

# 한온시스템 (018880)

## 자동차부품



남정미

02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>14,500원 (M)</b>
현재주가 (11/6)	<b>11,600원</b>
상승여력	<b>25%</b>

시가총액	61,921억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	69억원
60일 평균 거래량	590,605주
52주 고	12,800원
52주 저	9,760원
외인지분율	19.50%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	0.4	7.9
상대	(6.2)	(10.2)	5.2
절대(달러환산)	3.0	5.4	4.8

## 친환경차 성장 모멘텀 지속

### 3Q19 Review: 컨센서스 수준의 실적 시현

한온시스템 3Q19 매출 1조 8,599억원(YoY+31.0%), 영업이익 1,070억원(YoY+30.5%)으로 컨센서에 부합하는 실적을 시현하였다. EFP 부문 제외시 매출은 1조 4,519억원으로 전년대비 2.2% 증가하였다. 한국 및 중국 지역 고객사 판매량 감소로 환율 영향 2.9% 증가분을 제외 시 매출은 소폭 감소하였다. 지역별 매출 증감률은 한국 -1%, 중국 -21% 감소한 반면, 유럽과 북미는 8.2%, 7.8% 증가하였다. 작년 WLTP 기저효과에 따라 유럽이 큰 폭으로 증가하였으며 이에 따라 유럽 OEM 향 매출이 크게 증가하였다(폭스바겐 +41%, 다임러 94%, FCA +28%). 영업이익은 EFP 효과 제외시 823억원으로 전년 동기(820억원) 수준이었다. 한국·중국 물량 감소 및 환 헷지 손실 등이 반영되며 이익 개선이 제한적이었다.

EFP 부문은 매출 4,080억원, 영업이익률 8%로 전 분기와 유사한 실적이었다. EFP 인수 관련 무형자산 상각비(PPA) 80억원이 반영되었다. 3분기까지 수주 실적은 13.7억달러를 기록하였으며 3분기 말 수주잔고는 127억달러로 사상 최대 수준으로 증가하였다. 7월에 받은 주 고객사 전기차 플랫폼 수주가 수주잔고 증가에 기여하였다. 수주잔고 중 친환경차 관련 수주가 64% 비중을 차지하였다. 4분기부터 폭스바겐 MEB 등 본격적으로 매출로 들어오며 수주잔고가 본격적으로 이익으로 시현될 전망이다.

### 외형성장 진행, 중장기적인 이익 증가에 대한 기대 유효

3분기 친환경차 관련 매출(구 한온 기준)은 전년대비 38% 증가하며 매출 대비 9.9%(YoY +0.8%p)까지 증가하였다. 4분기부터 폭스바겐 MEB 향 출하 시작되며 내년 기준 15만대 전기차 판매가 예상된다. 또한, 2020년 유럽 환경규제로 주요 고객사의 친환경차 판매가 증가할 것으로 전망되어 외형성장은 지속될 전망이다. EFP의 경우 매출 대비 29%가 친환경차 매출로 인수부문을 통한 친환경차 매출 성장도 동시 진행된다. 다만, 2020년은 기진행한 투자에 대한 고정비 증가가 이익성장에 대한 부담으로 작용할 것으로 예상된다. 2021년 고객사 친환경차 판매가 추가적으로 성장할 것으로 예상되는바, 중장기적으로 높은 성장성에 대한 기대감은 유효하다.

동사에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 경쟁사 대비 기술적 우위 지속으로 친환경차 시장 확대에 대한 수혜가 계속될 것으로 전망한다. 3분기 분기배당금은 80원으로 2019년 연간 배당금은 320원으로 예상된다. 2020년 Capex 축소, EBITDA 증가 등에 따라 내년 이후 추가적인 배당 확대 가능성도 존재한다고 판단한다.

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,599	31.0	-2.3	18,012	3.3
영업이익	1,070	30.5	-4.7	1,109	-3.6
세전계속사업이익	965	29.0	7.5	969	-0.3
지배순이익	754	41.8	6.5	723	4.3
영업이익률 (%)	5.8	0	-0.1 %pt	6.2	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	4.1	+0.4 %pt	+0.4 %pt	4.0	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	55,857	59,376	71,678	78,351
영업이익	4,684	4,338	4,821	5,381
지배순이익	2,886	2,776	3,306	3,880
PER	20.1	22.1	18.8	16.0
PBR	2.9	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.9	10.3	10.1	8.4
ROE	15.2	13.8	15.4	16.4

자료: 유안타증권

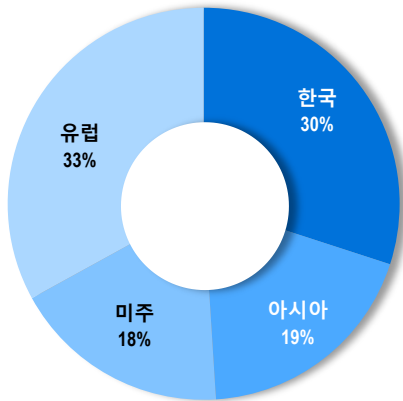
[표 1] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,291	19,041	18,599	19,747	55,857	59,376	71,678
YoY Growth(%)	-4.3%	10.6%	6.0%	13.2%	3.0%	25.4%	31.0%	22.5%	-2.1%	6.3%	20.7%
영업이익	952	1,008	820	1,558	935	1,123	1,070	1,693	4,684	4,338	4,821
YoY Growth(%)	-25.1%	-1.8%	-18.6%	13.0%	-1.8%	11.4%	30.5%	8.7%	10.9%	-7.4%	11.1%
세전이익	901	974	748	1,174	764	898	965	1,627	4,215	3,796	4,254
YoY Growth(%)	-12.7%	-1.1%	-26.0%	-1.1%	-15.2%	-7.8%	29.0%	38.6%	1.4%	-9.9%	12.0%
당기순이익	656	728	554	899	565	711	757	1,288	2,984	2,837	3,321
YoY Growth(%)	-11.6%	5.1%	-27.3%	14.2%	-13.9%	-2.4%	36.7%	43.3%	-1.8%	-4.9%	17.1%
영업이익률	6.9%	6.6%	5.8%	9.7%	6.5%	5.9%	5.8%	8.6%	8.4%	7.3%	6.7%
YoY Change(%)	-1.9%p	-0.8%p	-1.7%p	0.0%p	-0.3%p	-0.7%p	0.0%p	-1.1%p	1.0%p	-1.1%p	-0.6%p
당기순이익률	4.7%	4.8%	3.9%	5.6%	4.0%	3.7%	4.1%	6.5%	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	0.2%p	0.9%p	0.0%p	-0.6%p	-0.1%p

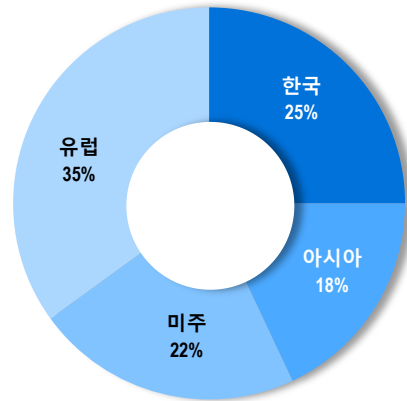
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(기존 한온시스템, 3Q19)



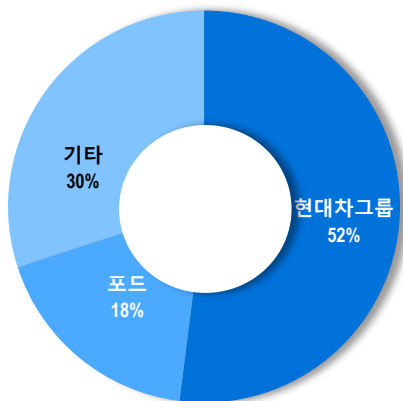
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한온시스템 지역별 매출 비중 현황(EFP 포함, 3Q19)



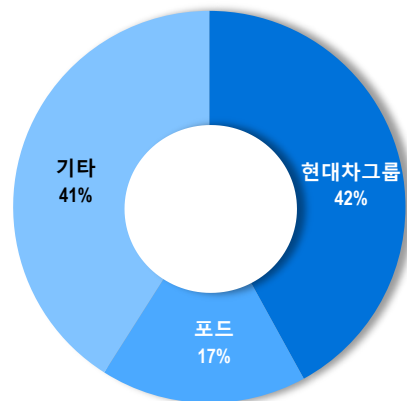
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(기존 한온시스템, 3Q19)



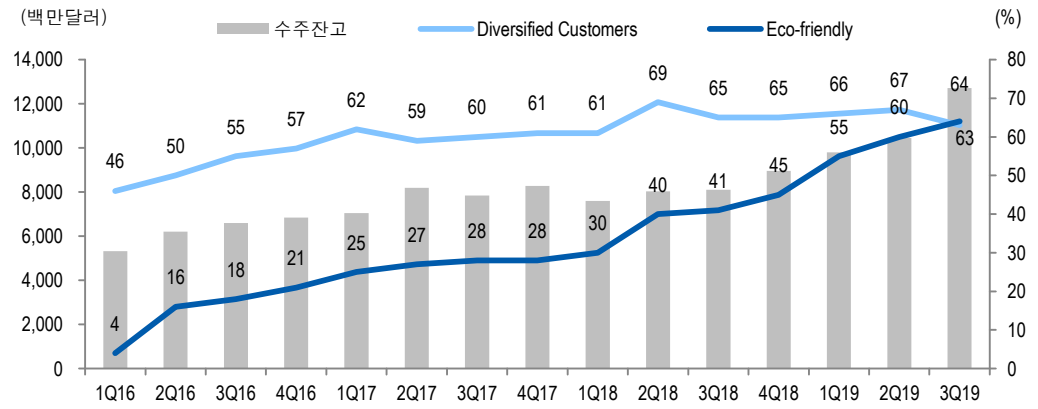
자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한온시스템 주요고객 매출 비중 현황(EFP 포함, 3Q19)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준: 사상 최대 수주잔고 기록)



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	71,678	78,351	82,293
매출원가	46,394	50,249	61,421	67,208	71,149
매출충이익	9,462	9,127	10,257	11,143	11,144
판매비	4,778	4,789	5,436	5,761	5,998
영업이익	4,684	4,338	4,821	5,381	5,146
EBITDA	6,699	6,617	8,577	10,299	10,186
영업외손익	-469	-542	-567	-465	-461
외환관련손익	-265	-3	-8	-8	-7
이자손익	-111	-176	-414	-261	-261
관계기업관련손익	85	63	52	54	55
기타	-179	-425	-197	-249	-248
법인세비용차감전순손익	4,215	3,796	4,254	4,917	4,685
법인세비용	1,231	959	932	1,023	975
계속사업순손익	2,984	2,837	3,321	3,893	3,710
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	3,321	3,893	3,710
지배지분순이익	2,886	2,776	3,306	3,880	3,696
포괄순이익	3,173	2,322	3,321	3,893	3,710
지배지분포괄이익	3,106	2,278	3,258	3,819	3,639

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	22,413	28,592	36,597	33,713	35,917
현금및현금성자산	5,673	10,178	4,001	3,906	4,832
매출채권 및 기타채권	9,572	10,123	18,945	15,621	16,385
재고자산	4,686	5,058	9,687	10,222	10,737
비유동자산	18,783	24,966	40,820	41,877	42,666
유형자산	12,620	15,515	21,212	21,366	21,213
관계기업등 지분관련자산	966	989	989	989	989
기타투자자산	220	53	85	138	194
자산총계	41,196	53,558	77,417	75,590	78,583
유동부채	12,995	18,671	27,381	23,410	24,392
매입채무 및 기타채무	10,514	12,293	19,607	15,635	16,617
단기차입금	1,338	2,929	4,152	4,152	4,152
유동성장기부채	20	330	500	500	500
비유동부채	7,886	13,570	26,322	26,281	26,291
장기차입금	92	52	5,595	5,595	5,595
사채	5,989	10,370	15,853	15,853	15,853
부채총계	20,881	32,241	53,703	49,691	50,683
지배지분	19,787	20,367	22,532	24,704	26,692
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-224	-215	-207	-207	-207
이익잉여금	20,738	21,796	23,492	25,664	27,652
비지배지분	528	949	1,181	1,195	1,208
자본총계	20,314	21,317	23,714	25,899	27,900
순차입금	1,299	6,179	23,671	23,766	22,840
총차입금	7,581	16,725	27,863	27,863	27,863

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,667	4,713	4,006	7,489	8,362
당기순이익	2,984	2,837	3,321	3,893	3,710
감가상각비	1,806	1,941	3,107	4,167	4,249
외환손익	76	26	8	8	7
종속, 관계기업관련손익	-85	-63	-52	-54	-55
자산부채의 증감	-314	-1,875	-3,354	-1,269	-333
기타현금흐름	1,200	1,846	976	744	784
투자활동 현금흐름	-3,465	-5,767	-19,376	-5,875	-5,728
투자자산	-28	4	4	4	4
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,221	-4,197	-4,997	-4,500	-4,275
유형자산 감소	294	97	178	179	179
기타현금흐름	-510	-1,670	-14,561	-1,558	-1,636
재무활동 현금흐름	-562	5,637	9,168	-1,708	-1,708
단기차입금	-1,712	1,614	1,027	0	0
사채 및 장기차입금	2,865	5,935	9,915	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,715	-1,725	-1,708	-1,708	-1,708
기타현금흐름	0	-187	-66	0	0
연결범위변동 등 기타	-218	-77	29	0	0
현금의 증감	1,421	4,505	-6,173	-95	926
기초 현금	4,252	5,673	10,178	4,001	3,906
기말 현금	5,673	10,178	4,001	3,906	4,832
NOPLAT	4,684	4,338	4,821	5,381	5,146
FCF	1,796	-551	-830	3,410	4,507

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

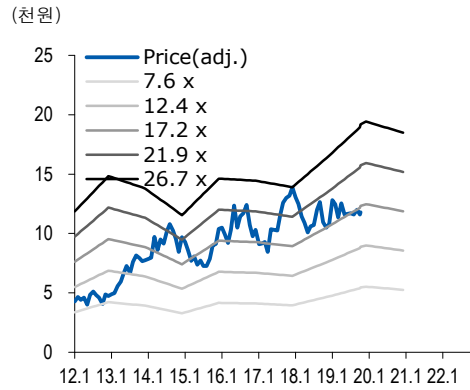
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

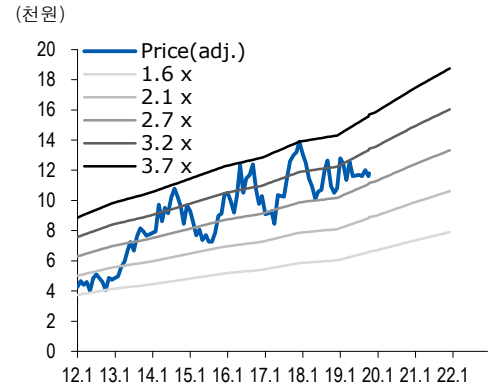
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	541	520	619	727	692
BPS	3,707	3,816	4,221	4,628	5,000
EBITDAPS	1,255	1,240	1,607	1,929	1,908
SPS	10,464	11,123	13,428	14,678	15,416
DPS	305	320	320	320	320
PER	20.1	22.1	18.8	16.0	16.8
PBR	2.9	3.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.9	10.3	10.1	8.4	8.4
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-2.1	6.3	20.7	9.3	5.0
영업이익 증가율 (%)	10.9	-7.4	11.1	11.6	-4.4
지배순이익 증가율 (%)	-1.2	-3.8	19.1	17.3	-4.7
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	14.3	14.2	13.5
영업이익률 (%)	8.4	7.3	6.7	6.9	6.3
지배순이익률 (%)	5.2	4.7	4.6	5.0	4.5
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.1	12.0	13.1	12.4
ROIC	15.6	13.8	10.5	9.0	8.3
ROA	7.2	5.9	5.0	5.1	4.8
ROE	15.2	13.8	15.4	16.4	14.4
부채비율 (%)	102.8	151.2	226.5	191.9	181.7
순차입금/자기자본 (%)	6.6	30.3	105.1	96.2	85.6
영업이익/금융비용 (배)	23.7	17.8	9.7	16.9	16.1

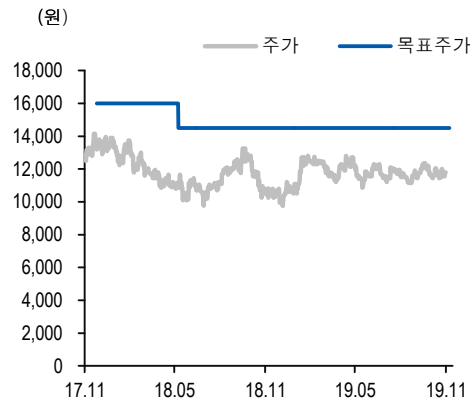
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-07	BUY	14,500	1년		
2019-05-14	1년 경과 이후		1년	-19.28	-14.83
2018-05-14	BUY	14,500	1년	-20.47	-8.62
2017-11-30	BUY	16,000	1년	-26.84	-12.81
2017-03-27	담당자변경 HOLD	12,000	1년	-7.81	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-04

※해의 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.