한온시스템 (018880)

자동차부품

남정미
02 3770 5587
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (M)
현재주가 (9/9)	11,450원
상승여력	27%

시가총액	61,120억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	73억원
60일 평균 거래량	626,762주
52주 고	13,250원
52주 저	9,760원
외인지분율	19.03%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.6)	(0.9)	(7.7)
상대	(6.5)	1.7	4.3
절대(달러환산)	(1.1)	(1.8)	(13.1)

친환경차에는 한온시스템이 있다

친환경차 시장 확대로 영향력 증가

한온시스템은 열관리 시스템(공조)을 담당하는 업체로 글로벌 Top tier 수준의 기술을 보유하고 있다. 기존 내연기관차(ICE) 대비 친환경차에 있어 열관리 시스템의 중요성은 더욱 확대된다. 기존에 열관리 시스템과 구동장치와의 직접적인 관계성이 다소 적었으나, 친환경차에 있어 열관리 시스템은 자동차의 주요 기능인 주행 성능을 차별화 할 수 있는 장치이기 때문이다. 수소전기차에서 열관리 장치는 운전장치의 일환으로 스택에서 발생하는 온도를 최적화시켜 스택 구동에 있어 필요한 환경을 만들어준다. ICE 대비 요구하는 스펙의 상향, 그리고 작동 방식의 차이 등으로 인하여 ICE 부품 대비 납품단가가 상승한다. 또한 한온시스템은 열관리시스템과 관련하여 에어컴프레서, 쿨링모듈, COD 히터 등 부품을 납품할 뿐만 아니라 2차 협력사로부터 관련 부품을 납품받아 시스템 모듈 방식으로 제공하고 있다. 전기차·수소전기차 등 모든 친환경차량 비중 확대시 제품단가 상승에 따른 수혜를 받을 것으로 전망한다.

4Q19 MEB 프로젝트 이익 반영 시작

4분기 폭스바겐 MEB 프로젝트가 본격적으로 이익으로 반영되기 시작한다. MEB 첫 전기차 모델인 ID.3가 11월부터 양산되며 동사 역시 관련 매출이 시현될 예정이다. 2020년 10~15만대가 새롭게 반영될 것으로 예상한다. 또한, 폭스바겐 MEB 플랫폼을 다른 제조사에게도 공개하고 있음에 따라 MEB향 매출 전망치가 추가적으로 상향될 여지도 존재한다. 최근 포드사는 2023년부터 MEB 기반의 전기차를 60만대 가량 생산할 예정이라고 밝혔다. 이 외에도 2020년부터 유럽 배기가스 규제 강화되며, 기존 고객사의 친환경차 비중 확대가 예상된다는 점도 긍정적이다.

하반기부터는 실적개선이 진행될 전망이다. 상반기 실적 부진의 주 요인이었던 유럽과 중국에서도 낮은 기저효과 영향으로 실적이 점진적으로 좋아질 것으로 판단한다. 동사에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 하반기 실적 개선 기대감은 유효하다. 다만, Fwd12M PER이 16.8배 수준으로 친환경차 시장 확대에 대한 이익 성장 기대감이 일부 반영되었다고 판단한다. 향후 친환경차 관련 수주 및 이익가시화 속도에 따라 추가적인 주가 상승 모멘텀은 존재한다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	19,007	33.9	-0.2	18,374	3.4
영업이익	1,236	50.8	10.1	1,132	9.3
세전계속사업이익	1,114	48.9	24.2	1,039	7.3
지배순이익	875	64.5	24.2	752	16.3
영업이익률 (%)	6.5	+0.7 %pt	+0.6 %pt	6.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	+0.9 %pt	+0.9 %pt	4.1	+0.5 %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	8.1	6.3
ROE	15.2	13.8	15.7	16.7

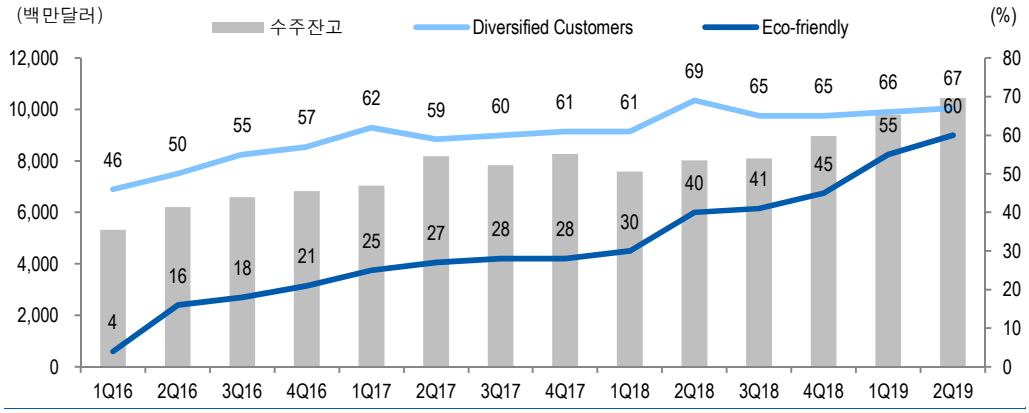
자료: 유안타증권

[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

[그림 1] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

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
판관비	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
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	**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: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 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
관계기업등 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,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	**-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**

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**	**8.1**	**6.3**	**6.0**
PSR	**1.0**	**1.0**	**0.8**	**0.8**	**0.7**

재무비율

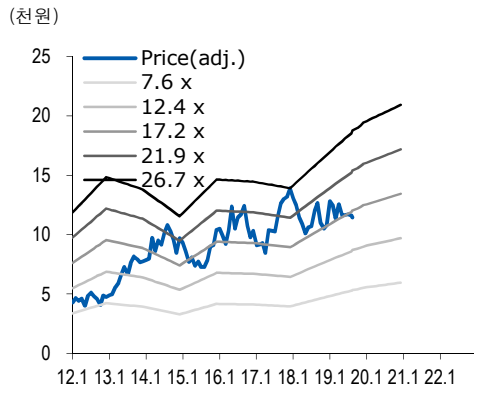
(단위: 배, %)

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**
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	**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

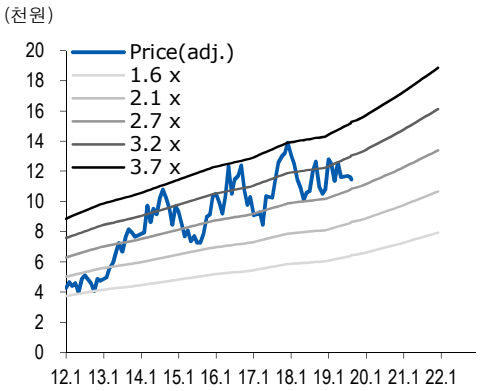
자료: 유안타증권

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

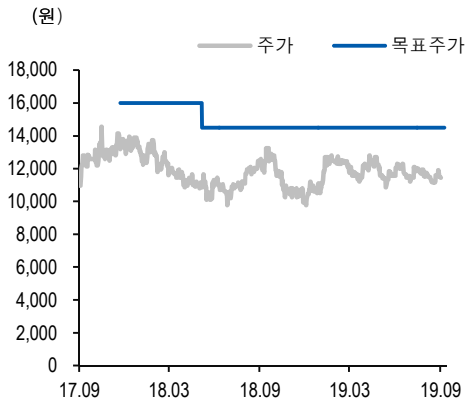
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	BUY	14,500	1년		
2019-05-14	1년 경과 이후		1년	-19.71	-15.17
2018-05-14	BUY	14,500	1년	-20.72	-8.62
2017-11-30	BUY	16,000	1년	-26.77	-12.81
	담당자 변경				
2017-09-28	1년 경과 이후		1년	8.99	-
2016-09-28	HOLD	12,000	1년	-11.61	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-07

※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.