

한온시스템(018880)

1Q19 Preview: 합체 준비 완료

1분기 영업이익 컨센서스 8% 하회 전망

한온시스템의 1분기 실적은 주요 고객사들의 판매부진으로 다소 부진할 전망이다. 영업이익은 903억원으로 (-5% YoY, 영업이익률 6.4%) 컨센서스를 8.3% 하회할 것이다. 전기차 판매 증가세가 보조금 축소로 주춤한 가운데 현대기아, 포드 등 주요 고객사들도 중국에서 가동률이 낮아 설비를 축소하는 중이다.

인수사업부 실적 반영으로 2분기부터 외형성장

2분기부터는 마그나로부터 인수한 유압제어(FP&C) 사업부가 실적에 반영되기 시작하면서 외형성장이 두드러질 전망이다. 유압제어 사업부는 연매출 1.4조원, 영업이익률 8.5% 수준으로 추정한다(2019년). 핵심 품목인 전자제어 펌프와 직류 모터의 고객사도 다양하고 수주도 활발하기 때문에 한온시스템 공조사업 경쟁력이 강화될 전망이다.

전기차는 이제 변수가 아닌 상수

전기차의 성장이 지속되면서 한온시스템의 성장도 이어질 전망이다. 올해부터 보조금 축소로 테슬라의 1분기 판매대수가 전분기대비 31% 줄어들어 전기차 투자 심리에 부정적 영향을 주고 있으나 전년동기대비로는 110% 증가해 성장세가 꾸준히 이어지고 있다. 글로벌 전체를 보더라도 1~2월 전기차 판매량이 전분기 2개월 대비 38% 줄었으나 전년동월대비 114% 증가했다. 계단형으로 줄어드는 보조금의 특성상 축소과정에서 마찰은 불가피하나 전기차의 성장세는 이어질 전망이다. 대표적인 전기차 관련 부품주인 한온시스템에 대해 매수의견을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 14,500원(유지)

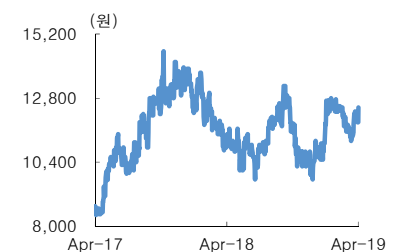
Stock Data

KOSPI(4/17)	2,246
주가(4/17)	12,450
시가총액(십억원)	6,646
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	13,250/9,760
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,601
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/18.8
주요주주(%)	한앤코오홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.8	5.1	10.7
KOSPI 대비(%p)	4.6	1.4	19.1

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	5,586	468	289	541	(1.1)	670	25.7	11.4	3.7	15.2	0.4
2018A	5,938	434	278	520	(3.9)	662	20.8	9.8	2.8	13.8	0.6
2019F	7,183	502	342	640	23.1	832	19.5	10.6	3.1	16.3	2.8
2020F	7,979	583	387	725	13.4	978	17.2	9.0	2.9	17.2	3.2
2021F	8,565	626	419	785	8.2	1,027	15.9	8.5	2.6	17.3	3.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

문성오

sander.moon@truefriend.com

〈표 1〉 1Q19 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q19F			YoY	QoQ	컨센서스 대비	
	Preview	기존 전망	차이			1Q19F	차이
매출액	1,414	1,459	(3.0)	2.0	(12.3)	1,454	(2.7)
영업이익	90	102	(11.7)	(5.2)	(42.0)	98	(8.3)
영업이익률	6.4	7.0	(0.6)	(0.5)	(3.3)	6.8	(0.4)
순이익	59	65	(9.7)	(7.2)	(35.3)	65	(9.6)

자료: FnGuide, 한국투자증권

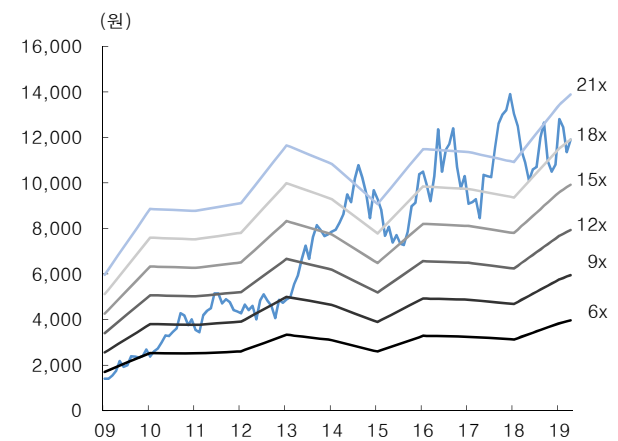
〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	7,249	8,196	7,183	7,979	(0.9)	(2.7)
영업이익	541	623	502	583	(7.3)	(6.4)
영업이익률	7.5	7.6	7.0	7.3	(0.5)	(0.3)
순이익	356	414	342	387	(4.0)	(6.5)

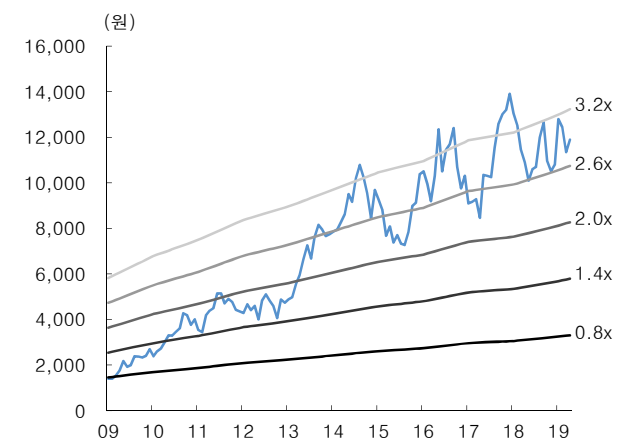
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,387	1,518	1,420	1,612	1,414	1,958	1,826	1,985	5,586	5,938	7,183	7,979	8,565
영업이익	95	101	82	156	90	139	123	150	468	434	502	583	626
영업이익률	6.9	6.6	5.8	9.7	6.4	7.1	6.7	7.5	8.4	7.3	7.0	7.3	7.3
세전이익	90	97	75	117	78	126	110	137	422	380	451	532	576
순이익	63	70	53	91	59	96	83	104	289	278	342	387	419
증감률													
매출액	(4.3)	10.6	6.0	13.2	2.0	28.9	28.6	23.1	(2.1)	6.3	21.0	11.1	7.3
영업이익	(25.1)	(1.8)	(18.6)	13.0	(5.2)	38.0	49.5	(4.0)	10.9	(7.4)	15.6	16.2	7.4
순이익	(11.3)	4.7	(27.4)	18.4	(7.2)	36.3	56.6	14.2	(1.2)	(3.8)	23.0	13.4	8.2
지역별 매출													
한국	593	678	650	684	623	710	661	658	2,449	2,605	2,652	2,784	2,952
아시아(한국제외)	324	370	363	367	310	313	374	393	1,473	1,423	1,391	1,446	1,519
미국	264	277	291	318	280	290	299	299	1,081	1,150	1,168	1,215	1,288
유럽	716	756	624	731	702	772	647	761	2,605	2,827	2,881	3,054	3,298
지역별 매출 증감률													
한국	(4.0)	1.7	4.6	25.9	4.9	4.8	1.8	(3.8)	5.8	6.4	1.8	5.0	6.0
아시아(한국제외)	(18.2)	27.2	3.3	(15.8)	(4.1)	(15.5)	3.1	7.2	(14.9)	(3.4)	(2.3)	4.0	5.0
미국	(5.2)	(3.8)	10.5	26.3	5.9	4.8	2.8	(5.8)	2.9	6.3	1.6	4.0	6.0
유럽	6.7	20.2	1.2	6.1	(2.0)	2.0	3.7	4.0	4.3	8.5	1.9	6.0	8.0
지역별 영업이익률													
한국	5.5	6.1	6.2	10.0	6.5	7.0	6.0	7.5	8.3	2.4	6.8	7.2	7.3
아시아(한국제외)	6.8	8.0	7.1	9.0	6.5	7.0	6.5	7.0	9.1	9.3	6.8	7.4	7.6
미국	2.0	2.3	(2.1)	3.5	2.3	3.0	2.0	3.5	3.9	2.9	2.7	3.0	3.2
유럽	4.0	3.1	3.6	5.1	3.3	3.5	3.6	4.0	3.1	7.0	3.6	3.7	3.8

자료: 한국투자증권

기업개요

한온시스템은 차량 에어컨 및 히터 사업에서 얻은 노하우를 바탕으로 종합 열관리 전문업체로 진화 중. 1999년에 비스테온이 만도로부터 지분 35%를 인수하면서 한라공조의 경영권을 확보. 비스테온의 18개 자회사를 4,353억원에 인수하면서 2013년 2월에는 사명을 한라공조에서 한라비스테온공조로 변경. 2014년 11월에 사모펀드 한앤컴퍼니가 한국타이어와 함께 비스테온이 보유한 한라비스테온공조 지분을 각각 50%, 19.9% 인수해 2015년 7월 한온시스템으로 사명을 재변경. 2018년 고객별 매출 비중은 현대차그룹 51%, Ford 20%, 기타 29%. 대부분의 글로벌 완성차 업체를 고객군으로 보유.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,241	2,859	2,659	2,953	3,170
현금성자산	567	1,018	431	479	514
매출채권및기타채권	957	1,012	1,225	1,360	1,460
재고자산	469	506	612	680	730
비유동자산	1,878	2,497	4,068	4,236	4,360
투자자산	119	104	126	140	150
유형자산	1,262	1,551	2,551	2,551	2,551
무형자산	438	564	1,056	1,173	1,259
자산총계	4,120	5,356	6,727	7,190	7,530
유동부채	1,299	1,867	2,220	2,579	2,892
매입채무및기타채무	1,051	1,229	1,487	1,652	1,773
단기차입금및단기사채	134	453	563	723	803
유동성장기부채	2	33	64	95	126
비유동부채	789	1,357	2,239	2,173	2,004
사채	599	1,037	983	894	709
장기차입금및금융부채	23	149	1,049	1,049	1,049
부채총계	2,088	3,224	4,459	4,752	4,896
지배주주지분	1,979	2,037	2,166	2,328	2,515
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(22)	(21)	(21)	(21)	(21)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,074	2,180	2,324	2,503	2,707
비지배주주지분	53	95	102	110	119
자본총계	2,031	2,132	2,268	2,438	2,634

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	567	471	518	729	862
당기순이익	298	284	338	399	432
유형자산감가상각비	181	194	259	316	316
무형자산상각비	21	34	71	79	85
자산부채변동	(31)	(187)	(174)	(80)	18
기타	98	146	24	15	11
투자활동현금흐름	(347)	(577)	(1,902)	(568)	(529)
유형자산투자	(322)	(420)	(1,278)	(335)	(335)
유형자산매각	29	10	19	19	19
투자자산순증	3	(6)	(30)	(24)	(18)
무형자산순증	(105)	(144)	(563)	(196)	(171)
기타	48	(17)	(50)	(32)	(24)
재무활동현금흐름	(56)	564	797	(113)	(298)
자본의증가	0	39	0	0	0
차입금의순증	115	697	991	106	(70)
배당금지급	(171)	(172)	(171)	(187)	(211)
기타	0	0	(23)	(32)	(17)
기타현금흐름	(22)	(8)	0	0	0
현금의증가	142	451	(587)	48	35

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	5,586	5,938	7,183	7,979	8,565
매출원가	4,639	5,025	6,071	6,749	7,245
매출총이익	946	913	1,112	1,229	1,320
판매관리비	478	479	611	646	694
영업이익	468	434	502	583	626
금융수익	13	22	29	25	26
이자수익	9	7	14	10	11
금융비용	27	40	63	76	76
이자비용	20	24	61	74	74
기타영업외손익	(42)	(42)	(22)	0	0
관계기업관련손익	9	6	7	8	9
세전계속사업이익	422	380	451	532	576
법인세비용	123	96	113	133	144
연결당기순이익	298	284	338	399	432
지배주주지분순이익	289	278	342	387	419
기타포괄이익	19	(51)	(15)	(19)	(17)
총포괄이익	317	232	323	381	415
지배주주지분포괄이익	311	228	316	373	406
EBITDA	670	662	832	978	1,027

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	541	520	640	725	785
BPS	3,707	3,816	4,058	4,361	4,712
DPS	305	320	350	395	410
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(2.1)	6.3	21.0	11.1	7.3
영업이익증가율	10.9	(7.4)	15.6	16.2	7.4
순이익증가율	(1.2)	(3.8)	23.0	13.4	8.2
EPS증가율	(1.1)	(3.9)	23.1	13.4	8.2
EBITDA증가율	10.1	(1.2)	25.7	17.6	5.0
수익성(%)					
영업이익률	8.4	7.3	7.0	7.3	7.3
순이익률	5.2	4.7	4.8	4.9	4.9
EBITDA Margin	12.0	11.1	11.6	12.3	12.0
ROA	7.5	6.0	5.6	5.7	5.9
ROE	15.2	13.8	16.3	17.2	17.3
배당수익률	0.4	0.6	2.8	3.2	3.3
배당성향	56.4	61.5	54.7	54.4	52.3
안정성					
순차입금(십억원)	132	624	2,039	2,089	1,976
차입금/자본총계비율(%)	37.4	78.8	110.9	107.3	96.5
Valuation(X)					
PER	25.7	20.8	19.5	17.2	15.9
PBR	3.7	2.8	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	11.4	9.8	10.6	9.0	8.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한온시스템 (018880)	2017.02.14	매수	12,000원	-20.1	-4.6
	2017.07.19	매수	13,000원	-10.2	4.6
	2017.10.23	중립	-	-	-
	2018.10.02	매수	17,000원	-33.7	-24.7
	2018.11.13	매수	14,500원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 17일 현재 한온시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.