

한온시스템 (018880)

하반기부터 좋다

상반기는 하반기 이후를 염두에 둔 매수 대응의 시기

한온시스템에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 1.4만원을 유지한다. 4분기 실적은 Mix 개선 효과에 힘입어 시장 기대치를 상회했다. 2020년은 EFP 연결 편입효과를 제거한 기준으로 볼 때 외형 저성장과 상각비용의 증가로 이익 모멘텀이 약화되었지만, 하반기부터 폭스바겐 향 전통 컴프레서의 납품과 현대/기아향 e-GMP 플랫폼 대응에 힘입어 친환경차 부품군 위주로 성장성이 높아진다는 점에 주목해야 한다. 외형 성장으로 인한 고정비 부담 완화로 2021년 영업이익 증가율은 13%로 높아질 것이다. 현재 주가를 기준으로 약 2.8%의 배당수익률이 예상되지만, 추가적으로 주당 배당금이 증가할 것으로 보여 3.0% 이상도 가능하다는 판단이다.

4Q19 Review: 영업이익률 8.7% 기록

2019년 4분기 실적은 시장 기대치를 상회했다(영업이익 기준 +10%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 22%/10% 증가한 1,963조원/1,711억 원(영업이익률 8.7%, -0.9%p (YoY))을 기록하면서 매출액은 기대치와 유사했지만, 예상보다 수익성이 좋아 영업이익은 기대치 대비 10% 많았다. 2분기부터 연결 편입된 EFP의 매출액이 4,124억원 반영되었는데, 이를 제거한 기준으로 기존 한온시스템의 매출액은 4% (YoY) 감소한 것이다(환율 +1%, 물량 -5%). 북미/중국 매출액이 전년 동기수준을 유지했지만, 유럽/한국 매출액이 각각 4%/8% (YoY) 감소하면서 전체 외형이 축소되었다. 고객 별로는 폭스바겐과 북미 전기차 업체향 매출액이 증가했지만, 현대/기아/포드향 매출액은 4%/21% (YoY) 감소했다. 전동화 부품군의 매출액은 기존 한온시스템 기준으로 11%, EFP를 포함한 기준으로 15% 비중을 차지했다. 영업이익률은 8.7%로 하락했는데, 기존 한온시스템 부문이 가동률 하락과 감가비 증가로 9%(-0.7%p (YoY))로 둔화된 가운데, 상대적으로 마진이 낮은 EFP 부문(8%)의 편입으로 수익성이 추가 희석되었기 때문이다. 반면, 지속적인 비용절감 노력과 전동화 부품군의 성장이 시장 기대치보다 높은 수익성을 시현한 이유로 작용했다. 전동화 부품군의 마진은 3.8%를 기록하면서 연간 3.0% 대비 높은 수준을 기록했다. 4분기 주주는 3.47억 달러(신규 수주 2.46억 달러+재 수주 1.01억 달러)를 기록하면서 2019년 연간 주주는 17.24억 달러로 마감되었다.

IR의 주요 내용: 2020년 매출액/영업이익 가이드선스 7.8조원 /5,350억원

한온시스템은 실적발표 IR을 통해 2020년 매출액/영업이익 가이드선스 7.8조원/5,350억원(영업이익률 6.9%, +0.1%p)를 제시했다. 1분기까지 신규 연결되는 EFP의 효과를 제거할 경우, 실질 외형성장률은 4%로 제시된 것이다. 중국 내 신종 코로나 바이러스에 따른 수요 위축을 감안한 것인데, 추가 확산되지 않으면 2분기 이후 가동률을 높여서 대응하겠다고 밝혔다. 고객 별로는 현대/기아/폭스바겐/북미전기차 향 매출의 증가를 예상 중이고, 한국/미국에서 중대형 차종 위주로 Mix 개선 효과를 기대하고 있다. 감가상각비는 기존 예상보다 적은 4,600억원(+21%)을 예상하고 있는데, 이것이 기존 당사의 영업이익 예상치 5,170억원 대비 신규 예상치가 높아진 주요 요인이다. 주당 배당금은 확정되지 않았으나, Capex 감소와 현금흐름 개선을 토대로 상향을 검토 중이라고 밝혔다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 14,000원 | CP(2월 11일): 11,250원

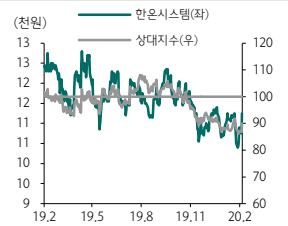
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,223.12
52주 최고/최저(원)	12,800/10,400
시가총액(십억원)	6,005.3
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	676.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.4
19년 배당금(예상, 원)	320
19년 배당수익률(예상, %)	2.87
외국인지분율(%)	19.64
주요주주 지분율(%)	
한안코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.7 (4.3) (8.5)
상대	2.0 (16.5) (10.3)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	7,182.9	7,838.6
영업이익(십억원)	469.4	532.7
순이익(십억원)	311.7	362.3
EPS(원)	582	674
BPS(원)	4,152	4,438

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,585.7	5,937.6	7,154.2	7,814.0	8,168.3
영업이익	십억원	468.4	433.8	483.8	533.1	602.6
세전이익	십억원	421.5	379.6	407.3	441.1	517.4
순이익	십억원	288.6	277.6	318.5	327.9	384.6
EPS	원	541	520	597	614	720
증감률	%	(1.1)	(3.9)	14.8	2.8	17.3
PER	배	25.71	20.76	18.68	18.31	15.62
PBR	배	3.75	2.83	2.67	2.53	2.34
EV/EBITDA	배	11.35	9.80	9.52	8.09	7.45
ROE	%	15.16	13.83	14.93	14.25	15.58
BPS	원	3,707	3,816	4,180	4,444	4,805
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, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	1,429	1,904	1,860	1,961	1,849	1,966	1,913	2,086	5,586	5,938	7,154	7,814	8,168
매출총이익	201	262	248	323	255	283	265	326	946	913	1,034	1,129	1,214
판매비	108	150	141	152	141	156	144	154	478	479	551	595	611
영업이익	93	112	107	171	113	127	121	172	468	434	484	533	603
세전이익	76	90	97	145	96	105	110	130	422	380	407	441	517
순이익	57	71	76	119	73	80	84	98	298	284	323	335	393
지배주주순이익	56	71	75	116	72	78	82	96	289	278	319	328	385
Margin													
매출총이익률	14.1	13.7	13.4	16.5	13.8	14.4	13.9	15.6	16.9	15.4	14.5	14.4	14.9
영업이익률	6.5	5.9	5.8	8.7	6.1	6.5	6.3	8.2	8.4	7.3	6.8	6.8	7.4
순이익률	4.0	3.7	4.1	6.1	4.0	4.0	4.4	4.7	5.3	4.8	4.5	4.3	4.8

자료: 한온시스템, 하나금융투자

표 2. 한온시스템의 주당 배당금과 기대 배당수익률 추이

구분	단위	15	16	17	18	19	20F	21F
지배주주 순이익	십억원	231	292	289	278	319	328	385
EPS	원	432	547	541	520	597	614	720
주당 배당금	원	194	225	305	320	320	360	400
배당성향	%	45	41	56	62	54	59	56
기대 배당수익률	%					3.0	3.3	3.7

자료: 한온시스템, 하나금융투자

표 3. 한온시스템의 Capex와 상각비 총액 추이

구분	단위	15	16	17	18	19	20F	21F
매출액	십억원	5,558	5,704	5,586	5,938	7,154	7,814	8,168
영업이익	십억원	360	423	468	434	484	533	603
(영업이익률)	%	6.5	7.4	8.4	7.3	6.8	6.8	7.4
Capex	십억원	227	250	322	420	441	400	300
무형자산 투자	십억원	39	85	105	144	120	120	120
상각비 (감가상각비+무형자산상각비)	십억원	174	186	202	228	380	460	450
(상각비/매출액)	%	3.1	3.3	3.6	3.8	5.3	5.9	5.5

자료: 한온시스템, 하나금융투자

추정 재무제표

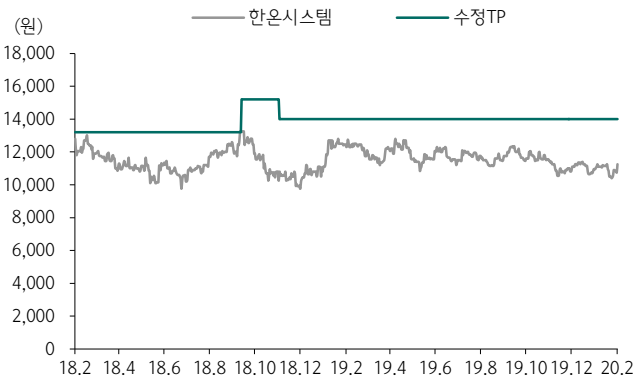
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,585.7	5,937.6	7,154.2	7,814.0	8,168.3
매출원가	4,639.4	5,024.9	6,119.8	6,685.5	6,954.6
매출총이익	946.3	912.7	1,034.4	1,128.5	1,213.7
판매비	477.8	478.9	550.6	595.4	611.1
영업이익	468.4	433.8	483.8	533.1	602.6
금융손익	(13.7)	(18.4)	(12.3)	(40.5)	(30.9)
중속/관계기업손익	8.5	6.3	3.0	3.2	3.3
기타영업외손익	(41.8)	(42.0)	(67.2)	(54.6)	(57.6)
세전이익	421.5	379.6	407.3	441.1	517.4
법인세	123.1	95.9	84.6	105.9	124.2
계속사업이익	298.4	283.7	322.6	335.3	393.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	298.4	283.7	322.6	335.3	393.2
비지배주주지분순이익	9.8	6.1	4.1	7.4	8.7
지배주주순이익	288.6	277.6	318.5	327.9	384.6
지배주주지분포괄이익	310.6	227.8	796.2	328.9	385.7
NOPAT	331.6	324.2	383.3	405.2	458.0
EBITDA	669.9	661.7	864.0	993.3	1,052.3
성장성(%)					
매출액증가율	(2.1)	6.3	20.5	9.2	4.5
NOPAT증가율	7.4	(2.2)	18.2	5.7	13.0
EBITDA증가율	10.1	(1.2)	30.6	15.0	5.9
영업이익증가율	10.9	(7.4)	11.5	10.2	13.0
(지배주주)순이익증가율	(1.2)	(3.8)	14.7	3.0	17.3
EPS증가율	(1.1)	(3.9)	14.8	2.8	17.3
수익성(%)					
매출총이익률	16.9	15.4	14.5	14.4	14.9
EBITDA이익률	12.0	11.1	12.1	12.7	12.9
영업이익률	8.4	7.3	6.8	6.8	7.4
계속사업이익률	5.3	4.8	4.5	4.3	4.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	541	520	597	614	720
BPS	3,707	3,816	4,180	4,444	4,805
CFPS	1,338	1,410	1,488	1,811	1,912
EBITDAPS	1,255	1,240	1,619	1,861	1,971
SPS	10,464	11,123	13,402	14,638	15,302
DPS	305	320	320	360	360
주가지표(배)					
PER	25.7	20.8	18.7	18.3	15.6
PBR	3.7	2.8	2.7	2.5	2.3
PCFR	10.4	7.7	7.5	6.2	5.9
EV/EBITDA	11.4	9.8	9.5	8.1	7.5
PSR	1.3	1.0	0.8	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	15.2	13.8	14.9	14.2	15.6
ROA	7.2	5.9	5.1	4.6	5.4
ROIC	15.2	12.8	10.3	8.8	10.0
부채비율	102.8	151.2	203.0	189.1	165.3
순부채비율	6.5	29.3	93.3	78.0	64.5
이자보상배율(배)	23.7	17.8	6.9	6.9	8.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,241.3	2,859.2	3,078.0	3,117.2	3,082.8
금융자산	628.3	1,054.6	680.1	708.6	565.3
현금성자산	567.3	1,017.8	635.8	660.2	514.7
매출채권 등	957.2	1,012.3	1,300.8	1,302.3	1,361.4
재고자산	468.6	505.8	715.4	710.4	742.6
기타유동자산	187.2	286.5	381.7	395.9	413.5
비유동자산	1,878.3	2,496.6	3,978.1	4,040.4	4,012.9
투자자산	118.7	104.2	107.8	110.2	112.5
금융자산	22.0	3.1	3.7	4.1	4.3
유형자산	1,262.0	1,551.5	2,119.0	2,130.1	2,058.2
무형자산	437.7	564.0	1,435.3	1,484.1	1,526.2
기타비유동자산	59.9	276.9	316.0	316.0	316.0
자산총계	4,119.6	5,355.8	7,056.1	7,157.5	7,095.8
유동부채	1,299.5	1,867.1	2,142.1	2,072.8	1,997.2
금융부채	138.0	492.3	525.6	313.8	161.5
매입채무 등	1,051.4	1,229.3	1,481.2	1,617.8	1,691.1
기타유동부채	110.1	145.5	135.3	141.2	144.6
비유동부채	788.6	1,357.0	2,585.4	2,609.3	2,423.7
금융부채	622.3	1,186.7	2,326.7	2,326.7	2,128.3
기타비유동부채	166.3	170.3	258.7	282.6	295.4
부채총계	2,088.1	3,224.1	4,727.5	4,682.1	4,420.9
지배주주지분	1,978.6	2,036.8	2,231.2	2,372.3	2,564.7
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	2,327.3	2,468.4	2,660.8
비지배주주지분	52.8	94.9	97.4	103.1	110.1
자본총계	2,031.4	2,131.7	2,328.6	2,475.4	2,674.8
손금유부채	132.0	624.4	2,172.2	1,931.8	1,724.5
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	566.7	471.3	388.6	950.8	817.9
당기순이익	298.4	283.7	322.6	335.3	393.2
조정	299.7	375.1	329.2	459.7	444.3
감가상각비	201.5	227.9	380.2	460.2	449.7
외환거래손익	7.6	2.6	(48.5)	(4.6)	(6.6)
지분법손익	(8.5)	(6.3)	(3.0)	(3.2)	(3.3)
기타	99.1	150.9	0.5	7.3	4.5
영업활동자산부채변동	(31.4)	(187.5)	(263.2)	155.8	(19.6)
투자활동 현금흐름	(346.5)	(576.7)	(1,330.4)	(520.3)	(416.2)
투자자산감소(증가)	(11.5)	20.7	(2.3)	(0.9)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(292.7)	(410.1)	(441.0)	(400.0)	(300.0)
기타	(42.3)	(187.3)	(887.1)	(119.4)	(115.6)
재무활동 현금흐름	(56.2)	563.7	1,003.4	(398.7)	(542.8)
금융부채증가(감소)	83.5	918.7	1,173.4	(211.9)	(350.6)
자본증가(감소)	0.7	0.9	0.8	0.0	0.0
기타재무활동	31.1	(183.4)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(171.5)	(172.5)	(170.8)	(186.8)	(192.2)
현금의 증감	142.1	450.5	(382.0)	24.5	(145.5)
Unlevered CFO	714.2	752.6	794.1	966.9	1,020.4
Free Cash Flow	244.5	51.5	(52.4)	550.8	517.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.14	BUY	14,000		
18.9.24	Neutral	15,200	-24.70%	-15.13%
18.4.11	Neutral	13,200	-15.00%	0.38%
17.8.16	Neutral	11,000	14.62%	32.27%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)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 2020년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 02월 12일 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.