



## ▲ 자동차/타이어

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

## RA 이다빈

02. 6454-4882  
dabin.lee@meritz.co.kr

**Hold**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>12,500 원</b>
<b>현재주가 (8.11)</b>	<b>10,900 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>14.7%</b>
KOSPI	2,418.67pt
시가총액	58,184억원
발행주식수	53,380만주
유동주식비율	29.99%
외국인비중	20.95%
52주 최고/최저가	12,350원/8,250원
평균거래대금	133.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
한앤코오토훌딩스	50.50
한국타이어앤테크놀로지	19.49
국민연금공단	6.02
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	13.5 -3.1 -7.2
상대주가	0.9 -10.9 -25.7

**주가그래프**

# 한온시스템 018880

## 성장과 비성장의 불균형

- ✓ C19 영향으로 부진한 2Q20 분기 실적을 기록. 이에 따라 21년 연간 가이던스 또한 하향 조정 (매출 7.8조원 → 6.3조원, 영업이익 5,350억원 → 2,800억원)
- ✓ 친환경차 관련 수주 확대는 고무적, 그러나 연결 매출의 정체 국면 지속 중
- ✓ 이는 친환경 매출 (열관리)을 통한 성장동력 확보에 있어 기존 내연기관 매출 (공조) 감소가 부담으로 작용하고 있음을 의미. 기존 Hold 투자의견과 적정주가를 유지

**C19 영향으로 점철된 부진한 2Q20 실적 기록**

2Q20 매출은 1.20조원 (-37% YoY, 이하 YoY)이었으며, 영업이익은 -578억원으로 적자 전환했다. 주요 시장의 매출 감소 (미국 -61%, 유럽 -51%, 한국 -7%) 영향으로 고정비 부담이 심화된 결과이다 (원가율 93.7%, +7.4%p).

1H20을 지배했던 C19 영향으로 가이던스 또한 조정되었다. 20년 연간 매출 가이던스는 6.3조원 (-12%, 기존 가이던스 7.8조원), 영업이익은 2,800억원 (-42%, 기존 가이던스 5,350억원)이다. 1H20 실적을 제외한 2H20 목표 실적은 매출 3.8조원 (-10%), 영업이익 2,781억원 (+0.01%)으로 계산된다.

**친환경차 수주 성장은 지속, 문제는 내연기관에서의 실적 저하 확대**

신규 수주 내 친환경차 부품 비중은 지속 상승 중이다 (17년 44%, 18년 63%, 19년 71%, 20년 1~7월 누적 80%). 지난 2Q20 현대차그룹의 e-GMP 2차 발주를 확보한 부분 또한 고무적이다. 그러나 매출이 늘어나지 않는다. 지난 5년간 글로벌 전기차 시장은 395% 성장했다 (연평균 성장률 +49%). 한온의 연결 매출은 연평균 1.6% 성장에 불과하다 (19년 발생한 Magna E&FP 합병 효과 제외 계산).

친환경차 관련 수주가 증가하는 동안 아이러니하게도 연도별 총 신규 수주 규모는 감소세를 보여왔다 (17년 \$1.99bn, 18년 \$1.60bn, 19년 \$1.72bn, 20년 목표 1.00bn (1~7월 누적 수주 \$0.45bn으로 45% 달성). 매출 비중 80% 이상을 차지하고 있는 내연기관 관련 수주가 줄어들고 있음을 의미한다. 친환경 매출 (열관리)을 통한 성장 동력 확보에 기존 내연기관 매출 (공조) 감소가 부담 요인으로 작용하고 있다. 플러스 요인이 마이너스 요인을 넘어서지 못하고 있는 현재, 동종 업계 평균 대비 높은 밸류에이션이 부여되고 있는 상황은 향후 주가 방향성에 긍정적이지 못하다. 기존 Hold 투자의견과 12,500원의 적정주가를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,937.6	433.8	277.6	520	-3.8	3,816	21.0	2.9	9.3	13.8	64.2
2019	7,154.2	483.8	318.5	597	14.7	4,153	18.3	2.6	8.8	15.8	108.1
2020E	6,321.7	204.9	112.5	211	-64.7	3,962	51.7	2.8	11.4	5.2	142.4
2021E	7,285.4	470.6	320.7	601	185.1	4,251	18.1	2.6	8.6	14.6	132.7
2022E	7,776.8	480.7	330.6	619	3.1	4,558	17.6	2.4	8.4	14.1	124.2

**표1 C19 영향으로 주요 시장 매출 감소하며 부진한 분기 실적 기록**

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,195.4	1,904.1	-37.2	1,674.8	-28.6	1,201.5	-0.5	1,301.4	-8.1
영업이익	-57.8	112.3	-151.5	59.7	-196.8	-27.2	n.a	-40.5	n.a
세전이익	-81.0	89.8	-190.2	45.3	-278.8	-41.7	n.a	-52.5	n.a
순이익	-59.0	70.8	-183.3	34.1	-273.2	-31.2	n.a	-60.1	n.a
영업이익률(%)	-4.8	5.9		3.6		-2.3		-3.1	
세전이익률(%)	-6.8	4.7		2.7		-3.5		-4.0	
순이익률(%)	-4.9	3.7		2.0		-2.6		-4.6	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

**표2 친환경차 수주 성장은 지속 중이나 내연기관애서의 실적 저하가 플러스 요인 상쇄**

(십억원)	2020E			2021E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,321.7	6,415.6	-1.5	7,285.4	7,443.6	-2.1
영업이익	204.9	222.6	-7.9	470.6	491.4	-4.2
세전이익	153.8	167.7	-8.3	430.3	436.9	-1.5
순이익	112.5	124.9	-9.9	320.7	328.7	-2.4
영업이익률(%)	3.2	3.5	-0.2p	6.5	6.6	-0.1p
세전이익률(%)	2.4	2.6	-0.2p	5.9	5.9	0.0p
순이익률(%)	1.8	1.9	-0.2p	4.4	4.4	0.0p

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

**표3 하향된 실적 가이던스 반영 하여 '20년·'21년 이익 추정치 하향조정**

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	7,154.2	6,321.7	7,285.4
매출액 - 기존 추정	7,154.2	6,402.3	7,450.6
% change	0.0%	-1.3%	-2.2%
영업이익 - 신규 추정	483.8	204.9	470.6
영업이익 - 기존 추정	483.8	201.7	486.9
% change	0.0%	1.6%	-3.4%
세전이익 - 신규 추정	407.3	153.8	430.3
세전이익 - 기존 추정	407.3	153.8	446.4
% change	0.0%	0.0%	-3.6%
지배주주 순이익 - 신규 추정	318.5	112.5	320.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	318.5	112.5	332.8
% change	0.0%	0.0%	-3.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	596.7	210.7	600.8
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	596.7	210.7	623.5
% change	0.0%	0.0%	-3.6%

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,429.1</b>	<b>1,904.1</b>	<b>1,859.9</b>	<b>1,961.1</b>	<b>1,674.8</b>	<b>1,195.4</b>	<b>1,563.2</b>	<b>1,888.2</b>	<b>7,154.2</b>	<b>6,321.7</b>	<b>7,285.4</b>
(% YoY)	3.0	25.4	31.0	21.6	17.2	-37.2	-16.0	-3.7	20.5	-11.6	15.2
Korea	635.7	676.6	623.9	732.6	643.8	629.3	644.0	760.3	2,668.9	2,677.4	2,801.6
(% YoY)	7.2	-0.2	-3.9	7.1	1.3	-7.0	3.2	3.8	2.5	0.3	4.6
China	139.6	178.1	170.9	215.7	111.0	191.8	180.1	224.1	704.3	707.0	745.8
(% YoY)	-3.2	-20.8	-20.8	2.9	-20.5	7.7	5.4	3.9	-11.4	0.4	5.5
North America	297.8	472.1	461.6	457.9	453.9	184.1	372.2	469.5	1,689.4	1,479.8	1,569.5
(% YoY)	12.8	70.6	58.5	44.1	52.4	-61.0	-19.4	2.5	46.9	-12.4	6.1
Europe	714.3	959.4	907.3	872.1	876.7	470.1	700.9	872.3	3,453.1	2,920.1	3,348.2
(% YoY)	-0.2	26.9	45.4	19.3	22.7	-51.0	-22.7	0.0	22.1	-15.4	14.7
Others	183.3	221.5	253.8	248.8	186.4	95.6	234.8	249.0	907.3	765.8	1,052.9
(% YoY)	2.2	52.3	72.4	58.5	1.7	-56.8	-7.5	0.1	44.3	-15.6	37.5
Internal transaction	-541.6	-603.6	-557.6	-566.1	-597.0	-375.4	-568.8	-687.1	-2,268.9	-2,228.4	-2,232.6
(% YoY)	6.3	7.3	9.8	16.2	10.2	-37.8	2.0	21.4	9.7	-1.8	0.2
<b>OP</b>	<b>93.5</b>	<b>112.3</b>	<b>107.0</b>	<b>171.1</b>	<b>59.7</b>	<b>-57.8</b>	<b>71.9</b>	<b>131.1</b>	<b>483.8</b>	<b>204.9</b>	<b>470.6</b>
(% YoY)	-1.8	11.4	30.5	9.9	-36.1	-151.5	-32.8	-23.4	11.5	-57.6	129.6
<b>RP</b>	<b>76.4</b>	<b>89.8</b>	<b>96.5</b>	<b>144.6</b>	<b>45.3</b>	<b>-81.1</b>	<b>60.0</b>	<b>129.6</b>	<b>407.3</b>	<b>153.8</b>	<b>430.3</b>
(% YoY)	-15.2	-7.8	29.0	23.2	-40.7	-190.3	-37.9	-10.4	7.3	-62.2	179.8
<b>NP</b>	<b>56.0</b>	<b>70.8</b>	<b>75.4</b>	<b>116.3</b>	<b>34.1</b>	<b>-59.1</b>	<b>52.4</b>	<b>94.8</b>	<b>318.5</b>	<b>112.5</b>	<b>320.7</b>
(% YoY)	-11.6	0.8	41.8	28.0	-39.2	-183.5	-30.5	-18.4	14.7	-64.7	185.1
OP margin (%)	6.5	5.9	5.8	8.7	3.6	-4.8	4.6	6.9	6.8	3.2	6.5
RP margin (%)	5.3	4.7	5.2	7.4	2.7	-6.8	3.8	6.9	5.7	2.4	5.9
NP margin (%)	3.9	3.7	4.1	5.9	2.0	-4.9	3.4	5.0	4.5	1.8	4.4

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>5,937.6</b>	<b>7,154.2</b>	<b>6,321.7</b>	<b>7,285.4</b>	<b>7,776.8</b>
매출액증가율 (%)	6.3	20.5	-11.6	15.2	6.7
매출원가	5,024.9	6,119.9	5,640.9	6,176.3	6,602.7
매출총이익	912.7	1,034.3	680.7	1,109.1	1,174.0
판매관리비	478.9	550.5	475.8	638.5	693.3
<b>영업이익</b>	<b>433.8</b>	<b>483.8</b>	<b>204.9</b>	<b>470.6</b>	<b>480.7</b>
영업이익률	7.3	6.8	3.2	6.5	6.2
금융손익	-18.4	-43.5	-41.5	-39.4	-37.4
종속/관계기업손익	6.3	3.5	2.9	6.4	6.4
기타영업외손익	-54.2	-76.6	-51.2	-40.3	-31.0
세전계속사업이익	379.6	407.3	153.8	430.3	449.7
법인세비용	95.9	84.6	37.7	105.4	114.7
<b>당기순이익</b>	<b>283.7</b>	<b>322.6</b>	<b>116.1</b>	<b>324.9</b>	<b>335.0</b>
지배주주지분 순이익	277.6	318.5	112.5	320.7	330.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>471.3</b>	<b>778.4</b>	<b>266.3</b>	<b>691.4</b>	<b>396.6</b>
당기순이익(손실)	283.7	322.6	116.1	324.9	335.0
유형자산상각비	194.1	312.0	460.7	415.7	416.6
무형자산상각비	33.8	68.7	73.7	77.0	78.7
운전자본의 증감	-187.5	-11.2	-435.4	-180.0	-480.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-576.7</b>	<b>-1,935.3</b>	<b>-628.0</b>	<b>-422.1</b>	<b>-103.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-419.7	-441.4	-350.0	-350.0	-350.0
투자자산의감소(증가)	2.6	3.5	12.7	-14.7	-7.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>563.7</b>	<b>829.4</b>	<b>229.6</b>	<b>-182.6</b>	<b>-171.3</b>
차입금의 증감	754.9	1,030.6	400.8	-11.8	-0.5
자본의 증가	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	450.5	-331.1	-117.7	86.7	122.0
기초현금	568.6	1,019.1	686.7	569.0	655.7
기말현금	1,017.8	686.7	569.0	655.7	777.7

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>2,859.2</b>	<b>2,922.4</b>	<b>3,015.4</b>	<b>3,494.6</b>	<b>4,200.8</b>
현금및현금성자산	1,017.8	686.7	569.0	655.7	777.7
매출채권	968.9	1,173.3	1,327.6	1,602.8	1,944.2
재고자산	505.8	612.8	695.4	728.5	933.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,496.6</b>	<b>4,160.0</b>	<b>4,302.7</b>	<b>4,514.8</b>	<b>4,831.9</b>
유형자산	1,551.5	2,130.4	2,019.6	1,953.9	2,001.8
무형자산	564.0	1,592.8	1,849.1	2,102.1	2,353.4
투자자산	104.2	109.0	96.3	111.0	118.5
<b>자산총계</b>	<b>5,355.8</b>	<b>7,082.4</b>	<b>7,318.1</b>	<b>8,009.3</b>	<b>9,032.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,867.1</b>	<b>2,091.5</b>	<b>2,350.2</b>	<b>2,823.3</b>	<b>3,666.9</b>
매입채무	799.3	953.4	842.5	970.9	1,036.4
단기차입금	292.9	335.2	837.9	796.0	788.0
유동성장기부채	33.0	40.1	48.1	48.1	48.6
<b>비유동부채</b>	<b>1,357.0</b>	<b>2,653.4</b>	<b>2,732.1</b>	<b>2,796.2</b>	<b>2,811.7</b>
사채	1,037.0	1,585.9	1,506.6	1,536.7	1,567.4
장기차입금	5.2	565.2	791.2	791.2	767.5
<b>부채총계</b>	<b>3,224.1</b>	<b>4,744.9</b>	<b>5,082.4</b>	<b>5,619.5</b>	<b>6,478.6</b>
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-21.5	-19.9	-19.9	-19.9	-19.9
기타포괄이익누계액	-174.8	-134.9	-134.9	-134.9	-134.9
이익잉여금	2,179.6	2,318.2	2,216.8	2,370.9	2,535.1
비지배주주지분	94.9	120.7	120.7	120.7	120.7
<b>자본총계</b>	<b>2,131.7</b>	<b>2,337.5</b>	<b>2,235.8</b>	<b>2,389.8</b>	<b>2,554.0</b>

### Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	11,123	13,402	11,843	13,648	14,569
EPS(지배주주)	520	597	211	601	619
CFPS	1,907	1,286	1,066	1,228	1,457
EBITDAPS	1,240	1,620	1,385	1,805	1,828
BPS	3,816	4,153	3,962	4,251	4,558
DPS	320	270	320	320	320
배당수익률(%)	2.9	2.5	2.9	2.9	2.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	21.0	18.3	51.7	18.1	17.6
PCR	11.5	8.3	9.0	7.2	7.0
PSR	11,123	13,402	11,843	13,648	14,569
PBR	2.9	2.6	2.8	2.6	2.4
EBITDA	661.7	864.5	739.4	963.3	976.0
EV/EBITDA	9.3	8.8	11.4	8.6	8.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.8	15.8	5.2	14.6	14.1
EBITDA 이익률	11.1	12.1	11.7	13.2	12.5
부채비율	64.2	108.1	142.4	132.7	124.2
금융비용부담률	0.4	1.0	1.2	1.0	1.0
이자보상배율(X)	1,776.0	678.1	281.6	634.0	634.9
매출채권회전율(X)	6.4	6.8	5.1	5.0	4.4
재고자산회전율(X)	12.2	12.8	9.7	10.2	9.4

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.08.10	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-13.0	-5.4	(원)	한온시스템
2018.10.02	기업브리프	Buy	15,500	김준성	-25.2	-17.4	19,500	적정주가
2019.08.14	기업브리프	Buy	14,500	김준성	-19.3	-14.8		
2019.11.07	기업브리프	Hold	12,500	김준성	-	-		

