

Company Update

Analyst 이상헌
02) 6915-5662
coolcat.auto@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	15,000원
현재가 (9/13)	12,250원

KOSPI (9/13)	2,360.18pt		
시가총액	6,539십억원		
발행주식수	533,800천주		
액면가	100원		
52주 최고가	13,350원		
최저가	8,250원		
60일 일평균거래대금	16십억원		
외국인 지분율	19.3%		
배당수익률 (2017F)	2.5%		
주주구성			
한엔코오토홀딩스	50.50%		
한국타이어	19.49%		
추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	12%	29%	-15%
절대기준	14%	44%	1%
	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	15,000	15,000	-
EPS(17)	569	576	▼
EPS(18)	629	676	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한온시스템 (018880)

4분기 이후 실적 개선 + 친환경차 수혜주

4분기 이후 베이스 효과 기대

3분기 매출액은 1,282억원(-0.3% yoy), 영업이익은 980억원(-8.3% yoy), 영업이익률 7.6%(-0.7%p yoy)로 예상된다. 국내부문에서 전년동기 기저효과, 기아차 멕시코 효과, 유럽 선전 등으로 매출액 감소폭은 완화될 것으로 예상되지만 국내부문 부분파업, 중국부문 가동률 저하 등으로 고정비 부담이 증가하면서 영업이익은 감소할 것으로 전망된다.

4분기 이후에는 미국에서 빅3 대상으로 오하이오 공장을 가동하기 때문에 베이스효과가 기대되며, 중국 가동률도 상당부분 회복된다는 가정을 하고 있다. 2016년 한온시스템의 중국매출 비중은 16% 정도를 차지하고 있지만 영업이익 기여도는 30% 수준으로 이익기여도가 높았다. 17년에는 사드여파로 중국 수익성이 저하되었을 것으로 추정되는데 점차 개선될 가능성이 높다고 판단된다. 중국 매출은 현대차그룹 60%, 포드 20%, 중국로컬 20%를 차지하고 있는데 1)현대기아차가 하반기 중국에서 신차 4종을 출시할 예정인데 대부분 SUV차종이고, 향후에 친환경차도 출시할 계획이어서 공조시스템 ASP가 높아질 것으로 예상되며, 2)중국 로컬업체와의 합작추진 등을 통한 수주확대로 중국로컬 비중이 25~30%로 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

투자 의견 매수, 목표주가 15,000원 유지

투자 의견 매수와 목표주가 15,000원을 유지한다. 17~18년 예상실적 대비 3개년 최고 PER, PBR, EV/EBITDA 배수를 적용하였다. 사드여파가 지속되면서 실적을 좀 더 보수적으로 추정하였으나 목표주가에 큰 변화가 없어 기존 목표가를 유지하였다.

중국 우려는 좀더 지켜봐야겠지만 1)중국 로컬메이커와의 JV 추진을 통한 중국 리스크 완화, 2)유럽법인 리스트럭처링 효과, 3)주요국들의 내연기관 판매 제한 로드맵 발표 등 친환경차 판매의무화 규제 본격화 등으로 한온시스템의 친환경차 열관리시스템이 부각, 4)향후 M&A 기대감 등이 부각될 것으로 전망된다.

(단위:십억원/배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	5,558	5,704	5,625	5,802	6,000
영업이익	360	423	440	467	495
세전이익	346	416	427	474	504
지배주주순이익	231	292	303	336	357
EPS(원)	432	547	569	629	669
증가율(%)	-16.3	26.7	3.9	10.6	6.5
영업이익률(%)	6.5	7.4	7.8	8.0	8.2
순이익률(%)	4.4	5.3	5.6	6.0	6.1
ROE(%)	13.7	16.4	15.8	16.5	17.1
PER	120.2	18.8	21.5	19.5	18.3
PBR	15.9	3.0	3.3	3.2	3.1
EV/EBITDA	10.4	9.5	10.1	9.8	9.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

친환경차 시대 공조의 진화

자동차 공조는 탑승자의 쾌적함, 친환경성, 연비에 있어 중요한 역할을 담당하고 있다. 기존 내연기관의 경우 공조가 엔진의 힘을 빌려쓰기 때문에 연비와 연관이 높다. 전기차 및 하이브리드카 등 친환경차에서는 기존 내연기관에서와는 다른 새로운 구동방식의 컴프레서가 필요한데 전기 모터에 의해 구동되는 스크롤방식의 e-컴프레서가 적용된다(표3 참조).

친환경차에서는 열관리 시스템이 중요

또한 친환경차에서는 배터리, 모터 등의 전기적 작용으로 열이 발생하기 때문에 과열을 막아주는 것이 필요하고, 리튬이온전지는 충방전을 반복하는 동안 최적 온도를 벗어나게 되면 전도성이 떨어지기 때문에 열관리 시스템이 친환경차 효율에 있어 상당히 중요한 역할을 하게 된다.

친환경차 에어컨 시스템은 3개 업체 정도만 시스템 구축

한온시스템의 컴프레서 생산능력은 글로벌 5개 지역에서 1,370만대 캐파로 운영되고 있다(표2 참조).

2016년 기준 한온시스템의 글로벌 공조 점유율은 13%로 덴소에 이어 발레오와 함께 2위권을 기록하고 있으며, 공조 시스템의 핵심부품인 컴프레서의 경우 덴소, 산덴에 이어 한온시스템이 14%로 3위를 기록하고 있다.

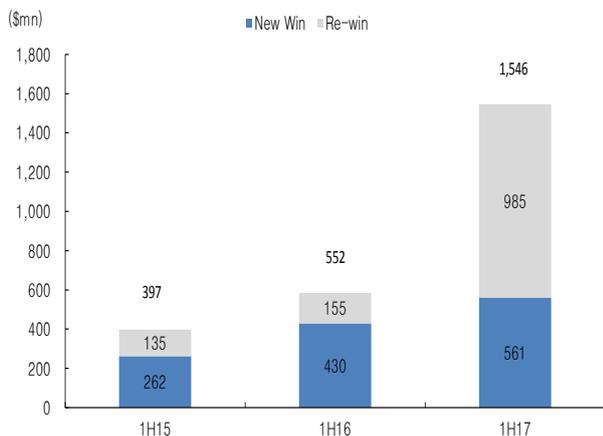
e-컴프레서의 경우도 덴소, 산덴에 이어 한온시스템이 14%로 3위를 기록하고 있는데 덴소의 도요타 계열을 제외하면 한온시스템이 28%로 2위를 기록하고 있으며 향후에 한온시스템의 시장지위가 더 늘어날 것으로 기대된다. 이는 기존 공조업체 중에서는 덴소, 산덴, 한온시스템 정도만 친환경차 에어컨 시스템을 구축해 놓았기 때문이다.

표 1. 한온시스템 부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
원/\$ 평균 환율	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,140	1,130	1,161	1,138	1,153
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,449	1,373	1,280	1,523	5,704	5,625	5,802
아시아	1,024	1,039	967	1,096	1,013	958	951	1,074	4,126	3,996	4,110
미국	252	276	270	253	279	288	283	255	1,051	1,104	1,133
유럽	656	678	513	650	671	629	514	688	2,497	2,502	2,572
내부 및 연결조정	-504	-502	-467	-498	-513	-502	-468	-494	-1,970	-1,977	-2,013
매출총이익	233	210	212	244	239	217	201	239	899	895	926
판매비	129	115	105	128	112	114	103	126	476	455	460
영업이익	105	95	107	116	127	103	98	113	423	440	467
아시아	84	48	78	50	68	104	57	58	259	288	313
미국	19	15	15	14	12	12	13	14	63	51	54
유럽	-12	21	8	21	45	-5	12	27	38	79	77
내부 및 연결조정	14	12	6	31	3	-9	14	14	62	23	22
금융손익	-6	-11	-3	-3	-4	-2	-2	-2	-22	-10	-5
기타손익	2	2	-4	6	-23	-4	7	7	6	-13	0
관계기업투자손익	3	2	2	3	2	2	3	3	9	9	12
세전이익	104	88	102	122	103	98	105	120	416	427	474
지배지분손이익	69	60	69	95	71	67	71	94	292	303	336
(증감률, % y-y)											
매출액	3.8	7.0	-3.5	2.8	1.5	-7.9	-0.3	1.4	2.6	-1.4	3.1
아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	-1.0	-7.8	-1.7	-2.0	2.8	-3.2	2.8
미국	4.5	13.8	5.1	8.6	10.4	4.1	5.0	0.7	7.9	5.0	2.6
유럽	11.2	12.0	-12.9	10.6	2.2	-7.2	0.2	5.9	5.3	0.2	2.8
내부 및 연결조정	12.6	12.3	1.8	11.0	1.8	-0.1	0.3	-0.8	9.4	0.3	1.8
영업이익	30.8	11.6	44.8	-3.8	21.3	8.1	-8.3	-2.9	17.5	4.2	5.9
세전이익	28.5	-5.6	43.1	21.4	-0.9	11.7	3.6	-1.1	20.2	2.8	10.9
지배지분손이익	20.0	-2.3	62.6	36.0	4.2	11.8	3.6	-1.1	26.7	3.9	10.6
(이익률, %)											
매출총이익률	16.3	14.1	16.5	16.2	16.5	15.8	15.7	15.7	15.8	15.9	16.0
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	7.6	7.4	7.4	7.8	8.0
아시아	8.2	4.6	8.1	4.5	6.7	10.9	6.0	5.4	6.3	7.2	7.6
미국	7.4	5.5	5.5	5.6	4.2	4.2	4.8	5.4	6.0	4.6	4.8
유럽	-1.8	3.0	1.6	3.2	6.7	-0.8	2.4	3.9	1.5	3.2	3.0
내부 및 연결조정	-2.7	-2.4	-1.2	-6.2	-0.6	1.8	-3.1	-2.9	-3.2	-1.2	-1.1
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	7.2	8.2	7.9	7.3	7.6	8.2
지배지분손이익률	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	4.9	5.6	6.1	5.1	5.4	5.8

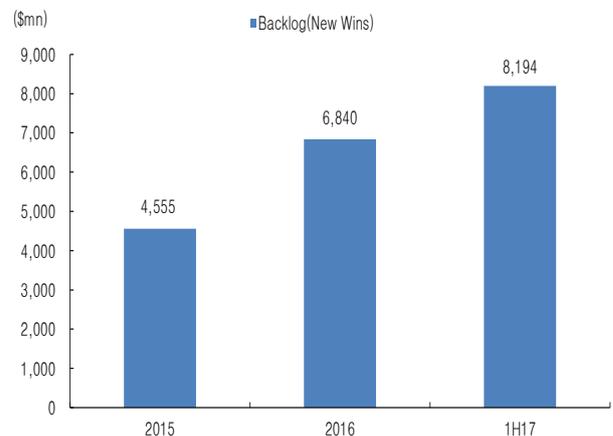
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 1. 한온시스템 신규수주



자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 2. 한온시스템 수주잔고(New Wins Only)



자료: 한온시스템, IBK투자증권

표 2. 한온시스템 글로벌 컴프레서 생산현황

	Compressor Type	백만개
평택, 한국	Variable	3.5
	Fixed	2.4
	E-Scroll	0.6
Dalian, China	Variable	1.9
	Fixed	0.9
	E-Scroll	Launch @ 3Q
Chennai, India	Fixed	1.2
Alan, Hungary	Variable	1.4
Palmela, Portugal	Variable	1.5
	E-Scroll	0.23
	M-Scroll	0.1
Global Total	Variable	8.4
	Fixed	4.5
	E-Scroll	0.8
	Total	13.7

자료: 한온시스템, IBK투자증권

표 3. 한온시스템 컴프레서 종류

컴프레서	HS series	RS series	VS series	ES series
기술특징	고정사판식 양산: 1991 특징: 저가형	로터리석션 고정사판식 양산: 2008 특징: 성능향상	가변사판식 양산: 2004 특징: 연비개선	스크롤 방식 양산: 2010 특징: 전기모터구동
주요고객	포드, 마쯔다	마쯔다, 포드, 크라이슬러	현대/기아	현대/기아, CA-OEM
평택공장 캐파(백만개)	0.1	2.3	3.5	0.6

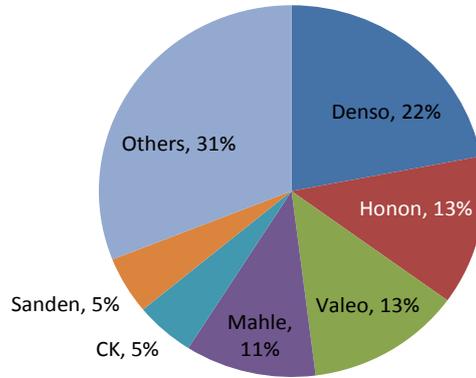
자료: 한온시스템, IBK투자증권

표 4. 한온시스템 제조공정 강점

	내용
자동화	고도의 공정 자동화율(97~100%) 자동 물류창고 운영 공정별 자동 검사 시스템
제품	다품종 대량생산체제 글로벌 생산기술 거점(선진 기술 표준화 및 해외공장 수평전개)
품질	주요제품 특성 100% 검사(성능, 소음, 기밀시험 등) 연구시험장비 및 정밀측정실 운영(국가 검교정인증 기관)

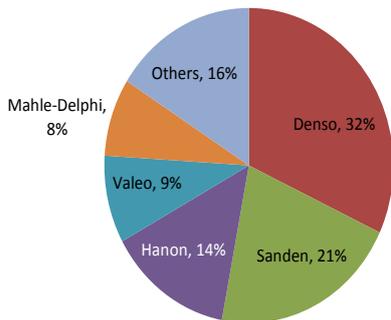
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 3. Global HVAC Market Share: 한온시스템 13%로 2위권



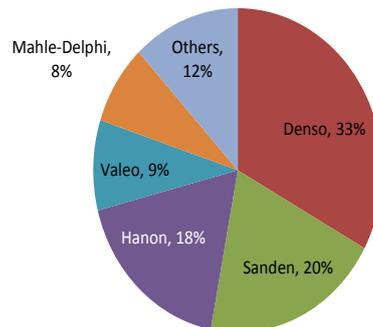
자료: Hanon, IHS

그림 4. Global Compressor Market Share(2016)



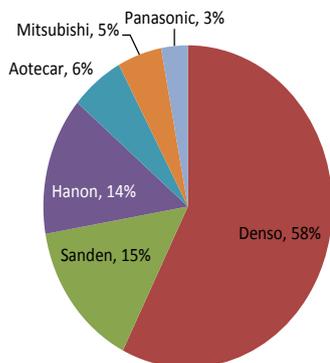
자료: Hanon, IHS

그림 5. Global Compressor Market Share(2020F)



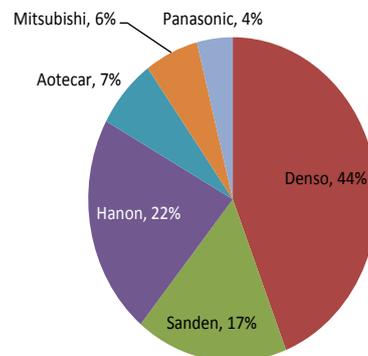
자료: Hanon, IHS

그림 6. Global e-Compressor Market Share(2016)



자료: Hanon, IHS

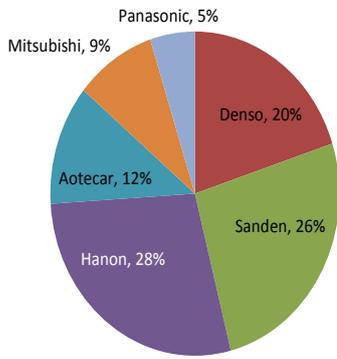
그림 7. Global e-Compressor Market Share(2020F)



자료: Hanon, IHS

그림 8. . Global e-Compressor Market Share(2016)

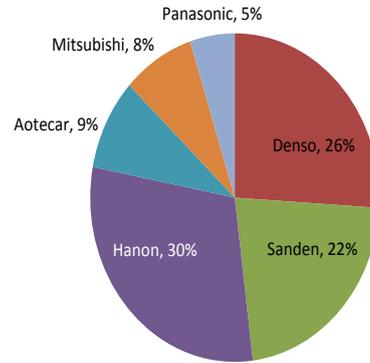
: Without Toyota-Denso keiretsu



자료: Hanon, IHS

그림 9. Global e-Compressor Market Share(2020F)

: Without Toyota-Denso keiretsu



자료: Hanon, IHS

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	5,558	5,704	5,625	5,802	6,000
증가율(%)	1.9	2.6	-1.4	3.1	3.4
매출원가	4,697	4,805	4,730	4,875	5,030
매출총이익	861	899	895	926	970
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	15.9	16.0	16.2
판매비	502	476	455	460	475
판매비율(%)	9.0	8.4	8.1	7.9	7.9
영업이익	360	423	440	467	495
증가율(%)	-2.9	17.5	4.2	5.9	6.0
영업이익률(%)	6.5	7.4	7.8	8.0	8.2
순금융손익	-17	-22	-10	-5	-6
이자손익	-6	-15	-12	-13	-14
기타	-10	-7	3	8	8
기타영업외손익	-10	6	-13	0	0
중속/관계기업손익	13	9	9	12	15
세전이익	346	416	427	474	504
법인세	102	112	115	128	136
법인세율	29.6	26.9	26.8	27.0	27.0
계속사업이익	243	304	313	346	368
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	304	313	346	368
증가율(%)	-16.2	24.8	2.9	10.6	6.4
당기순이익률 (%)	4.4	5.3	5.6	6.0	6.1
지배주주당기순이익	231	292	303	336	357
기타포괄이익	-1	-27	38	0	0
총포괄이익	243	277	351	346	368
EBITDA	533	609	668	696	733
증가율(%)	-0.4	14.1	9.8	4.1	5.4
EBITDA마진율(%)	9.6	10.7	11.9	12.0	12.2

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	432	547	569	629	669
BPS	3,268	3,424	3,768	3,857	3,951
DPS	194	194	300	320	340
밸류에이션(배)					
PER	120.2	18.8	21.5	19.5	18.3
PBR	15.9	3.0	3.3	3.2	3.1
EV/EBITDA	10.4	9.5	10.1	9.8	9.4
성장성지표(%)					
매출증가율	1.9	2.6	-1.4	3.1	3.4
EPS증가율	-16.3	26.7	3.9	10.6	6.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	1.9	2.5	2.7	2.8
ROE	13.7	16.4	15.8	16.5	17.1
ROA	7.3	8.3	7.8	8.1	8.4
ROIC	14.1	16.2	14.7	15.2	15.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	92.2	104.8	102.3	102.3	102.5
순차입금 비율(%)	-2.7	11.6	8.8	10.5	11.8
이자보상배율(배)	26.7	20.3	19.6	19.9	21.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.8	5.9	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율	14.7	14.0	12.0	11.3	11.2
총자산회전율	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,994	2,151	2,390	2,425	2,476
현금및현금성자산	447	425	593	557	528
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	999	931	996	1,035	1,079
재고자산	382	430	506	525	548
비유동자산	1,466	1,709	1,796	1,877	1,953
유형자산	1,093	1,178	1,257	1,368	1,465
무형자산	207	350	342	307	282
투자자산	91	99	115	116	116
자산총계	3,459	3,860	4,187	4,302	4,429
유동부채	1,431	1,463	1,298	1,348	1,406
매입채무및기타채무	725	700	711	739	771
단기차입금	335	301	136	142	148
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	229	511	820	827	835
사채	0	299	599	599	599
장기차입금	46	26	40	40	40
부채총계	1,660	1,975	2,118	2,175	2,242
지배주주지분	1,745	1,828	2,011	2,059	2,109
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-22	-22	-22
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-115	-139	-100	-100	-100
이익잉여금	1,830	1,937	2,080	2,127	2,178
비지배주주지분	55	57	58	68	78
자본총계	1,799	1,885	2,069	2,126	2,188
비이자부채	1,261	1,331	1,342	1,395	1,455
총차입금	399	644	775	781	787
순차입금	-48	219	183	224	259

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	448	389	450	529	553
당기순이익	243	304	313	346	368
비현금성 비용 및 수익	348	403	310	222	229
유형자산감가상각비	170	176	172	179	193
무형자산감가상각비	4	10	56	50	46
운전자본변동	-60	-205	-108	-26	-30
매출채권등의 감소	-18	59	-80	-39	-45
재고자산의 감소	-30	-69	-79	-20	-23
매입채무등의 증가	0	-5	26	28	32
기타 영업현금흐름	-84	-113	-65	-13	-14
투자활동 현금흐름	-256	-452	-316	-314	-320
유형자산의 증가(CAPEX)	-227	-250	-285	-290	-290
유형자산의 감소	12	19	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-39	-85	-44	-16	-20
투자자산의 감소(증가)	0	-2	-3	7	7
기타	-2	-134	12	-15	-17
재무활동 현금흐름	-112	48	38	-251	-263
차입금의 증가(감소)	-1	-4	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-111	53	39	-251	-263
기타 및 조정	-14	-8	-5	0	0
현금의 증가	66	-22	168	-36	-29
기초현금	381	447	425	593	557
기말현금	447	425	593	557	528

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2016.07.01~2017.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	147	88.6
중립	19	11.4
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

