

2020. 12. 2

EV/Mobility Team

임은영  
Analyst  
esther.yim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	19,000원	(17.3%)
현재주가	16,200원	
시가총액	8.6조원	
Shares (float)	533,800,000주 (30.0%)	
52주 최저/최고	8,250원/16,450원	
60일-평균거래대금	228.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한온시스템 (%)	43.4	60.4	51.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	23.2	25.1	18.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	19,000	15,000	26.7%
2020E EPS	257	248	3.6%
2021E EPS	850	822	3.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	14,769
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 한온시스템 (018880)

### 전기차 S커브 변곡점, 무엇을 사야할까?

- 2020년 9월 유럽의 전기차 Penetration 비중은 13%, 중국은 10월 7% 도달. 두 시장 모두 1H21에 전기차 대중화 변곡점에 도달할 전망. 이후 미국 등 다른 나라로 확산 전망.
- 전기차 대중화 시대에는 테슬라에만 집중되었던 관심을 중저가 전기차 업체로까지 확산할 필요. 자동차는 한 업체의 독과점을 허용하지 않는 제품이기 때문. 이것이 중국 전기차 벤처 3인방의 주가가 급등하는 이유.
- 한온시스템은 VW, 현대/기아차, 포드, 중국전기차 등 넓은 고객기반을 갖춘 전기차 부품사. 여기에 M&A 기대감도 주가상승을 견인. 2021년, 2022년 수익추정 상향. Target P/E를 18배에서 전기차 대중화 진입에 따른 실적 성장을 반영하여 전기차 부품주가가 집중되었던 2015~2018년 P/E 밴드의 상단인 22배로 상향, 목표주가를 2021년 EPS 기준인 19,000원으로 26.7% 상향.

### WHAT'S THE STORY?

**중국, 유럽 전기차 대중화시대 진입 전망:** 2020년 하반기 들어 전기차 침투율이 급격히 증가. 혁신제품 수용곡선 상 대중화 변곡점에 가까워 지고 있음.

**중국, 유럽 전기차 대중화 견인:** 중국시장은 전기차 침투율이 2019년 6월 11%를 기록 후, 보조금 50% 삭감에 의해 비중 급감. 2020년 7월 이후 다시 강한 수요 회복으로 10월 기준 7% 비중. 유럽은 코로나19 이후 독일과 프랑스의 보조금 2배 확대로 9월 13% 비중 기록.

**로저스 교수의 제품 혁신커브:** 제품마다 소비자가 받아들이는 속도는 상이. 그러나 침투율 10~20%사이에서 급격한 대중화가 진행. 16%의 Early Adaptor시장에서 68%의 소비자가 사용하는 대중시장으로 전환. 연간 자동차 9천만대 수요기준으로 연간 76백만대의 전기차 시장이 열린다는 의미.

**주요시장, 2035년을 전후하여 내연기관차 판매금지 발표:** 영국, 프랑스, 노르웨이, 미국의 캘리포니아 등. 완성차업체는 R&D비용에 선택과 집중이 불가피하여, 내연기관차 기술 개발에 비용을 투입하기 어려워질 전망. 이로 인해 전기차 가속화는 더 빨라질 전망.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	7,154	6,797	7,925	8,629
영업이익 (십억원)	484	293	694	771
순이익 (십억원)	323	139	463	545
EPS (adj) (원)	597	257	850	1,001
EPS (adj) growth (%)	14.7	-56.9	230.5	17.8
EBITDA margin (%)	12.1	11.6	15.0	14.2
ROE (%)	15.0	6.2	19.5	20.6
P/E (adj) (배)	27.1	63.0	19.1	16.2
P/B (배)	3.9	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA (배)	12.5	13.6	8.9	8.5
Dividend yield (%)	2.0	2.0	2.3	2.7

자료: 삼성증권 추정

**중국 전기차업체의 주가 급등의 의미:** 2H20 들어 전기차 기술의 주도기업인 테슬라보다 중국의 벤처 3인방, BYD 등 중국 전기차업체의 주가상승이 더 가파른 것은 전기차 대중화를 기대하기 때문. 자동차는 아무리 기술이 뛰어나도 한 업체가 독과점 지위를 차지하는 것은 불가능한 제품. 2021년에는 유럽과 중국의 중저가 전기차 세그먼트를 장악할 업체를 찾는 것이 핵심 투자 아이디어가 될 전망. 전기차 부품 주도 양적성장의 수혜를 누리는 업체에 주목할 필요

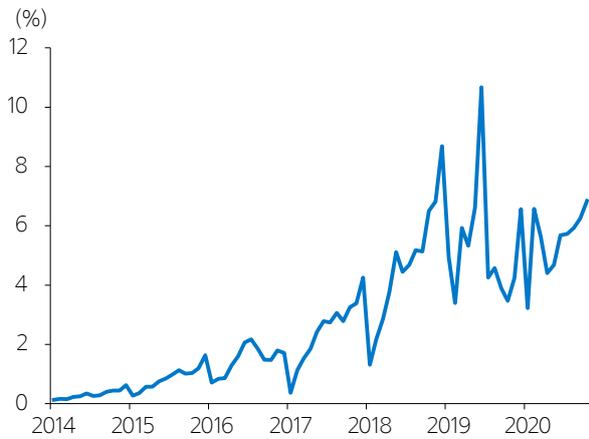
**한온시스템, 넓은 고객기반을 갖춘 전기차 부품사:** 테슬라 향 납품 품목은 축소되고 있으나, VW, 현대/기아차, 포드, 중국전기차 등 넓은 고객기반을 갖춘 전기차 부품사

- **VW, MEB프로젝트:** E-comp외에 히트펌프 등 7개 품목 납품. Regular 버전의 ASP는 350달러, Long-range 버전의 ASP는 700달러
- **현대/기아차, E-GMP프로젝트:** 전기차 공조시스템 독점납품으로 ASP는 1,300달러
- **Ford, 2023년 MEB공유로 전기차 생산시작:** Ford는 VW과 전기차, 자율주행기술 협력. Ford는 2023년부터 VW의 MEB 플랫폼을 기반으로 전기차 생산시작. 2030년 80만대 판매 목표. 유럽에서는 독일 쾰른에서 생산할 계획. 쾰른에는 한온시스템 생산공장이 있음.
- **중국시장, 니오 및 샤오핑 납품:** E-compressor 납품 중.

**M&A가능성은 알파요인:** 한앤컴퍼니와 한국타이어엔테크놀로지가 인수한지 5년이 지나면서, M&A가능성 제기

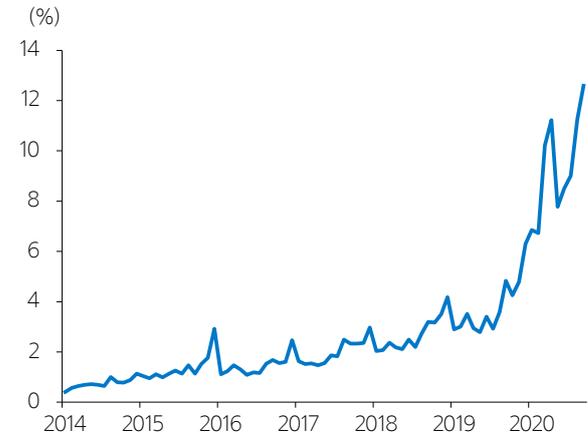
- **베스트 시나리오:** 미국 자동차업체나 미국 사모펀드 등으로 대주주가 변경될 경우, 고객포트폴리오 보강 가능. 현대차그룹도 중국업체에 팔리는 시나리오가 아니라면 크게 반대하지 않을 것으로 예상.
- **2014년말 인수가격, 10,400원:** 매해 배당성향 50%를 기록하였고, 현재 주가도 인수가격 대비 60% 높은 상황.

중국: 전기차 Penetration ratio



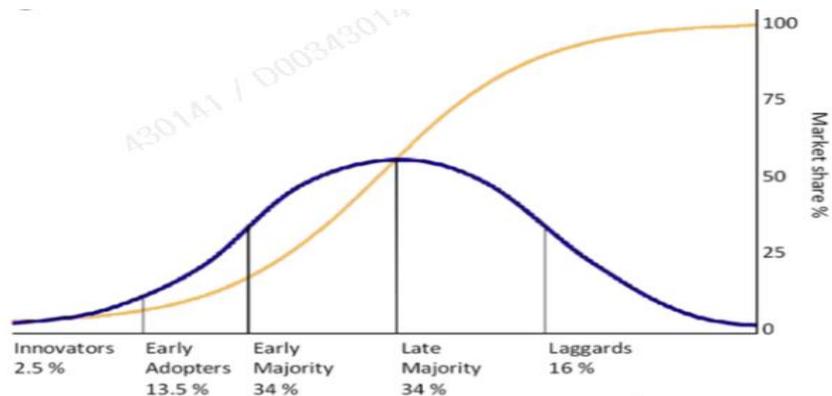
참고: 전기차는 BEV + PHEV  
자료: CPCA, EV-Volumes, 삼성증권

유럽: 전기차 Penetration ratio



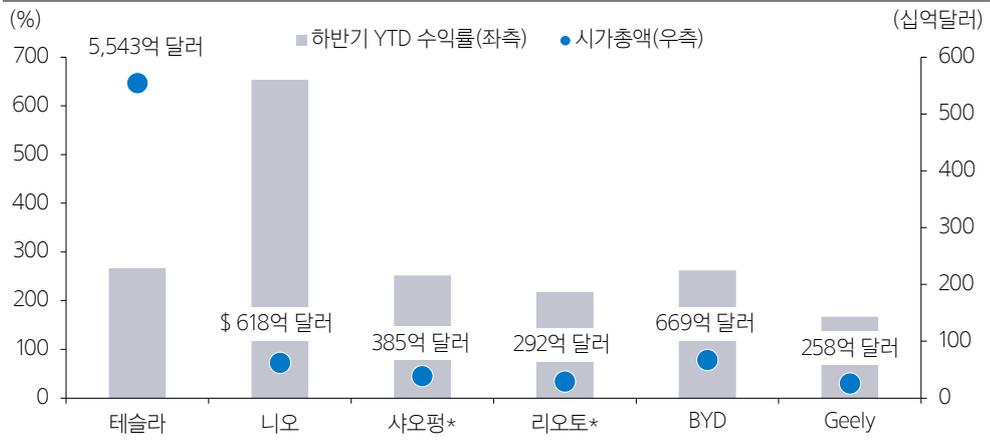
참고: 전기차는 BEV + PHEV  
자료: ACEA, EV-Volumes, 삼성증권

혁신제품 수용 곡선



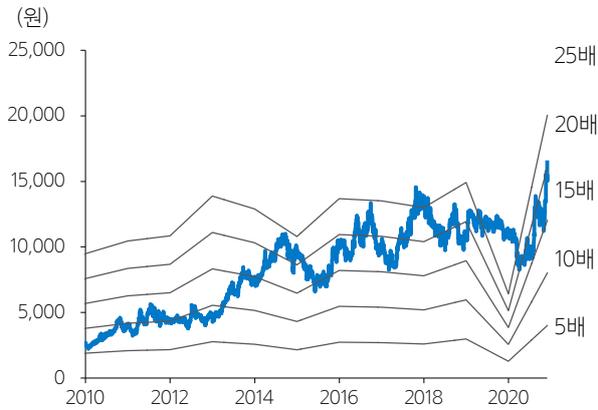
자료: Roger's Curve 삼성증권

전기차 주요 업체 하반기 주가 상승률 비교



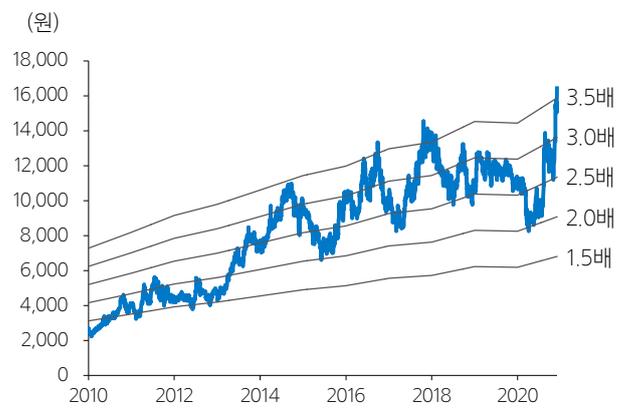
참고: 7월 1일 ~ 12월 1일 증가 기준, \*샤오핑, 리오토는 상장 이후 ~ 12월 1일 기준  
자료: Bloomberg, 삼성증권

한온시스템: P/E 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권

한온시스템: P/B 밴드



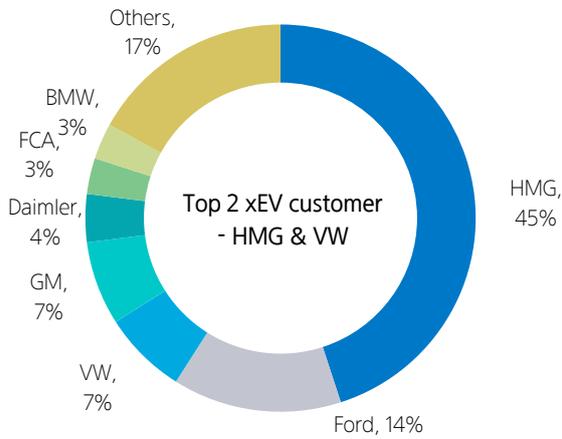
자료: Quantwise, 삼성증권

한온시스템: 실적전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
원/달러(평균)	1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	1,188	1,165	1,101	1,166	1,192	1,150
매출액	1,429	1,904	1,860	1,961	1,675	1,195	1,901	2,026	5,938	7,154	6,797	7,925
(y-y%)	3.0	25.4	31.0	21.6	17.2	(37.2)	2.2	3.3	6.3	20.5	(5.0)	16.6
한국	636	677	624	733	644	569	668	873	2,605	2,669	2,837	2,930
중국	323	400	425	465	297	249	481	275	1,423	1,612	1,072	1,332
북미	298	472	462	458	454	177	463	521	1,150	1,689	1,615	1,890
유럽	714	959	907	872	877	527	949	937	2,827	3,453	3,290	4,149
연결조정	(542)	(604)	(558)	(566)	(597)	(327)	(660)	(580)	(2,068)	(2,269)	(2,017)	(2,377)
Magna FP&C	0	406	408	412	362	227	398	398	0	1,226	1,385	1,413
매출총이익	201	262	248	323	198	75	251	390	913	1,034	914	1,383
영업이익	93	112	107	171	60	(58)	120	171	434	484	293	694
(y-y%)	(1.8)	11.4	30.5	9.9	(36.1)	적자전환	11.8	0.0	(7.4)	11.5	(39.5)	137.2
한국	25	24	(6)	59	19	(14)	27	62	175	102	94	158
중국	22	16	24	33	(24)	9	5	3	82	95	(7)	22
북미	9	24	14	14	18	(16)	32	36	29	61	71	122
유럽	38	55	76	61	26	(26)	66	66	123	230	132	270
연결조정	(2)	(38)	(34)	(23)	(6)	(39)	(39)	(24)	25	(97)	(108)	9
Magna FP&C	0	33	33	28	26	28	28	28	0	93	111	113
세전계속사업이익	76	90	97	145	45	(81)	64	146	380	407	174	601
순이익	57	71	76	119	33	(60)	51	115	284	323	139	463
지배주주순이익	56	71	75	116	34	(59)	49	113	278	319	137	454
(y-y%)	(11.6)	0.8	41.8	28.0	(39.2)	적자전환	(34.8)	(2.8)	(3.8)	14.7	(56.9)	230.5
<b>이익률 (%)</b>												
매출총이익률	14.1	13.7	13.4	16.5	11.8	6.3	13.2	19.2	15.4	14.5	13.5	17.4
영업이익률	6.5	5.9	5.8	8.7	3.6	(4.8)	6.3	8.4	7.3	6.8	4.3	8.8
순이익률	4.0	3.7	4.1	6.1	2.0	(5.1)	2.7	5.7	4.8	4.5	2.0	5.8
지배주주순이익률	3.9	3.7	4.1	5.9	2.0	(4.9)	2.6	5.6	4.7	4.5	2.0	5.7

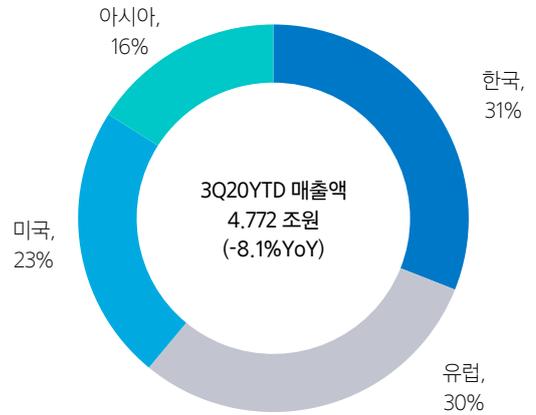
자료: 삼성증권 추정

한온시스템: 고객사별 매출 비중(3Q20YTD)



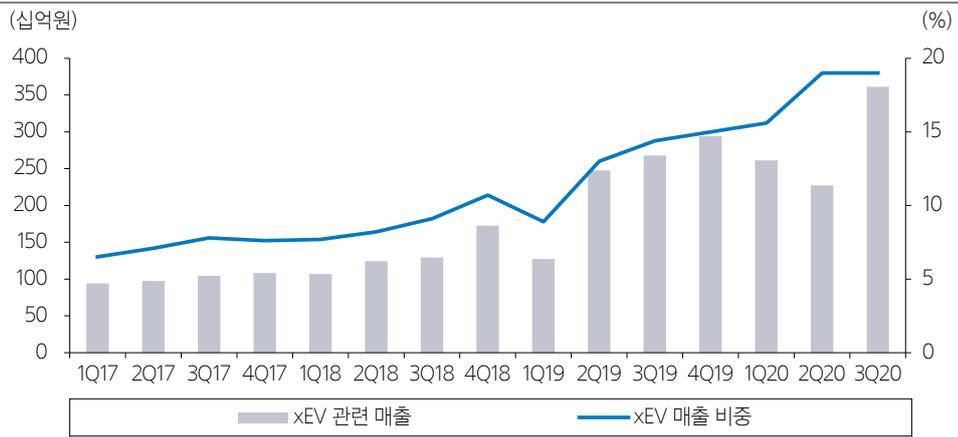
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 지역별 매출 비중(3Q20YTD)



자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: xEV 매출 및 매출비중



자료: 한온시스템, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,938	7,154	6,797	7,925	8,629
매출원가	5,025	6,120	5,883	6,542	7,116
매출총이익	913	1,034	914	1,383	1,512
(매출총이익률, %)	15.4	14.5	13.5	17.4	17.5
판매 및 일반관리비	479	550	622	688	741
영업이익	434	484	293	694	771
(영업이익률, %)	7.3	6.8	4.3	8.8	8.9
영업외손익	-54	-77	-118	-93	-63
금융수익	22	39	31	33	36
금융비용	40	83	98	99	100
지분법손익	6	3	4	3	3
기타	-42	-37	-55	-30	-2
세전이익	380	407	174	601	708
법인세	96	85	35	138	163
(법인세율, %)	25.3	20.8	20.3	23.0	23.0
계속사업이익	284	323	139	463	545
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	284	323	139	463	545
(순이익률, %)	4.8	4.5	2.0	5.8	6.3
지배주주순이익	278	319	137	454	534
비지배주주순이익	6	4	2	9	11
EBITDA	701	865	791	1,190	1,228
(EBITDA 이익률, %)	11.8	12.1	11.6	15.0	14.2
EPS (지배주주)	520	597	257	850	1,001
EPS (연결기준)	531	604	261	867	1,021
수정 EPS (원)*	520	597	257	850	1,001

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	471	778	741	909	979
당기순이익	284	323	139	463	545
현금유출입이없는 비용 및 수익	469	587	613	712	695
유형자산 감가상각비	234	312	410	401	356
무형자산 상각비	34	69	89	95	101
기타	201	206	114	215	239
영업활동 자산부채 변동	-187	-11	103	-51	-23
투자활동에서의 현금흐름	-577	-1,935	-553	-559	-511
유형자산 증감	-410	-425	-370	-370	-320
장단기금융자산의 증감	56	8	1	-3	-2
기타	-222	-1,518	-184	-186	-189
재무활동에서의 현금흐름	564	829	-168	-190	-202
차입금의 증가(감소)	919	1,067	-16	24	25
자본금의 증가(감소)	1	2	0	0	0
배당금	-172	-173	-152	-214	-227
기타	-183	-66	0	0	0
현금증감	451	-331	55	162	268
기초현금	567	1,018	687	742	904
기말현금	1,018	687	742	904	1,172
Gross cash flow	753	909	752	1,175	1,240
Free cash flow	52	337	371	539	659

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한은시스템, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,922	3,054	3,404	3,842
현금 및 현금등가물	1,018	687	742	904	1,172
매출채권	969	1,173	1,302	1,328	1,395
재고자산	506	613	582	679	739
기타	367	450	428	493	535
비유동자산	2,497	4,160	4,180	4,238	4,289
투자자산	104	109	110	112	113
유형자산	1,551	2,130	2,091	2,059	2,024
무형자산	564	1,593	1,654	1,709	1,758
기타	277	328	326	358	394
자산총계	5,356	7,082	7,234	7,642	8,130
유동부채	1,867	2,091	2,238	2,370	2,512
매입채무	799	953	1,049	1,080	1,113
단기차입금	293	335	358	380	402
기타 유동부채	775	803	832	910	997
비유동부채	1,357	2,653	2,671	2,698	2,726
사채 및 장기차입금	1,042	2,151	2,151	2,151	2,151
기타 비유동부채	315	502	520	547	575
부채총계	3,224	4,745	4,909	5,068	5,238
지배주주지분	2,037	2,217	2,202	2,442	2,750
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-21	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	2,180	2,318	2,304	2,544	2,851
기타	-175	-135	-135	-135	-135
비지배주주지분	95	121	123	132	143
자본총계	2,132	2,338	2,325	2,574	2,892
순부채	637	2,045	1,974	1,834	1,589

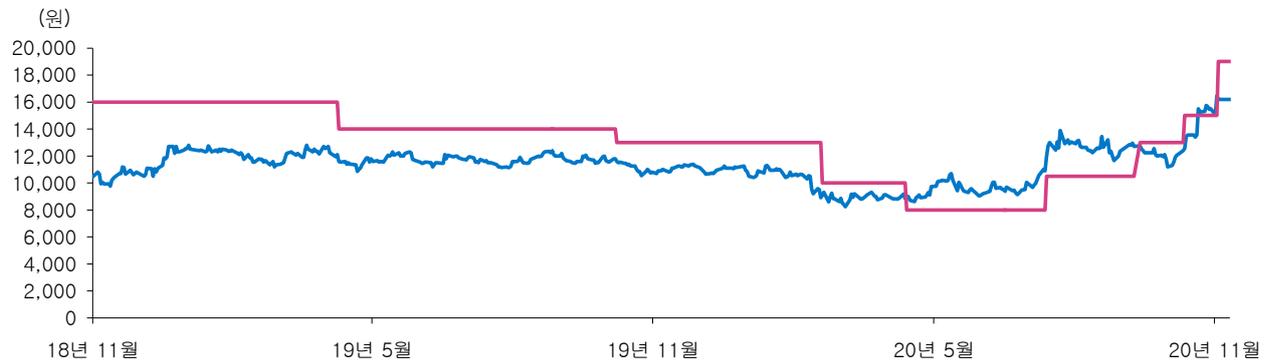
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	6.3	20.5	-5.0	16.6	8.9
영업이익	-7.4	11.5	-39.5	137.2	11.1
순이익	-4.9	13.7	-56.9	232.9	17.8
수정 EPS**	-3.8	14.7	-56.9	230.5	17.8
주당지표					
EPS (지배주주)	520	597	257	850	1,001
EPS (연결기준)	531	604	261	867	1,021
수정 EPS**	520	597	257	850	1,001
BPS	3,816	4,153	4,127	4,576	5,152
DPS (보통주)	320	320	320	380	440
Valuations (배)					
P/E***	31.1	27.1	63.0	19.1	16.2
P/B***	4.2	3.9	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	13.4	12.5	13.6	8.9	8.5
비율					
ROE (%)	13.8	15.0	6.2	19.5	20.6
ROA (%)	6.0	5.2	1.9	6.2	6.9
ROIC (%)	13.2	10.6	5.3	12.0	13.0
배당성향 (%)	61.5	53.6	124.4	44.7	43.9
배당수익률 (보통주, %)	2.0	2.0	2.0	2.3	2.7
순부채비율 (%)	29.9	87.5	84.9	71.2	54.9
이자보상배율 (배)	17.8	6.8	3.3	7.9	8.6

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2018/11/13	2019/5/9	11/6	2020/3/19	5/13	8/12	10/12	11/10	12/2
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY
TP (₩)	16,000	14,000	13,000	10,000	8,000	10,500	13,000	15,000	19,000
과리율 (평균)	-27.47	-16.43	-16.51	-10.84	20.33	21.09	-7.33	-1.80	
과리율 (최대/최소)	-20.00	-11.79	-11.15	-6.80	7.63	10.95	-3.46	9.67	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2020년 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpoc.com](http://www.samsungpoc.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM