

투자의견(하향) **Trading Buy**

목표주가(12M,상향) **▲ 14,000원**

현재주가(17/09/13) 12,250원

상승여력 14%

영업이익(17F,십억원)	460
Consensus 영업이익(17F,십억원)	458
EPS 성장률(17F,%)	5.6
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.6
P/E(17F,x)	21.2
MKT P/E(17F,x)	9.7
KOSPI	2,360.18

시가총액(십억원)	6,539
발행주식수(백만주)	534
유동주식비율(%)	30.0
외국인 보유비중(%)	19.3
배타(12M) 일간수익률	1.32
52주 최저가(원)	8,250
52주 최고가(원)	13,350

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	43.9	0.8
상대주가	12.0	29.2	-14.6



[자율주행/자동차부품]

박인우
 02-3774-3763
 inwoo.park@miraeeasset.com

한온시스템 (018880)

장기 성장성에 대한 확신 강화

(평택 컴프레서 공장 탐방) 전동식 컴프레서 수주 급증 → 생산라인 확대 박차

한온시스템의 주가 강세가 이어지고 있다. 한국 자동차/부품 업종 전체의 투자심리 악화를 감안하면 더욱 도드라진다. 완성차 업체들의 친환경차 라인업 확대가 본격화되면서 친환경차 밸류체인 업체들에 대한 시장의 관심이 크게 증가한 것이 직접적인 배경이다. 기대감만이 아니다. 실제로 한온시스템의 친환경차 부품 수주는 지난 2분기에 분기 최대 규모를 기록했다(그림 1). 특히 전동식 컴프레서 수주가 기대 이상으로 많았고 배터리 열관리 시스템은 고객이 확대됐다. **한온시스템으로의 수주 쏠림 현상은 동사의 검증된 기술력과 대량 양산 능력 때문으로 풀이되며, 이러한 선점 효과에 기반한 수주 호조는 당분간 지속될 것으로 판단한다.**

급증하는 전동식 컴프레서 수주에 대응하기 위해 동사는 생산라인 구축에 박차를 가하고 있다. 동사의 전동식 컴프레서 납품 물량은 2016년 약 40만대에서 2020년 180~200만대 수준까지 가파르게 증가할 예정인데, 현재 생산능력을 평택에 늘렸음에도 불구하고 83만대 수준에 불과하기 때문이다(표 2). 동사는 우선 **중국 대련 공장에 전동식 컴프레서 라인 전개를 시작했으며, 중국 내 다른 지역에도 JV 형태로 신규공장 구축을 논의 및 진행 중이다.** 미국 신규공장 설립도 검토 대상이다. 일련의 진행 상황을 보면 동사의 친환경차 부품 매출 고성장에 대해 확신은 더욱 강해진다. 우리는 **한온시스템의 친환경차 관련 매출이 향후 5년간 연평균 33%씩 증가할 것으로 예상하며, 2021년 전체 매출의 18%를 차지할 것으로 추정한다.**

현대기아차의 판매 부진과 중국 단가인하 압력 상승 리스크는 분명한 부담

한온시스템의 실적 안정성은 업종 내에서 상대적으로 우수한 편이지만, 현대기아차의 최근 G2 지역 판매 부진과 부품사들의 중국 단가인하 압력 상승 리스크는 동사의 단기 실적에 분명한 부담 요인이다. 우리는 올해와 내년 현대기아차 출하량 가정을 기존대비 각각 3%, 4% 하향 조정했고, 내년 중국포함 아시아 지역의 수익성 가정도 기존 대비 0.3%p 하향 조정했다. 이에 따라 올해와 내년 EPS 추정치는 각각 3%, 5% 낮아졌다. 한편 3Q17 매출액과 영업이익은 각각 1.34조원(+5% YoY)과 1,040억원(-3% YoY, OPM 7.7%)으로 예상한다.



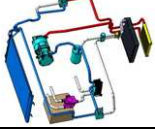

밸류에이션 부담 증가로 상승세는 이전보다 둔화될 전망

업종 리스크를 반영하여 2018F EPS 추정을 하향 조정 했지만, 친환경차 부품 매출의 고성장에 대한 확신은 더욱 강해지고 있기 때문에 목표주가(P/E based)의 target P/E를 기존 18배에서 신규 20배(과거 고점 수준)로 상향 조정했다. 이에 따라 목표주가가 기존 13,500원에서 신규 14,000원으로 소폭 상향 조정됐다. 향후 주가 흐름은 밸류에이션 부담이 증가하면서 상승세가 이전보다는 둔화될 것으로 예상된다. 따라서 투자의견을 기존 매수에서 Trading Buy로 한 단계 하향 조정한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	5,455	5,558	5,704	5,653	6,064	6,356
영업이익 (십억원)	370	360	423	460	515	553
영업이익률 (%)	6.8	6.5	7.4	8.1	8.5	8.7
순이익 (십억원)	275	231	292	309	376	405
EPS (원)	516	432	547	578	704	759
ROE (%)	17.7	13.7	16.4	16.2	18.1	17.7
P/E (배)	18.8	24.0	18.8	21.2	17.4	16.1
P/B (배)	3.2	3.2	3.0	3.3	3.0	2.7
배당수익률 (%)	10.0	9.3	2.2	2.4	2.8	3.0

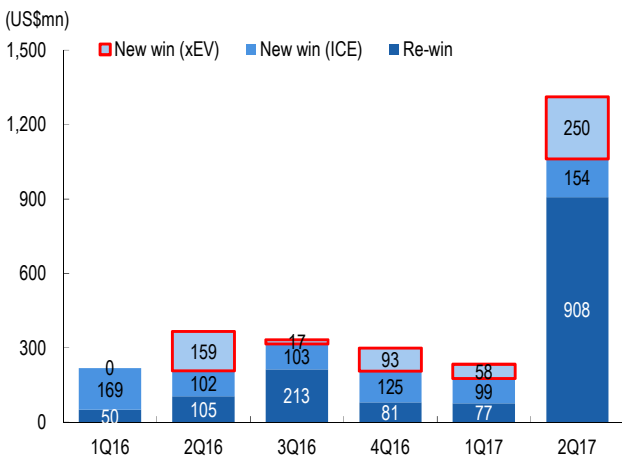
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 한온시스템의 대표적인 친환경차 공조/열관리 제품들

제품명	기능
전동식 컴프레서 (E-Compressor) 	<ul style="list-style-type: none"> - 친환경차는 기존 내연기관차와 다르게 새로운 구동 방식의 컴프레서가 필요 - 엔진이 정지되거나 없는 경우에도 전기모터에 의해 독립적으로 작동되어 차량 내부 냉방을 유지 - 주요 고객: 현대기아차, VW, 테슬라, BMW 등
배터리 열관리 시스템 (Battery Thermal Management System) 	<ul style="list-style-type: none"> - 리튬이온배터리의 성능은 온도에 매우 민감. 따라서 열관리가 필수 - 지나치게 높거나 낮은 온도는 장기적인 성능과 수명을 낮출 수도 있음 - 주요 고객: 현대기아차, BMW 등
히트 펌프 시스템 (Heat Pump System) 	<ul style="list-style-type: none"> - 컴프레서의 사이클을 반대로 돌려 가열 효과를 얻음. 이를 이용 친환경차의 난방에 이용 - PTC 히터를 사용하는 방법보다 전력 소모를 줄일 수 있어 에너지 효율 개선에 기여 가능 - 주요 고객: 현대기아차, 재규어랜드로버 등
HV iCool 	<ul style="list-style-type: none"> - HVAC와 컴프레서, 컨덴서를 하나로 결합한 통합 공조 시스템 - 엔진룸을 벗어나 어느 위치에든 자유롭게 배치 가능. 부피도 작고 설계 디자인 자유도가 높음 - 공간 효율성과 에너지 절감 측면에서 전기차에 특히 적합

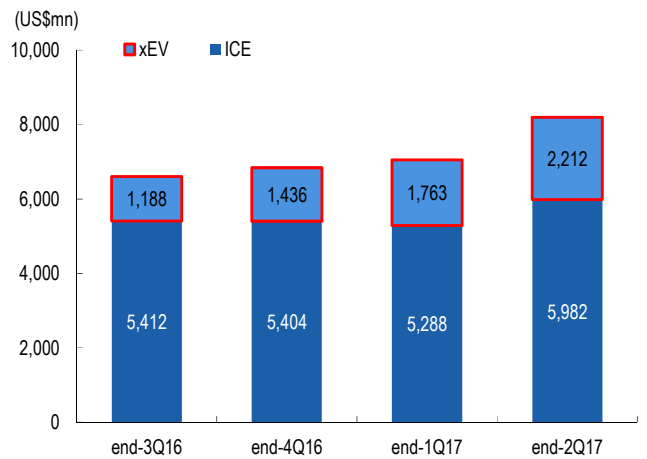
자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 분기별 신규수주 추이: 최근 친환경차 부품 수주 호조



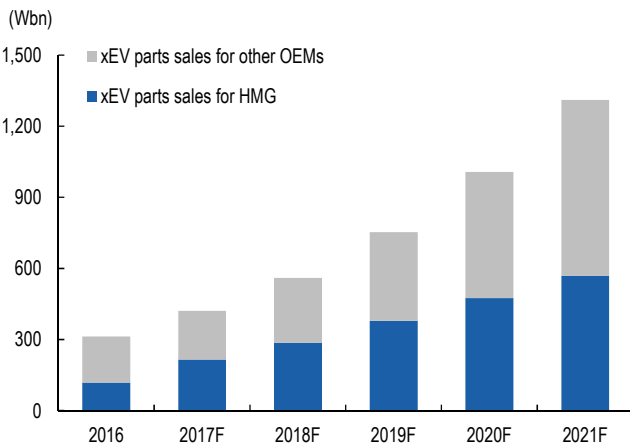
주: Re-win은 기존 프로젝트의 FMC를 재수주. New win은 이전에 해보지 않은 신규 프로젝트
자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 새로운 프로젝트들의 수주잔고 추이: 2Q17 친환경차 비중 27%



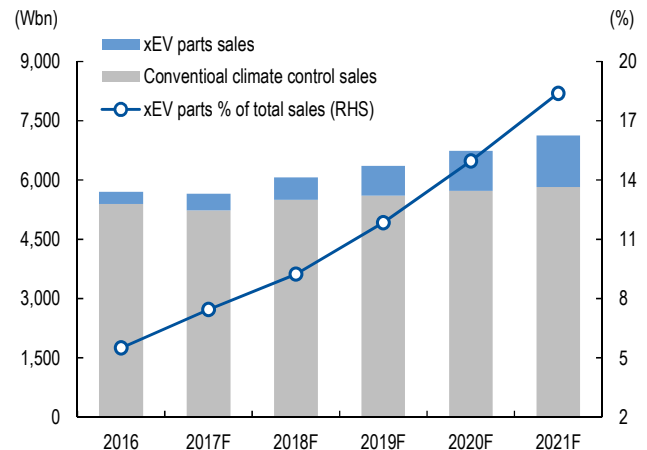
주: ICE는 내연기관, xEV는 친환경차
자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 친환경차 관련 매출: 향후 5년간 연평균 33%씩 성장 예상



자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 친환경차 관련 매출 비중: 2021년 18%까지 확대 예상



자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 한온시스템 컴프레서 생산능력

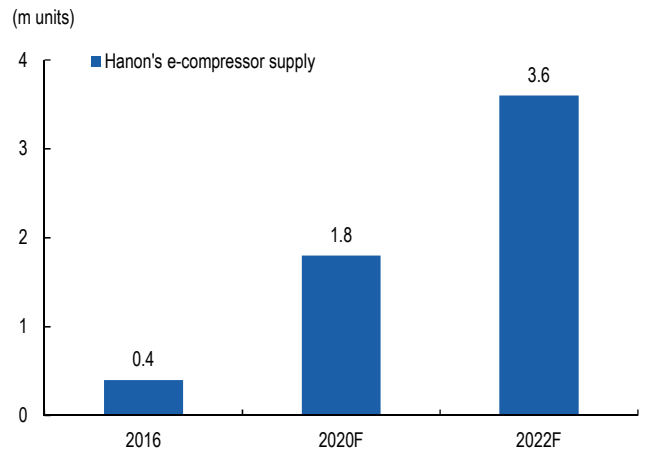
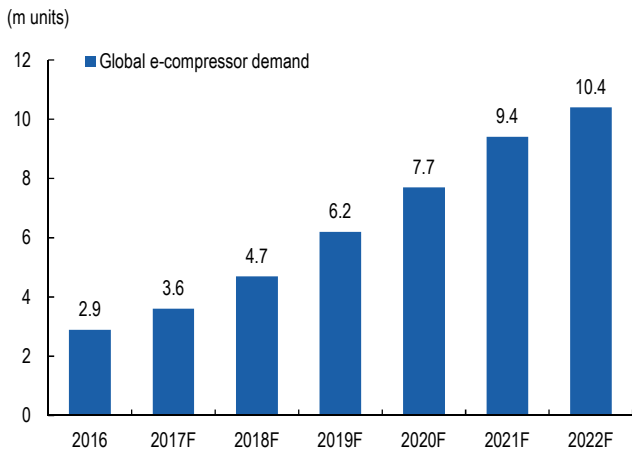
(단위: 백만개)

	한국 평택	중국 대련	포르투갈	헝가리	인도	글로벌 계
가변식 컴프레서	3.5	1.9	1.5	1.4		8.3
고정식 컴프레서	2.4	0.9	0.1		1.2	4.6
전동식 컴프레서	0.6		0.23			0.83
소계	6.5	2.8	1.8	1.4	1.2	13.7

주1: 중국 대련의 고정식 컴프레서 라인을 인도로 이전 중, 중국 대련에는 3분기부터 전동식 컴프레서 라인 전개 시작
 주2: 중국 내 다른 지역에도 JV 형태로 컴프레서(전동식 및 기계식) 생산라인 구축 진행 중
 주3: 미국에서도 전동식 컴프레서 생산라인 전개를 검토 중
 자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 글로벌 자동차 전동식 컴프레서 수요 전망

그림 6. 한온시스템의 전동식 컴프레서 납품 물량 예상

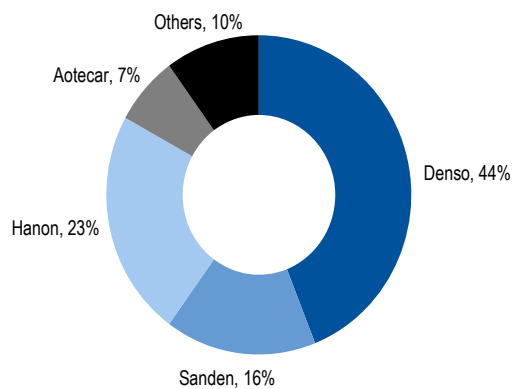
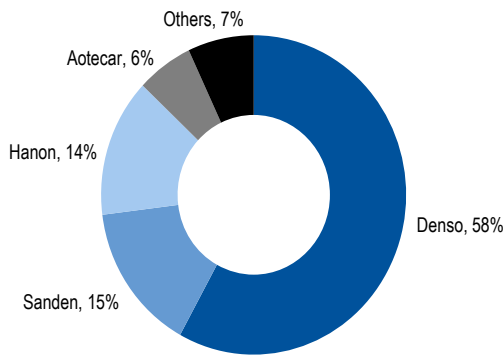


자료: IHS Automotive, 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 한온시스템

그림 7. 글로벌 자동차 전동식 컴프레서 시장 M/S (2016년)

그림 8. 글로벌 자동차 전동식 컴프레서 시장 M/S (2020년 전망)



자료: IHS Automotive, 미래에셋대우 리서치센터

자료: IHS Automotive, 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 3Q17F 실적 Preview

(십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17F			증감률	
			변경 후	변경 전	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,283	1,373	1,345	1,366	1,305	4.8	-2.1
영업이익	107	103	104	108	104	-2.9	0.8
영업이익률	8.3	7.5	7.7	7.9	7.9	-0.6	0.2
세전이익	102	98	104	108	104	2.4	6.0
지배지분순이익	69	67	74	76	73	6.8	9.6

자료: FnGuide, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변동률		컨센서스		차이	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	5,653	6,064	5,756	6,216	-1.8	-2.4	5,656	6,110	-0.1	-0.8
영업이익	460	515	472	541	-2.6	-4.7	458	521	0.3	-1.2
세전이익	433	521	446	549	-2.8	-5.0	432	512	0.3	1.7
지배지분순이익	309	378	318	399	-2.9	-5.1	305	367	1.1	2.9
영업이익률	8.1	8.5	8.2	8.7	-0.1	-0.2	8.1	8.5	0.0	0.0
세전이익률	7.7	8.6	7.7	8.8	-0.1	-0.2	7.6	8.4	0.0	0.2
지배지분순이익률	5.5	6.2	5.5	6.4	-0.1	-0.2	5.4	6.0	0.1	0.2

자료: FnGuide, 미래에셋대우 리서치센터

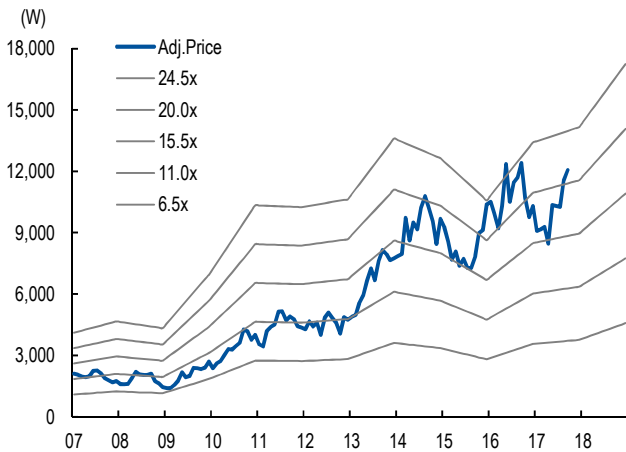
표 5. 한온시스템 P/E Valuation

(십억원)

항목	값	비고
2018F 지배지분순이익 추정	376	현대기아차 판매 부진 및 중국 수익성 악화 가능성을 반영하여 5% 하향 조정
목표 P/E (배)	20	기존 18배에서 신규 20배로 상향. 전기차 밸류체인 밸류에이션 멀티플 확장 중 한온시스템 12M Fwd P/E의 과거 고점 수준
목표 시가총액	7,514	
주식 수 (천주)	533,800	
목표 주가 (원)	14,076	

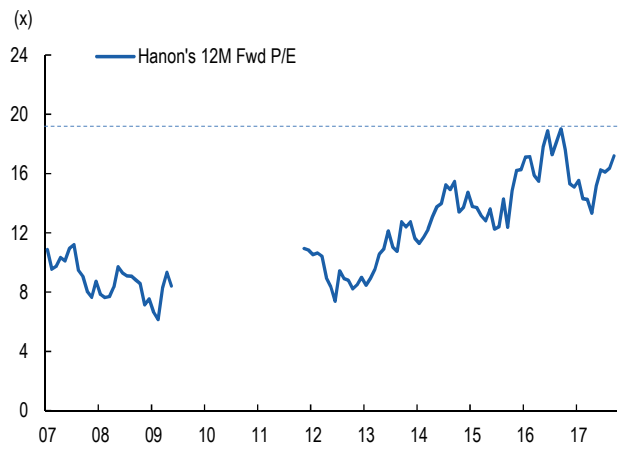
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 한온시스템의 P/E band



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 한온시스템의 12개월 Fwd P/E 추이



자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2017F	2018F
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	5,704	1,449	1,373	1,345	1,486	5,653	6,064
한국	571	589	523	632	2,315	618	667	624	645	2,553	2,685
중국+기타	453	450	445	464	1,811	395	291	368	424	1,478	1,677
북미	252	276	270	253	1,051	279	288	273	260	1,099	1,155
유럽	656	678	513	650	2,497	671	629	595	686	2,581	2,755
연결조정	-504	-502	-467	-498	-1,970	-513	-502	-515	-529	-2,059	-2,209
영업이익	105	95	107	116	423	127	103	104	126	460	515
한국	40	-4	40	12	88	32	80	51	57	220	234
중국+기타	44	52	38	38	171	36	24	30	34	124	143
북미	19	15	15	14	63	12	12	11	11	46	53
유럽	-12	21	8	21	38	45	-5	15	30	85	96
연결조정	14	12	6	31	62	3	-9	-5	-5	-16	-10
기타손익	2	2	-4	6	6	-23	-4	1	1	-25	3
금융손익	-6	-11	-3	-3	-22	-4	-2	-3	-3	-11	-7
관계기업투자손익	3	2	2	3	9	2	2	2	3	10	10
세전이익	104	88	102	122	416	103	98	104	128	433	521
지배지분순이익	69	60	69	95	292	71	67	74	96	309	378
(증감률, % YoY)											
매출액	3.8	7.0	-3.5	2.8	2.6	1.5	-7.9	4.8	-1.1	-0.9	7.3
한국	-0.1	2.6	-0.3	4.6	1.8	8.3	13.2	19.3	2.0	10.3	5.2
중국+기타	7.8	7.6	6.5	-4.1	4.1	-12.8	-35.2	-17.2	-8.6	-18.4	13.5
북미	4.5	13.8	5.1	8.6	7.9	10.4	4.1	1.1	2.8	4.5	5.1
유럽	11.2	12.0	-12.9	10.6	5.3	2.2	-7.2	16.1	5.5	3.4	6.7
영업이익	30.8	11.6	44.8	-3.8	17.5	21.3	8.1	-2.9	8.7	8.8	12.2
한국	960.4	적전	339.3	-59.5	81.0	-21.4	흑전	27.7	381.9	149.5	6.4
중국+기타	35.0	30.5	7.8	-28.4	6.9	-17.4	-52.7	-21.0	-11.7	-27.6	14.8
북미	100.9	74.6	55.6	114.4	84.2	-37.4	-20.3	-22.2	-22.6	-26.4	15.1
유럽	적전	2,213.3	흑전	506.4	651.6	흑전	적전	93.3	42.0	124.0	13.2
세전이익	28.5	-5.6	43.1	21.4	20.2	-0.9	11.7	2.4	4.9	4.3	20.2
지배지분순이익	20.0	-2.3	62.6	36.0	26.7	4.2	11.8	6.8	1.9	5.6	22.6
(이익률, %)											
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	7.4	8.8	7.5	7.7	8.5	8.1	8.5
한국	7.1	-0.7	7.7	1.9	3.8	5.1	12.0	8.2	8.8	8.6	8.7
중국+기타	9.6	11.5	8.6	8.2	9.5	9.1	8.4	8.2	7.9	8.4	8.5
북미	7.4	5.5	5.5	5.6	6.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.6
유럽	-1.8	3.0	1.6	3.2	1.5	6.7	-0.8	2.6	4.4	3.3	3.5
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.3	7.1	7.2	7.8	8.6	7.7	8.6
지배지분순이익률	4.8	4.0	5.4	6.3	5.1	4.9	4.9	5.5	6.5	5.5	6.2

자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

한온시스템 (018880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	5,704	5,653	6,064	6,356
매출원가	4,805	4,730	5,070	5,308
매출총이익	899	923	994	1,048
판매비와관리비	476	464	479	496
조정영업이익	423	460	515	553
영업이익	423	460	515	553
비영업손익	-7	-27	6	8
금융손익	-15	-11	-7	-5
관계기업등 투자손익	9	10	10	11
세전계속사업손익	416	433	521	561
계속사업법인세비용	112	115	136	146
계속사업이익	304	319	386	415
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	304	319	386	415
지배주주	292	309	376	405
비지배주주	12	10	10	10
총포괄이익	277	319	386	415
지배주주	267	309	376	405
비지배주주	11	10	10	10
EBITDA	609	658	722	767
FCF	139	290	353	398
EBITDA 마진율 (%)	10.7	11.6	11.9	12.1
영업이익률 (%)	7.4	8.1	8.5	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	5.5	6.2	6.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	2,151	2,431	2,595	2,601
현금 및 현금성자산	425	707	746	663
매출채권 및 기타채권	964	993	1,065	1,116
재고자산	430	402	432	452
기타유동자산	332	329	352	370
비유동자산	1,709	1,827	1,923	2,016
관계기업투자등	95	102	109	116
유형자산	1,178	1,215	1,230	1,242
무형자산	350	424	498	572
자산총계	3,860	4,258	4,518	4,617
유동부채	1,463	1,410	1,446	1,466
매입채무 및 기타채무	865	869	933	978
단기금융부채	317	262	214	175
기타유동부채	281	279	299	313
비유동부채	511	805	811	656
장기금융부채	360	654	650	487
기타비유동부채	151	151	161	169
부채총계	1,975	2,215	2,257	2,122
지배주주지분	1,828	1,976	2,184	2,408
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	1,937	2,085	2,293	2,516
비지배주주지분	57	67	77	87
자본총계	1,885	2,043	2,261	2,495

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	389	510	553	598
당기순이익	304	319	386	415
비현금수익비용가감	403	309	333	349
유형자산감가상각비	176	183	186	188
무형자산상각비	10	16	21	27
기타	217	110	126	134
영업활동으로인한자산및부채의변동	-205	2	-29	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	59	-25	-70	-49
재고자산 감소(증가)	-69	27	-29	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	6	51	37
법인세납부	-105	-115	-136	-146
투자활동으로 인한 현금흐름	-452	-310	-297	-301
유형자산처분(취득)	-231	-220	-200	-200
무형자산감소(증가)	-85	-90	-95	-100
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	0	-2	-1
기타투자활동	-126	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	48	79	-220	-383
장단기금융부채의 증가(감소)	266	240	-52	-202
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-203	-160	-168	-181
기타재무활동	-15	-1	0	0
현금의 증가	-22	282	39	-83
기초현금	447	425	707	746
기말현금	425	707	746	663

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	18.8	21.2	17.4	16.1
P/CF (x)	7.8	10.4	9.1	8.6
P/B (x)	3.0	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA (x)	9.5	10.3	9.3	8.6
EPS (원)	547	578	704	759
CFPS (원)	1,324	1,175	1,347	1,432
BPS (원)	3,424	3,702	4,091	4,510
DPS (원)	225	300	340	370
배당성향 (%)	39.5	50.3	47.1	47.6
배당수익률 (%)	2.2	2.4	2.8	3.0
매출액증가율 (%)	2.6	-0.9	7.3	4.8
EBITDA증가율 (%)	14.3	8.0	9.7	6.2
조정영업이익증가율 (%)	17.5	8.7	12.0	7.4
EPS증가율 (%)	26.6	5.7	21.8	7.8
매출채권 회전을 (회)	5.9	6.0	6.1	6.0
재고자산 회전을 (회)	14.0	13.6	14.5	14.4
매입채무 회전을 (회)	6.7	6.7	6.9	6.8
ROA (%)	8.3	7.8	8.8	9.1
ROE (%)	16.4	16.2	18.1	17.7
ROIC (%)	16.0	15.6	16.8	17.1
부채비율 (%)	104.8	108.4	99.8	85.1
유동비율 (%)	147.0	172.4	179.5	177.4
순차입금/자기자본 (%)	12.3	9.2	4.3	-0.9
조정영업이익/금융비용 (x)	20.3	15.0	15.1	18.9

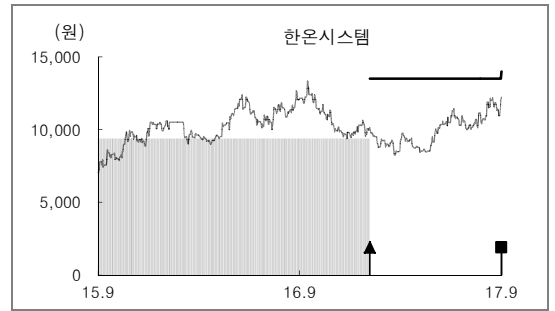
자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

한온시스템

장기 성장성에 대한 확신 강화

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템(018880)				
2017.09.13	Trading Buy	14,000	-	-
2017.01.18	매수	13,500	-26.52	-9.63
2014.04.23	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.