

2019. 11. 7



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA **이다빈**
02. 6454-4882
dabin.lee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 12,500 원

현재주가 (11.6) 11,600 원

상승여력 7.8%

KOSPI	2,144.15pt
시가총액	61,921억원
발행주식수	53,380만주
유동주식비율	30.01%
외국인비중	19.50%
52주 최고/최저가	12,800원/9,760원
평균거래대금	69.2억원

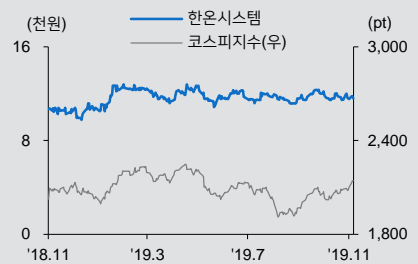
주요주주(%)

한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49
국민연금공단	6.02

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	-5.3	7.9
상대주가	-6.2	-3.0	5.2

주가그래프



한온시스템 018880

낮아진 성장 가시성

- ✓ 지난 5년간 연평균 매출 성장을 2%에 불과했던 동사가 상대적으로 높은 밸류에이션에 거래됐던 이유는, 20년 전후 시작될 EV 수요성장에 동행한 구조적 외형 및 손익 개선이 시작할 수 있다는 기대감의 반영이었음
- ✓ FP&C 인수효과를 제외한 19년/20년 YoY 매출 및 영업이익의 성장이 모두 2% 이하에 그칠 예정인 현재, 동사의 높은 밸류에이션에 대한 부담 발현 불가피할 전망
- ✓ 투자 의견을 Hold로 하향하며, 적정주가 또한 14,500원에서 12,500원으로 조정

높아진 비용부담 3Q19에도 지속, 19년 연간 가이던스 하회 달성 전망

지난 2Q19 FP&C 인수효과가 본격 발현되며, 상각비 및 금융비용 부담이 연결 손익에 반영되기 시작 (2Q19 감가상각비 1,100억원 (+100% YoY), 금융비용 246억원 (+182% YoY)). 이번 3Q19 실적에서도 해당비용에 대한 부담확대가 지속되었으며, 이 같은 비용은 4Q19 및 20년에도 확대될 예정.

인수효과 및 우호적 환율 영향을 배제한 연결 매출이 정체 국면을 이어간 가운데, 3Q19 영업이익은 비용부담 증가를 반영해 하향 조정된 시장기대치에 부합. 4Q19에는 전방업체들의 신차출시 및 신규 공장가동을 통해 19년 분기 최대 손익실현이 예상되나, 이를 포함한 연간 실적은 동사가 제시했던 영업이익 (5,000억원) 가이던스를 하회할 전망 (당사 추정 영업이익 4,792억원).

낮아지는 매출 및 이익성장 가시성, 약해지는 EV 수요성장의 의미

3Q19 실적발표를 통해 동사는 20년 매출 (7.7~7.8조원) 및 영업이익 (5,200억원) 가이던스를 제시. 1Q20 실적에서 FP&C 인수에 따른 매출 합산효과 약 4,000억원이 반영될 예정임을 고려하면, 이 같은 매출 목표는 19년 대비 불과 +2% 내외의 성장을 의미. 또한 FP&C를 통해 더해질 1Q20 영업이익 증분효과가 200~300억원 수준이라는 점에서, 실질적 영업이익 성장을 또한 19년 대비 +4~5%에 그치는 상황. 이 같은 낮은 외형증가와 손익개선은 EV 수요확대를 통한 유의미한 성장을 기대했던 시장의 기대에 못 미치는 수준이 분명.

비용부담 증가를 반영해 20년 EPS 추정치를 -6.5% 조정하며, 이에 낮아진 Peer 밸류에이션을 적용해 신규 적정주가 12,500원을 제시. 투자 의견 또한 Hold로 하향. 현대/기아차 외 주요 글로벌 OEM에 대한 열관리시스템 발주 확보를 통해 유의미한 매출성장을 실현하고 비용통제에 대한 가시성이 높아지는 시기에 동사에 대한 기업가치 재평가가 시작될 수 있다고 판단.

(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	21.5	3.1	9.4	15.2	36.6
2018	5,937.6	433.8	277.6	520	-3.8	3,816	22.3	3.0	9.8	13.8	64.2
2019E	7,199.7	479.2	303.4	568	9.3	4,240	20.4	2.7	9.7	14.8	117.2
2020E	7,669.1	530.5	369.3	692	21.7	4,590	16.8	2.5	8.3	15.7	111.7
2021E	7,958.0	550.9	391.8	734	6.1	4,957	15.8	2.3	8.2	15.4	105.5

표1 3Q19 영업이익, 낮아진 시장기대치에 부합 (1,070억원 vs. 8월초 컨센서스 1,265억원)

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,859.9	1,419.8	31.0	1,904.1	-2.3	1,800.1	3.3	1,802.1	3.2
영업이익	107.0	82.0	30.5	112.3	-4.7	108.6	-1.5	114.2	-6.3
세전이익	96.5	74.8	29.0	89.8	7.5	97.6	-1.1	103.1	-6.4
순이익	75.4	53.2	41.8	70.8	6.5	72.7	3.7	80.2	-5.9
영업이익률(%)	5.8	5.8		5.9		6.0		6.3	
세전이익률(%)	5.2	5.3		4.7		5.4		5.7	
순이익률(%)	4.1	3.7		3.7		4.0		4.4	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 늘어나는 비용 부담과 정체된 매출 환경으로 20년 시장기대치 하회 실적 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	7,199.7	7,122.9	1.1	7,669.1	7,768.6	-1.3
영업이익	479.2	476.8	0.5	530.5	558.2	-5.0
세전이익	395.8	415.2	-4.7	501.1	512.2	-2.2
순이익	303.4	307.9	-1.5	369.3	377.5	-2.2
영업이익률(%)	6.7	6.7	0.0%pt	6.9	7.2	-0.3%pt
세전이익률(%)	5.5	5.8	-0.3%pt	6.5	6.6	-0.1%pt
순이익률(%)	4.2	4.3	-0.1%pt	4.8	4.9	0.0%pt

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 매출 정체, 상각비 및 금융비용 증가 반영해 20년 EPS 추정치 -6.5% 하향

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	5,937.6	7,199.7	7,669.1
매출액 - 기존 추정	5,937.6	7,147.8	7,700.8
% change	0.0%	0.7%	-0.4%
영업이익 - 신규 추정	433.8	479.2	530.5
영업이익 - 기존 추정	433.8	486.3	553.6
% change	0.0%	-1.5%	-4.2%
세전이익 - 신규 추정	379.6	395.8	501.1
세전이익 - 기존 추정	379.6	437.6	535.7
% change	0.0%	-9.6%	-6.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	277.6	303.4	369.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	277.6	322.6	395.1
% change	0.0%	-6.0%	-6.5%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	520.1	568.3	691.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	520.1	604.4	740.1
% change	0.0%	-6.0%	-6.5%

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,386.9	1,518.4	1,419.8	1,612.5	1,429.1	1,904.1	1,859.9	2,006.7	5,937.6	7,199.7	7,669.1
(% YoY)	-4.3	10.6	6.0	13.2	3.0	25.4	31.0	24.4	6.3	21.3	6.5
Korea	593.3	677.7	649.5	684.1	635.7	676.6	657.5	718.0	2,604.7	2,687.9	2,771.1
(%, y-y)	-4.0	1.7	4.6	25.9	7.2	-0.2	1.2	5.0	6.4	3.2	3.1
China	144.3	224.9	215.8	209.6	139.6	178.1	170.9	179.8	794.6	668.4	692.7
(%, y-y)	-41.0	58.0	5.0	-25.6	-3.2	-20.8	-20.8	-14.2	-9.1	-15.9	3.6
North America	264.0	276.7	291.3	317.9	297.8	472.1	316.1	509.1	1,149.8	1,595.1	1,680.5
(%, y-y)	-5.2	-3.8	10.5	26.3	12.8	70.6	8.5	60.2	6.3	38.7	5.4
Europe	715.8	756.3	623.9	731.2	714.3	959.4	676.5	913.2	2,827.2	3,263.4	3,401.3
(%, y-y)	6.7	20.2	1.2	6.1	-0.2	26.9	8.4	24.9	8.5	15.4	4.2
Others	179.2	145.4	147.3	157.0	183.3	221.5	161.5	169.6	628.8	735.8	806.6
(%, y-y)	18.8	-0.6	-10.7	3.6	2.2	52.3	9.7	8.0	2.5	17.0	9.6
Internal transaction	-509.7	-562.6	-507.9	-487.4	-541.6	-603.6	-122.7	-483.0	-2,067.6	-1,750.9	-1,683.1
(%, y-y)	-0.7	12.7	-4.6	-1.1	6.3	7.3	-75.8	-0.9	1.5	-15.3	-3.9
OP	95.2	100.8	82.0	155.8	93.5	112.3	107.0	166.5	433.8	479.2	530.5
(% YoY)	-25.1	-1.8	-18.6	13.0	-1.8	11.4	30.5	6.9	-7.4	10.5	10.7
RP	90.1	97.4	74.8	117.4	76.4	89.8	96.5	133.1	379.6	395.8	501.1
(% YoY)	-12.7	-1.1	-26.0	-1.1	-15.2	-7.8	29.0	13.4	-9.9	4.3	26.6
NP	63.3	70.3	53.2	90.8	56.0	70.8	75.4	101.1	277.6	303.4	369.3
(% YoY)	-11.3	4.7	-27.4	18.4	-11.6	0.8	41.8	11.3	-3.8	9.3	21.7
OP margin (%)	6.9	6.6	5.8	9.7	6.5	5.9	5.8	8.3	7.3	6.7	6.9
RP margin (%)	6.5	6.4	5.3	7.3	5.3	4.7	5.2	6.6	6.4	5.5	6.5
NP margin (%)	4.6	4.6	3.7	5.6	3.9	3.7	4.1	5.0	4.7	4.2	4.8

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 20년 EPS 추정치에 Denso 공조부문 가중평균 PER 적용해 적정주가 12,500원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a) - Denso 공조 및 열관리 사업부문 PER	18.0배
한온시스템 2020E EPS (원, b)	692원
Fair Value (원, c = a x b)	12,454원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	12,500원
현재 주가 (11월 6일 기준 증가)	11,600원
괴리율 (%)	7.8%

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 Denso의 공조 및 열관리 사업과 일반 부품 사업 간의 매출비중 차이에 근거한 가중평균 PER 밸류에이션을 산출 (적정 PER 18배)

(% , 배)	Denso의 사업부별 매출 비중		현재 Denso PER Bloomberg 기준 (c)	사업부별 적용 PER	
	기타 (a)	공조 및 열관리 (b)		기타 (d)	공조 및 열관리 (e = (c- a / 100 x d) x 100 / b)
Denso	72.1	27.9	12.3	10.1	18.0

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, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 Denso 일반 부품 사업 PER은 글로벌 부품업체 20E 평균 PER 10.1배 적용

기업명	시가총액 (조원)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E
현대모비스	23.5	9.8	8.4	0.7	0.7	6.0	5.0	7.6	8.1
만도	1.7	12.1	10.6	1.1	1.0	6.1	5.6	9.4	10.1
현대위아	1.4	18.5	10.1	0.4	0.4	6.2	5.0	2.2	3.9
에스엘	1.0	8.4	7.0	0.8	0.8	5.5	4.1	9.8	11.2
S&T모티브	0.7	104.9	8.4	0.9	0.8	4.4	3.8	0.7	10.2
우리산업	0.2	14.7	12.2	1.7	1.6	8.4	6.4	9.6	13.2
평화정공	0.2	6.1	5.1	0.4	0.3	-	-	6.0	6.8
Lear	8.8	9.3	8.2	1.8	1.7	4.8	4.4	19.8	20.3
Magna	20.1	9.4	8.4	1.6	1.4	5.2	5.2	17.4	17.1
Delphi	1.4	5.8	5.9	2.9	2.2	4.1	4.6	53.8	43.9
Autoliv	8.5	14.8	12.3	3.2	2.7	8.0	6.9	23.4	24.8
BorgWarner	10.8	11.5	11.0	2.0	1.7	6.4	6.0	17.3	16.8
Cummins	31.9	11.9	13.4	3.8	3.6	7.6	8.4	31.6	26.3
Aisin Seiki	13.7	16.0	12.4	0.8	0.8	5.4	4.8	5.7	6.8
Sumitomo Electric	12.9	12.1	10.9	0.7	0.7	5.7	5.2	6.2	6.7
JTEKT	5.1	18.9	13.7	0.9	0.8	5.9	5.3	4.0	6.5
Toyota Boshoku	3.3	10.6	9.7	1.0	0.9	3.3	3.0	9.8	9.9
Continental	33.2	15.5	11.1	1.5	1.4	5.6	4.8	8.2	12.6
Schaeffler	7.6	8.8	7.9	1.9	1.6	4.7	4.2	21.0	21.6
Hella	6.9	16.2	14.5	1.8	1.6	6.2	5.7	11.0	11.6
Faurecia	8.5	9.8	8.7	1.8	1.6	3.9	3.6	16.9	18.5
Valeo	10.9	19.8	13.3	1.8	1.7	4.9	4.6	9.2	13.3
Average	23.5	16.6	10.1	1.5	1.4	5.6	5.1	13.7	14.6

주: 평균값은 최대치·최소치를 제외한 Trimmean을 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,585.7	5,937.6	7,199.7	7,669.1	7,958.0
매출액증가율 (%)	-2.1	6.3	21.3	6.5	3.8
매출원가	4,639.4	5,024.9	6,167.2	6,571.6	6,798.6
매출총이익	946.2	912.7	1,032.5	1,097.5	1,159.4
판매관리비	477.8	478.9	553.3	566.9	608.5
영업이익	468.4	433.8	479.2	530.5	550.9
영업이익률	8.4	7.3	6.7	6.9	6.9
금융손익	-13.7	-18.4	-30.6	-28.5	-26.3
중속/관계기업손익	8.5	6.3	5.2	6.7	7.1
기타영업외손익	-46.9	-54.2	-83.4	-29.5	-19.3
세전계속사업이익	421.5	379.6	395.8	501.1	531.6
법인세비용	123.1	95.9	91.0	130.3	138.2
당기순이익	298.4	283.7	304.7	370.8	393.4
지배주주지분 순이익	288.6	277.6	303.4	369.3	391.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	566.7	471.3	615.8	686.3	741.8
당기순이익(손실)	298.4	283.7	304.7	370.8	393.4
유형자산상각비	180.6	194.1	336.7	439.9	429.2
무형자산상각비	20.9	33.8	54.5	52.9	50.7
운전자본의 증감	-31.4	-187.5	-163.7	-224.0	-168.6
투자활동 현금흐름	-346.5	-576.7	-2,331.5	-511.0	-573.0
유형자산의증가(CAPEX)	-322.1	-419.7	-503.7	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-3.0	2.6	-23.1	-8.2	-5.1
재무활동 현금흐름	-56.2	563.7	1,163.4	-106.4	-148.5
차입금의 증감	115.2	754.9	1,248.8	77.8	49.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	142.1	450.5	-549.8	68.9	20.2
기초현금	426.5	568.6	1,017.8	468.0	536.8
기말현금	567.3	1,017.8	468.0	536.8	557.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,241.3	2,859.2	3,153.1	3,575.8	3,852.2
현금및현금성자산	567.3	1,017.8	468.0	536.8	557.1
매출채권	883.1	968.9	1,331.9	1,495.5	1,591.6
재고자산	468.6	505.8	720.0	843.6	955.0
비유동자산	1,878.3	2,496.6	3,632.7	3,706.7	3,790.6
유형자산	1,262.0	1,551.5	1,718.4	1,678.5	1,649.3
무형자산	437.7	564.0	1,502.7	1,599.8	1,699.1
투자자산	118.7	104.2	126.4	134.6	139.7
자산총계	4,119.6	5,355.8	6,785.8	7,282.4	7,642.9
유동부채	1,299.5	1,867.1	1,936.0	2,160.5	2,276.2
매입채무	732.9	799.3	969.2	1,032.4	1,071.3
단기차입금	133.8	292.9	585.7	585.7	585.7
유동성장기부채	2.0	33.0	46.2	46.2	46.2
비유동부채	788.6	1,357.0	2,491.4	2,576.8	2,625.7
사채	598.9	1,037.0	1,555.4	1,633.2	1,682.2
장기차입금	9.2	5.2	577.3	577.3	577.3
부채총계	2,088.1	3,224.1	4,427.4	4,737.4	4,902.0
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	2,408.0	2,594.6	2,790.5
비지배주주지분	52.8	94.9	94.9	94.9	94.9
자본총계	2,031.4	2,131.7	2,358.4	2,545.1	2,740.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	10,464	11,123	13,488	14,367	14,908
EPS(지배주주)	541	520	568	692	734
CFPS	1,063	1,907	877	1,006	1,044
EBITDAPS	1,255	1,240	1,631	1,917	1,931
BPS	3,707	3,816	4,240	4,590	4,957
DPS	305	320	345	370	400
배당수익률(%)	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	21.5	22.3	20.4	16.8	15.8
PCR	12.6	12.2	8.9	7.2	7.1
PSR	10,464	11,123	13,488	14,367	14,908
PBR	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3
EBITDA	669.9	661.7	870.4	1,023.4	1,030.8
EV/EBITDA	9.4	9.8	9.7	8.3	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	13.8	14.8	15.7	15.4
EBITDA 이익률	12.0	11.1	12.1	13.3	13.0
부채비율	36.6	64.2	117.2	111.7	105.5
금융비용부담률	0.4	0.4	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2,368.2	1,776.0	784.8	851.8	867.1
매출채권회전율(x)	6.2	6.4	6.4	5.4	5.2
재고자산회전율(x)	12.4	12.2	11.7	9.8	8.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

