

한온시스템

BUY(유지)

018880 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(상향)	13,000원	현재주가(08/11)	10,900원	Up/Downside	+19.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 08. 12

하반기 수익성과 EV

News

예상보다도 부진한 2Q20: 한온시스템의 2Q20 실적은 매출액 1조 1,954억원(-37%YoY, -29% QoQ), 영업적자 578억원(적자전환)으로 컨센서스를 하회했다. 국내외 고객사의 물량 감소에 고정비 부담으로 부진한 실적을 시현했다. 한국, 미국 및 유럽 법인의 매출은 전년 동기 대비 각각 7%, 61%, 51% 감소했다.

Comment

하반기 수익성 개선: 7월 유럽 주요 국가들의 자동차 산업 수요는 19년 동월 대비 반등에 성공했다. 한국 공장의 가동률 역시 19년 수준에 근접했다. 북미 내 동사 고객사들의 판매 및 생산량은 빠르게 제자리를 찾아가고 있다. 2Q20 대비 해외 법인의 가동률이 회복됨에 따라 동사의 3Q20실적은 매출액 1조 6,566억원(-11%YoY), 영업이익 911억원(-15%YoY)으로 컨센서스(688억원)를 상회할 전망이다. 동사의 조정된 2020년 가이던스는 매출액 6조 3천억원 및 영업이익 2,800억원이다. 가이던스 달성 시 동사의 하반기 영업이익률은 8%를 상회하게 된다. 동사의 하반기 경영 주안점이 수익성에 있음을 확인할 수 있다. 이를 위해 하반기에는 강력한 비용 통제가 예상된다. 기존 예상 대비 낮은 감가상각비 등 비용 부담을 감안해 20년 영업이익 추정치를 기존 대비 13% 상향한다

Action

수익성과 EV 모멘텀: 실적 추정치 상향으로 3Q20~2Q21 FWD EPS 746원에 Target PER 17.5배를 적용해 목표주가를 13,000원으로 상향한다. 전 세계 산업 수요의 부진에도 EV 수요는 유럽을 중심으로 꾸준히 성장하고 있다. 하반기에는 VW ID.3를 비롯한 EV 물량의 본격적인 증가를 통해 xEV 모멘텀이 재개될 전망이다. 투자 의견을 BUY로 유지한다.

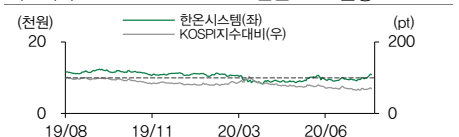
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	5,938	7,154	6,327	7,860	8,270
(증가율)	6.3	20.5	-11.6	24.2	5.2
영업이익	434	484	258	609	679
(증가율)	-7.4	11.5	-46.7	136.3	11.5
지배주주순이익	278	319	152	430	463
EPS	520	597	285	805	867
PER (H/L)	27.5/18.5	22.4/17.2	38.3	13.5	12.6
PBR (H/L)	3.7/2.5	3.2/2.5	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (H/L)	11.5/8.5	10.4/9.0	9.0	6.1	5.3
영업이익률	7.3	6.8	4.1	7.7	8.2
ROE	13.8	15.0	6.9	18.5	17.8

Stock Data

52주 최저/최고	8,250/12,350원
KOSDAQ /KOSPI	860/2,419pt
시가총액	58,184억원
60일-평균거래량	1,372,740
외국인지분율	21.0%
60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p
주요주주	한안코오토홀딩스 50.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	13.5	18.9	-7.2
상대기준	0.9	-4.9	-25.7

도표 1. 한온시스템 2Q20 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원 %, %p)

	2Q20P	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,196	1,277	-6.3	1,203	-0.6
영업이익	-58	-30	92.9	-33	76.8
(영업이익률)	-4.8	-2.3	-2.5	-2.7	-2.1
지배주주순이익	-56	-37	53.7	-37	53.2
(지배주주순이익률)	-4.7	-2.9	-1.8	-3.1	-1.7

자료: 한온시스템 DB금융투자

도표 2. 한온시스템 2Q20 상세 실적 요약

(단위: 십억원 %, %p)

	2Q20P	2Q19	YoY	1Q20	QoQ
매출액	1,196	1,904	-37.2	1,675	-28.6
아시아	766	1,076	-28.8	944	-18.9
북미	351	472	-25.6	454	-22.7
유럽	479	959	-50.1	877	-45.4
영업이익	-58	112	-151.5	60	-196.8
영업이익률	-4.8	5.9	-10.7	3.6	-8.4
지배주주순이익	-56	71	적자전환	34	적자전환
(지배주주순이익률)	-4.7	3.7	-8.4	2.0	-6.7

자료: 한온시스템 DB금융투자

도표 3. 한온시스템 실적 추정치 변경

(단위: 십억원 %, %p)

	20년			21년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
매출액	6,327	6,523	-3.0	7,860	7,614	3.2
아시아	3,885	3,934	-1.3	4,326	4,326	0.0
북미	1,552	1,552	0.0	1,974	1,974	0.0
유럽	2,888	3,211	-10.1	4,180	3,852	8.5
영업이익	258	227	13.3	609	562	8.3
아시아	67	106	-36.4	223	223	0.0
북미	38	30	25.8	70	70	0.0
유럽	147	85	72.6	308	262	17.8
영업이익률	4.1	3.5	0.6	7.7	7.4	0.4
아시아	1.7	2.7	-1.0	5.2	5.2	0.0
북미	2.4	1.9	0.5	3.6	3.6	0.0
유럽	5.1	2.6	2.4	7.4	6.8	0.6
지배주주순이익	152	128	18.9	430	377	14.1
(지배주주순이익률)	2.4	2.0	0.4	5.5	4.9	0.5

자료: DB금융투자

도표 4. 한온시스템 목표주가 산정

12개월 FWD EPS(원)	746	3Q20~2Q21 FWD EPS
Target PER(배)	17.5	xEV 부품 업체 20년 FWD PER 평균
Target Price(원)	13,000	
Implied PBR(배)	3.19	20년 FWD BPS 4,073원 기준
상승여력(%)	19.3	8/11일 종가 기준

자료: DB금융투자

도표 5. 한온시스템 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,429	1,904	1,860	1,961	1,675	1,196	1,657	1,799	5,938	7,154	6,327	7,860
아시아	959	1,076	1,049	1,197	944	766	1,013	1,162	4,028	4,281	3,885	4,326
북미	298	472	462	458	454	184	462	452	1,150	1,689	1,552	1,974
유럽	714	959	907	872	877	470	734	807	2,827	3,453	2,888	4,180
영업이익	93	112	107	171	60	-58	91	150	434	484	258	609
아시아	43	45	18	113	17	-23	27	47	194	219	67	223
북미	9	24	14	6	22	-17	11	21	34	53	38	70
유럽	38	55	76	41	27	-2	50	72	197	210	147	308
영업이익률	6.5	5.9	5.8	8.7	3.6	-4.8	5.5	8.3	7.3	6.8	4.1	7.7
아시아	4.5	4.2	1.7	9.4	1.7	-3.0	2.7	4.0	4.8	5.1	1.7	5.2
북미	3.1	5.0	3.0	1.3	4.9	-9.2	2.4	4.7	2.9	3.1	2.4	3.6
유럽	5.3	5.7	8.4	4.7	3.0	-0.5	6.8	9.0	7.0	6.1	5.1	7.4
지배주주순이익	56	71	75	116	34	-56	60	115	278	319	152	430
지배주주순이익률	3.9	3.7	4.1	5.9	2.0	-4.7	3.6	6.4	4.7	4.5	2.4	5.5

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,922	2,710	3,522	4,097
현금및현금성자산	1,018	687	678	991	1,312
매출채권및기타채권	1,012	1,233	1,039	1,260	1,321
재고자산	506	613	507	630	657
비유동자산	2,497	4,160	4,008	3,879	3,910
유형자산	1,551	2,130	2,079	2,012	2,100
무형자산	564	1,593	1,524	1,462	1,405
투자자산	104	109	109	109	109
자산총계	5,356	7,082	7,081	7,763	8,370
유동부채	1,867	2,091	2,107	2,525	2,833
매입채무및기타채무	1,229	1,524	1,539	1,957	2,266
단기차입금및단기차입금	453	385	385	385	385
유동상장기부채	33	40	40	40	40
비유동부채	1,357	2,653	2,653	2,653	2,653
차입금및장기차입금	1,042	2,151	2,151	2,151	2,151
부채총계	3,224	4,745	4,760	5,178	5,487
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-21	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	2,180	2,318	2,299	2,558	2,850
비지배주주지분	95	121	123	128	134
자본총계	2,132	2,338	2,321	2,585	2,883

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	471	778	1,098	1,087	1,301
당기순이익	284	323	154	435	469
현금유출이없는비용및수익	469	587	748	851	902
유형및무형자산상각비	268	381	626	657	702
영업관련자산부채변동	-187	-11	236	-85	53
매출채권및기타채권의감소	-82	185	194	-220	-61
재고자산의감소	-45	58	106	-122	-28
매입채무및기타채무의증가	64	-155	15	418	309
투자활동현금흐름	-577	-1,935	-503	-514	-720
CAPEX	-420	-441	-506	-527	-733
투자자산의순증	21	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	564	829	-259	-259	-259
사채및차입금의 증가	919	1,067	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	2	0	0	0
배당금지급	-172	-173	-171	-171	-171
기타현금흐름	-8	-4	-343	0	0
현금의증가	451	-331	-8	313	321
기초현금	567	1,018	687	678	991
기말현금	1,018	687	678	991	1,312

자료: 한온시스템 DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,938	7,154	6,327	7,860	8,270
매출원가	5,025	6,120	5,536	6,588	6,893
매출총이익	913	1,034	791	1,272	1,376
판매비	479	550	533	663	697
영업이익	434	484	258	609	679
EBITDA	701	865	884	1,266	1,381
영업외손익	-54	-77	-64	-60	-87
금융손익	-18	-43	-51	-63	-66
투자손익	6	3	6	11	12
기타영업외손익	-42	-37	-19	-8	-33
세전이익	380	407	194	549	592
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	284	323	154	435	469
지배주주지분순이익	278	319	152	430	463
비지배주주지분순이익	6	4	2	5	6
총포괄이익	232	355	154	435	469
증감률(%YoY)					
매출액	6.3	20.5	-11.6	24.2	5.2
영업이익	-7.4	11.5	-46.7	136.3	11.5
EPS	-3.8	14.7	-52.2	182.4	7.7

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	520	597	285	805	867
BPS	3,816	4,153	4,118	4,603	5,149
DPS	320	320	320	320	320
Multiple(배)					
P/E	20.8	18.7	38.3	13.5	12.6
P/B	2.8	2.7	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.2	9.4	9.0	6.1	5.3
수익성(%)					
영업이익률	7.3	6.8	4.1	7.7	8.2
EBITDA마진	11.8	12.1	14.0	16.1	16.7
순이익률	4.8	4.5	2.4	5.5	5.7
ROE	13.8	15.0	6.9	18.5	17.8
ROA	6.0	5.2	2.2	5.9	5.8
ROIC	13.2	10.6	4.7	11.7	13.1
안정성및기타					
부채비율(%)	151.2	203.0	205.1	200.3	190.3
이자보상배율(배)	17.8	6.8	2.9	6.9	7.7
배당성향(배)	60.2	52.9	110.9	39.3	36.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

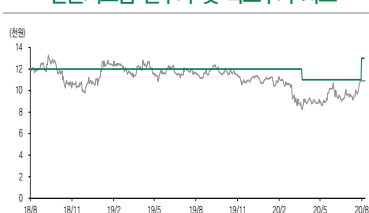
■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한온시스템 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/11/08	Hold	12,000	-0.9	17.9			
18/11/08		1년경과	-3.0	6.7			
19/11/08		1년경과	-11.5	-3.8			
20/04/03	Buy	11,000	-14.1	0.0			
20/08/12	Buy	13,000	-	-			

주: *표는 답당자 변경