩스 50.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-5.5	-1.3	-6.3
상대기준	1.9	5.3	12.2

도표 1. 한온시스템 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,387	1,518	1,420	1,612	1,429	1,904	1,817	1,963	5,586	5,938	7,113	8,140
아시아	917	1,048	1,013	1,051	959	1,076	1,053	1,132	3,922	4,028	4,223	4,457
북미	264	277	291	318	298	472	431	96	1,081	1,150	1,297	1,685
유럽	716	756	624	731	714	959	906	1,384	2,605	2,827	3,963	4,711
영업이익	95	101	82	156	93	112	123	164	468	434	492	608
아시아	61	69	62	2	43	45	52	66	338	194	205	229
북미	9	6	-3	22	9	24	20	-8	42	34	45	65
유럽	19	23	22	132	38	55	48	89	81	197	230	302
영업이익률	6.9	6.6	5.8	9.7	6.5	5.9	6.7	8.3	8.4	7.3	6.9	7.5
아시아	6.7	6.6	6.1	0.2	4.5	4.2	4.9	5.8	8.6	4.8	4.9	5.1
북미	3.4	2.3	-1.2	6.8	3.1	5.0	4.5	-8.1	3.9	2.9	3.4	3.9
유럽	2.7	3.1	3.6	18.1	5.3	5.7	5.3	6.4	3.1	7.0	5.8	6.4
지배주주순이익	63	70	53	91	56	71	71	93	289	278	291	348
지배주주순이익률	4.6	4.6	3.7	5.6	3.9	3.7	3.9	4.7	5.2	4.7	4.1	4.3

자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	2,241	2,859	3,139	3,464	3,713
현금및현금성자산	567	1,018	975	983	1,050
매출채권및기타채권	957	1,012	1,205	1,345	1,394
재고자산	469	506	552	651	680
비유동자산	1,878	2,497	2,528	2,619	2,766
유형자산	1,262	1,551	1,638	1,760	1,934
무형자산	438	564	530	500	472
투자자산	119	104	102	102	102
자산총계	4,120	5,356	5,667	6,083	6,479
유동부채	1,299	1,867	2,052	2,283	2,461
매입채무및기타채무	1,051	1,229	1,414	1,646	1,823
단기차입금및단기차채	134	453	453	453	453
유동성장기부채	2	33	33	33	33
비유동부채	789	1,357	1,357	1,357	1,357
사채및차입금	608	1,042	1,042	1,042	1,042
부채총계	2,088	3,224	3,409	3,641	3,818
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-22	-21	-21	-21	-21
이익잉여금	2,074	2,180	2,299	2,477	2,687
비지배주주지분	53	95	101	109	117
자본총계	2,031	2,132	2,258	2,443	2,661

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	567	471	512	672	837
당기순이익	298	284	297	356	389
현금유출이없는비용및수익	416	469	436	513	573
유형및무형자산상각비	202	228	301	357	404
영업관련자산부채변동	-31	-187	-111	-66	19
매출채권및기타채권의감소	-24	-82	-193	-140	-49
재고자산의감소	-56	-45	-46	-99	-29
매입채무및기타채무의증가	77	64	185	231	177
투자활동현금흐름	-347	-577	-370	-458	-567
CAPEX	-322	-420	-353	-448	-551
투자자산의순증	-11	21	2	0	0
재무활동현금흐름	-56	564	-204	-204	-204
사채및차입금의 증가	84	919	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	1	0	0	0
배당금지급	-171	-172	-171	-171	-171
기타현금흐름	-22	-8	19	0	0
현금의증가	142	451	-43	9	66
기초현금	425	567	1,018	975	983
기말현금	567	1,018	975	983	1,050

자료: 한은시스템 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	5,586	5,938	7,113	8,140	8,518
매출원가	4,639	5,025	6,021	6,846	7,125
매출총이익	946	913	1,092	1,294	1,393
판관비	478	479	600	686	718
영업이익	468	434	492	608	675
EBITDA	670	662	793	964	1,079
영업외손익	-47	-54	-86	-120	-141
금융손익	-14	-18	-43	-65	-68
투자손익	9	6	7	10	12
기타영업외손익	-42	-42	-50	-65	-85
세전이익	422	380	407	487	533
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	298	284	297	356	389
지배주주지분순이익	289	278	291	348	381
비지배주주지분순이익	10	6	6	8	8
총포괄이익	317	232	297	356	389
증감률(%YoY)					
매출액	-2.1	6.3	19.8	14.4	4.6
영업이익	10.9	-7.4	13.4	23.5	11.1
EPS	-1.2	-3.8	4.7	19.8	9.5

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	541	520	544	652	714
BPS	3,707	3,816	4,040	4,372	4,766
DPS	305	320	320	320	320
Multiple(배)					
P/E	25.7	20.8	20.6	17.2	15.7
P/B	3.7	2.8	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.5	6.9	6.1
수익성(%)					
영업이익률	8.4	7.3	6.9	7.5	7.9
EBITDA마진	12.0	11.1	11.1	11.8	12.7
순이익률	5.3	4.8	4.2	4.4	4.6
ROE	15.2	13.8	13.9	15.5	15.6
ROA	7.5	6.0	5.4	6.1	6.2
ROC	15.5	13.2	12.7	14.9	15.8
안정성및기타					
부채비율(%)	102.8	151.2	151.0	149.0	143.5
이자보상배율(배)	23.7	17.8	14.6	18.1	20.1
배당성향(배)	54.6	60.2	57.5	48.0	43.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한은시스템 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/08	Hold	12,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경