

한온시스템 (018880)

3분기 부합 전망. 고정비 상승 구간

4분기부터 폭스바겐향 전동화 부품군 납품

한온시스템에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 1.4만원을 유지한다. 3분기 실적은 중국 부진에도 불구하고, 양호한 북미/유럽 실적과 2분기 연결 편입된 EFP 부문의 기여에 힘입어 시장 기대치에 부합할 것으로 보인다. 2분기부터 본격적으로 늘어나기 시작한 감가상각비/무형자산상각비 부담으로 내년까지 이익 모멘텀이 약하다는 것이 부담이지만, 4분기 이후 폭스바겐과 중국 전기차 업체향 전동화 부품군 납품이 시작되는 등 친환경차 부문에서의 성장성은 유효하다. 시설투자 수요가 금년을 기점으로 점차 낮아질 것으로 보여 내년부터는 분기배당의 증가 가능성이 있다는 판단이다.

3Q19 Preview: 영업이익률 5.8% 전망

3분기 실적은 시장 기대치에 부합할 전망이다(영업이익 기준 -2%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 31%/32% 증가한 1,85조원/1,078억원(영업이익률 5.8%, +0.0%p (YoY))으로 예상된다. 중국을 포함한 아시아 지역의 매출액이 부진하겠지만, 완성차의 출하가 양호한 북미/유럽 지역의 매출액이 증가하고, 2분기부터 연결 편입된 EFP의 매출액이 가세했기 때문이다. 영업이익률은 전년 수준일 것으로 보인다. 인수한 EFP의 수익성이 기존 한온시스템에 비해 소폭 높지만, 최근 늘어난 유형자산 투자와 EFP 인수가격에 대한 분기 배분의 영향으로 상각비용이 크게 늘어나기 때문이다. 인수를 위한 차입금 조달의 영향으로 이자비용이 증가하면서 세전이익 증가율은 영업이익 증가율보다 낮은 19%로 전망한다.

고정비 상승 구간

주요 고객사의 신차 출시 효과와 전동화 부품군의 성장에도 불구하고, 상각비 부담으로 내년까지 수익성은 다소 낮아질 전망이다. 한온시스템의 2015년~2017년 3년간 연평균 유형자산 투자는 2,660억원이었지만, 2018년~2020년에는 연평균 4,570억원으로 증가했고, 2015년 이후 개발비에 대한 자산화 처리로 무형자산 투자도 증가했는데, 관련하여 감가상각비와 무형자산상각비가 모두 증가한다. EFP 인수로 EFP로부터의 감가상각비도 연간 680억원 발생하고, 인수가격배분(PPA)도 연간 320억원 발생할 전망이다. 종합적으로 보면, 상각비용 합계는 2018년 2,280억원에서 2019년 4,000억원, 2020년 4,810억원으로 증가하고, 매출액 대비 상각비용 비율도 3.8%/5.6%/6.3%로 높아질 것이다. 관련한 수익성 부담은 유형자산 투자가 줄어들고, 전동화 부품군의 성장률이 가속화되는 내년 이후로 완화될 전망이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 14,000원 | CP(10월 16일): 11,950원

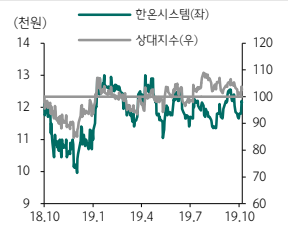
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,082.83
52주 최고/최저(원)	12,800/9,760
시가총액(십억원)	6,378.9
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	594.2
60일 평균 거래대금(십억원)	7.0
19년 배당금(예상, 원)	320
19년 배당수익률(예상, %)	2.68
외국인지분율(%)	19.21
주요주주 지분율(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.4) 0.4 1.3
상대	(1.4) 8.4 4.3

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	7,168.9	7,836.0
영업이익(십억원)	482.2	561.5
순이익(십억원)	310.6	373.0
EPS(원)	574	691
BPS(원)	4,092	4,435

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,585.7	5,937.6	7,123.4	7,637.9	8,019.8
영업이익	십억원	468.4	433.8	495.0	521.1	614.7
세전이익	십억원	421.5	379.6	421.9	433.3	536.1
순이익	십억원	288.6	277.6	304.4	309.4	382.8
EPS	원	541	520	570	580	717
증감률	%	(1.1)	(3.9)	9.6	1.8	23.6
PER	배	25.71	20.76	20.95	20.62	16.66
PBR	배	3.75	2.83	2.88	2.73	2.52
EV/EBITDA	배	11.35	9.80	9.72	8.49	7.67
ROE	%	15.16	13.83	14.31	13.58	15.72
BPS	원	3,707	3,816	4,154	4,383	4,740
DPS	원	305	320	320	360	360



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,387	1,518	1,420	1,612	1,429	1,904	1,854	1,936	5,704	5,586	5,938	7,123	7,638
매출총이익	211	221	198	282	201	262	252	331	899	946	913	1,046	1,110
판매비	116	120	116	126	108	150	145	150	476	478	479	551	589
영업이익	95	101	82	156	93	112	108	182	423	468	434	495	521
세전이익	90	97	75	117	76	90	89	167	416	422	380	422	433
순이익	66	73	55	90	57	71	66	119	304	298	284	312	321
지배주주순이익	63	70	53	91	56	71	64	114	292	289	278	304	309
Margin													
매출총이익률	15.2	14.6	14	17.5	14.1	13.7	13.6	17.1	15.8	16.9	15.4	14.7	14.5
영업이익률	6.9	6.6	5.8	9.7	6.5	5.9	5.8	9.4	7.4	8.4	7.3	6.9	6.8
순이익률	4.7	4.8	3.9	5.6	4	3.7	3.5	6.1	5.3	5.3	4.8	4.4	4.2

자료: 한온시스템, 하나금융투자

표 2. 한온시스템의 Capex와 상각비 총액 추이

구분	단위	14	15	16	17	18	19F	20F
매출액	십억원	5,455	5,558	5,704	5,586	5,938	7,123	7,638
영업이익	십억원	370	360	423	468	434	495	521
(영업이익률)	%	6.8	6.5	7.4	8.4	7.3	6.9	6.8
Capex	십억원	269	227	250	322	420	500	450
무형자산 투자	십억원	5	39	85	105	144	120	120
상각비 (감가상각비+무형자산상각비)	십억원	165	174	186	202	228	400	481
(상각비/매출액)	%	3.0	3.1	3.3	3.6	3.8	5.6	6.3

자료: 한온시스템, 하나금융투자

표 3. 한온시스템의 주당 배당금과 기대 배당수익률 추이

구분	단위	14	15	16	17	18	19F	20F
지배주주 순이익	십억원	275	231	292	289	278	304	309
EPS	원	516	432	547	541	520	570	580
주당 배당금	원	194	194	225	305	320	320	360
배당성향	%	38	45	41	56	62	56	62
기대 배당수익률	%						2.7	3.0

자료: 한온시스템, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,585.7	5,937.6	7,123.4	7,637.9	8,019.8
매출원가	4,639.4	5,024.9	6,077.2	6,527.5	6,792.2
매출총이익	946.3	912.7	1,046.2	1,110.4	1,227.6
판매비	477.8	478.9	551.2	589.4	613.0
영업이익	468.4	433.8	495.0	521.1	614.7
금융손익	(13.7)	(18.4)	(68.8)	(72.8)	(65.5)
중속/관계기업손익	8.5	6.3	6.0	6.3	6.6
기타영업외손익	(41.8)	(42.0)	(10.3)	(21.3)	(19.7)
세전이익	421.5	379.6	421.9	433.3	536.1
법인세	123.1	95.9	109.7	112.6	139.4
계속사업이익	298.4	283.7	312.2	320.6	396.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	298.4	283.7	312.2	320.6	396.7
비지배주주지분순이익	9.8	6.1	7.8	11.2	13.9
지배주주순이익	288.6	277.6	304.4	309.4	382.8
지배주주지분포괄이익	310.6	227.8	786.0	314.5	389.2
NOPAT	331.6	324.2	366.3	385.6	454.9
EBITDA	669.9	661.7	894.7	1,002.0	1,081.4
성장성(%)					
매출액증가율	(2.1)	6.3	20.0	7.2	5.0
NOPAT증가율	7.4	(2.2)	13.0	5.3	18.0
EBITDA증가율	10.1	(1.2)	35.2	12.0	7.9
영업이익증가율	10.9	(7.4)	14.1	5.3	18.0
(지배주주)순이익증가율	(1.2)	(3.8)	9.7	1.6	23.7
EPS증가율	(1.1)	(3.9)	9.6	1.8	23.6
수익성(%)					
매출총이익률	16.9	15.4	14.7	14.5	15.3
EBITDA이익률	12.0	11.1	12.6	13.1	13.5
영업이익률	8.4	7.3	6.9	6.8	7.7
계속사업이익률	5.3	4.8	4.4	4.2	4.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	541	520	570	580	717
BPS	3,707	3,816	4,154	4,383	4,740
CFPS	1,338	1,410	1,616	1,851	1,997
EBITDAPS	1,255	1,240	1,676	1,877	2,026
SPS	10,464	11,123	13,345	14,309	15,024
DPS	305	320	320	360	360
추가지표(배)					
PER	25.7	20.8	21.0	20.6	16.7
PBR	3.7	2.8	2.9	2.7	2.5
PCFR	10.4	7.7	7.4	6.5	6.0
EV/EBITDA	11.4	9.8	9.7	8.5	7.7
PSR	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	15.2	13.8	14.3	13.6	15.7
ROA	7.2	5.9	4.9	4.4	5.4
ROIC	15.2	12.8	9.8	8.3	9.9
부채비율	102.8	151.2	203.6	189.3	165.2
순부채비율	6.5	29.3	95.7	82.2	67.4
이자보상배율(배)	23.7	17.8	6.4	6.8	8.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,241.3	2,859.2	3,021.0	2,979.6	2,972.7
금융자산	628.3	1,054.6	633.4	625.2	500.9
현금성자산	567.3	1,017.8	589.2	577.8	451.2
매출채권 등	957.2	1,012.3	1,295.2	1,273.0	1,336.6
재고자산	468.6	505.8	712.3	694.4	729.1
기타유동자산	187.2	286.5	380.1	387.0	406.1
비유동자산	1,878.3	2,496.6	4,017.6	4,109.0	4,064.6
투자자산	118.7	104.2	107.8	110.1	112.4
금융자산	22.0	3.1	3.7	4.0	4.2
유형자산	1,262.0	1,551.5	2,160.2	2,202.3	2,115.1
무형자산	437.7	564.0	1,433.6	1,480.6	1,521.0
기타비유동자산	59.9	276.9	316.0	316.0	316.1
자산총계	4,119.6	5,355.8	7,038.6	7,088.5	7,037.3
유동부채	1,299.5	1,867.1	2,135.4	2,034.6	1,964.9
금융부채	138.0	492.3	525.6	313.6	161.4
매입채무 등	1,051.4	1,229.3	1,474.8	1,581.3	1,660.4
기타유동부채	110.1	145.5	135.0	139.7	143.1
비유동부채	788.6	1,357.0	2,584.9	2,603.6	2,419.1
금융부채	622.3	1,186.7	2,326.7	2,326.7	2,128.3
기타비유동부채	166.3	170.3	258.2	276.9	290.8
부채총계	2,088.1	3,224.1	4,720.4	4,638.2	4,384.0
지배주주지분	1,978.6	2,036.8	2,217.1	2,339.7	2,530.4
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(22.4)	(21.5)	(20.6)	(20.6)	(20.6)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(126.1)	(174.8)	(128.8)	(128.8)	(128.8)
이익잉여금	2,073.8	2,179.6	2,313.2	2,435.8	2,626.4
비지배주주지분	52.8	94.9	101.1	110.7	122.9
자본총계	2,031.4	2,131.7	2,318.2	2,450.4	2,653.3
손금유부채	132.0	624.4	2,218.9	2,015.1	1,788.8

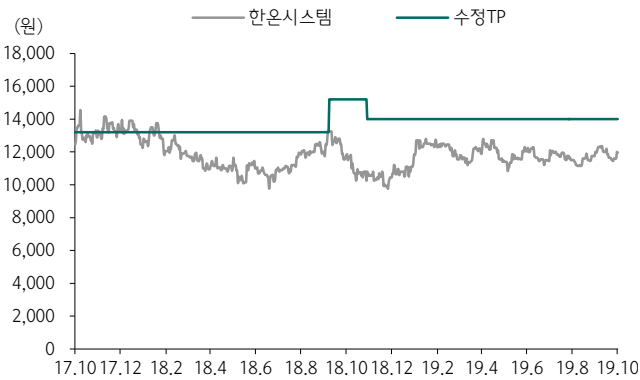
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	566.7	471.3	426.3	970.7	845.2
당기순이익	298.4	283.7	312.2	320.6	396.7
조정	299.7	375.1	374.2	487.0	469.6
감가상각비	201.5	227.9	399.7	480.9	466.7
외환거래손익	7.6	2.6	(20.0)	5.0	5.0
지분법손익	(8.5)	(6.3)	(6.0)	(6.3)	(6.6)
기타	99.1	150.9	0.5	7.4	4.5
영업활동자산부채변동	(31.4)	(187.5)	(260.1)	163.1	(21.1)
투자활동 현금흐름	(346.5)	(576.7)	(1,414.7)	(575.8)	(424.7)
투자자산감소(증가)	(11.5)	20.7	0.8	2.3	2.7
유형자산감소(증가)	(292.7)	(410.1)	(500.0)	(450.0)	(300.0)
기타	(42.3)	(187.3)	(915.5)	(128.1)	(127.4)
재무활동 현금흐름	(56.2)	563.7	1,003.3	(398.9)	(542.7)
금융부채증가(감소)	83.5	918.7	1,173.3	(212.1)	(350.6)
자본증가(감소)	0.7	0.9	0.8	0.0	0.0
기타재무활동	31.1	(183.4)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(171.5)	(172.5)	(170.8)	(186.8)	(192.2)
현금의 증감	142.1	450.5	(428.5)	(113.3)	(126.7)
Unlevered CFO	714.2	752.6	862.4	988.2	1,066.2
Free Cash Flow	244.5	51.5	(73.7)	520.7	545.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.14	BUY	14,000		
18.9.24	Neutral	15,200	-24.70%	-15.13%
17.10.17	Neutral	13,200	-8.93%	10.23%
17.8.16	Neutral	11,000	9.56%	19.55%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 10월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.