

2017. 2. 15



▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) **9,500 원**
 현재주가 (2.14) **9,270 원**
 상승여력 **+2.5%**

KOSPI	2,074.57pt
시가총액	49,483억원
발행주식수	53,380만주
유동주식비율	30.01%
외국인비중	19.32%
52주 최고/최저가	52,500원 / 8,760원
평균거래대금	99.5억원

주요주주(%)

한온코오토홀딩스	50.50
한국타이어	19.49
국민연금	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.76	-19.39	-11.71
상대주가	-3.44	-23.03	-16.26

주가그래프



한온시스템 018880

단기 기업가치 개선 요인 부재

- ✓ 업종 평균 대비 높은 밸류에이션이 부여될 수 있었던 근거인 1) 중장기 열관리 매출 성장 기대감에 대해서는 할인요인이 발생하였으며, 2) M&A 모멘텀은 보류된 상황
- ✓ 시장 기대치를 하회하는 4Q16 실적을 기록했으며, 기존 시장 기대치 (+3~4% 성장)를 하회하는 17년 매출 성장 가이드스 (+1.7% YoY)를 제시
- ✓ 이익 추정치 하향조정하며, Peer Group 대비 밸류에이션 프리미엄 부여 근거 제한적이라고 판단. 적정주가 9,500원으로 하향, 투자 의견 Hold 유지

시장 기대치를 하회하는 부진한 4Q16 실적

매출 1.5조원 (+3% YoY)으로 시장 기대치에 부합했다. 중국 고객사의 판매부진과 비우호적 환율 방향으로 중국 매출이 YoY 정체되었으나, 신 공장 가동 기저효과가 발현된 북미 매출 성장 (+6% YoY)으로 전년대비 소폭 외형성장이 가능했다.

그러나 영업이익은 1,160억원 (-4% YoY)으로 시장 기대치를 11% 하회했다. 이는 1) 1Q~3Q16와 달리 R&D 비용 회계변경 (Expensing & Capitalizing 비중조정)에 따른 YoY 판관비 기저효과가 줄었으며, 2) 비우호적 위안화 환율에 의해 중국 손익이 축소되었고, 3) 전방산업 수익성 악화에 따른 영향이 심화되었기 때문이다.

부진한 실적보다 아쉬운 17년 매출 가이드스 하향조정

지난 2년간 동사 주가는 열관리시스템 중장기 매출 성장 가시성 확대 (현재는 연결 매출의 5% 이하)와 M&A를 통한 실현가능이익 증가 기대감에 근거해 섹터 평균 대비 상대적으로 더 높은 밸류에이션에 거래되어 왔다 (한온 17.3배 vs. 산업 11.2배).

그러나 지난 1월 CES에서 현대모비스의 2020년 열관리시장 진출 발표로 중장기 성장 가시성에 대한 할인요인이 발생했으며, M&A 대상으로 기대를 모았던 Calsonic Kansei는 PEF인 KKR로 인수주체가 결정되었다. 비록 이번 4Q16 분기배당이 상향조정 (기존 3개분기 분기당 50원, 4Q16 75원) 되었지만, 17년 예상 시가배당 수익률이 최대 3% 내외라는 점에서 기업가치 상향요인은 아니라고 판단한다.

전방산업 출고둔화 우려에 따른 이번 매출 가이드스 하향으로 17년 실적개선 기대감 또한 축소되었다는 점에서, 동사의 단기 기업가치 개선요인은 제한적이라고 판단한다. 내수 및 중국시장 수익성 훼손 개연성을 반영해 17년 EPS를 3.3% 하향하며, Peer 중 시장점유율 1위 업체이자 한온과 더불어 열관리 기술을 선도하고 있는 Denso의 17E PER 밸류에이션을 적용해 적정주가 9,500원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	5,455	370	275	516	-7.1	15,160	18.0	3.1	9.2	17.7	9.8
2015	5,558	360	231	432	-16.3	16,342	21.5	2.8	9.1	13.7	9.6
2016P	5,704	423	292	547	26.7	3,519	16.9	2.6	8.3	16.1	10.6
2017E	5,867	444	332	623	13.8	3,964	14.9	2.3	7.7	16.6	11.3
2018E	6,148	470	334	625	0.4	4,388	14.8	2.1	7.3	15.0	11.3

표1 한온시스템 4Q16 Review: 시장기대치를 11% 하회하는 영업이익 기록

(십억원)	4Q15	3Q16	4Q16P						
			발표치	% YoY	% QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	1,461	1,283	1,502	2.8	17.0	1,527	-1.7	1,477	1.7
영업이익	121	107	116	-3.8	8.8	123	-5.5	130	-10.9
세전이익	100	102	122	21.4	19.4	125	-2.9	130	-6.4
순이익	70	69	95	36.0	37.2	91	4.3	90	5.5
영업이익률 (%)	8.3	8.3	7.7			8.0		8.8	
세전이익률 (%)	6.9	7.9	8.1			8.2		8.8	
순이익률 (%)	4.8	5.4	6.3			5.9		6.1	

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 전방산업 수요 둔화 및 고객사 경쟁 강화로 17년 손익 시장기대치 하회 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,867	5,965	-1.6	6,148	6,305	-2.5
영업이익	444	480	-7.4	470	520	-9.7
세전이익	459	485	-5.3	462	527	-12.5
순이익	332	338	-1.8	334	370	-9.9
영업이익률 (%)	7.6	8.0	-0.5%ppt	7.6	8.3	-0.6%ppt
세전이익률 (%)	7.8	8.1	-0.3%ppt	7.5	8.4	-0.9%ppt
순이익률 (%)	5.7	5.7	0.0%ppt	5.4	5.9	-0.4%ppt

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 17년·18년 EPS 추정치를 기존 대비 각각 3.3%, 1.8% 하향 조정

(십억원)	2016P	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	5,704	5,867	6,148
매출액 - 기존 추정	5,704	6,086	6,390
% change	0.0%	-3.6%	-3.8%
영업이익 - 신규 추정	423	444	470
영업이익 - 기존 추정	423	452	472
% change	0.0%	-1.7%	-0.4%
세전이익 - 신규 추정	416	459	462
세전이익 - 기존 추정	416	477	474
% change	0.0%	-3.8%	-2.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	292	332	334
지배주주 순이익 - 기존 추정	292	343	340
% change	0.0%	-3.3%	-1.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	547	623	625
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	547	643	637
% change	0.0%	-3.3%	-1.8%

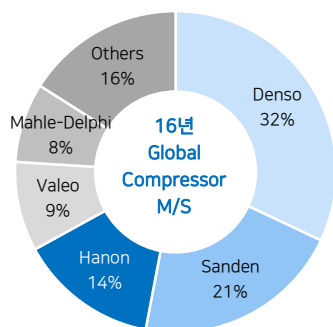
자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016P	2017E	2018E
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,430	1,517	1,360	1,560	5,704	5,867	6,148
(% YoY)	3.8	7.0	-3.5	2.8	0.1	1.8	-9.4	3.9	2.6	2.9	4.8
OP	105	95	107	116	105	113	106	121	423	444	470
(% YoY)	30.8	11.6	44.8	-3.8	0.2	18.6	-0.7	4.1	17.5	5.2	5.7
RP	104	88	102	122	109	116	110	124	416	459	462
(% YoY)	28.5	-5.6	43.1	21.4	4.3	32.1	7.6	2.3	20.2	10.4	0.6
NP	69	60	69	95	78	84	80	91	292	332	334
(% YoY)	20.0	-2.3	62.6	36.0	13.6	39.1	16.3	-4.1	26.7	13.8	0.4
OP margin (%)	7.3	6.4	8.3	7.7	7.3	7.4	7.8	7.7	7.4	7.6	7.6
RP margin (%)	7.3	5.9	7.9	8.1	7.6	7.7	8.1	8.0	7.3	7.8	7.5
NP margin (%)	4.8	4.0	5.4	6.3	5.4	5.5	5.9	5.8	5.1	5.7	5.4

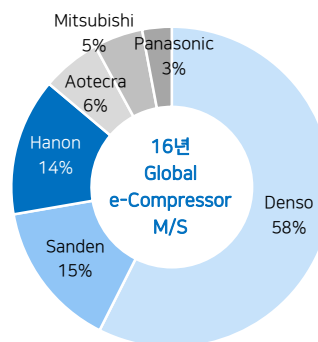
자료: 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 글로벌 Compressor 시장 점유율 (16년 기준)



자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 e-Compressor 시장 점유율 (16년 기준)



자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표5 시장점유율 1등 업체이자 기술 선도기업인 Denso 이상의 밸류에이션 프리미엄 부여 근거 부재

(백만달러, 배, %)		시가총액	PER		EPS growth (YoY)		PBR		EV/EBITDA		ROE	
상장국가			17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
Denso	JN	35,113	15.1	13.7	15.7	9.8	1.2	1.1	6.0	5.5	7.9	8.2
Calsonic Kansei	JN	4,358	18.0	16.9	7.2	6.4	2.0	1.8	6.9	6.3	11.4	11.0
Keihin	JN	1,267	9.5	8.7	15.4	9.8	0.8	0.7	2.4	2.0	8.6	8.8
Sanden	JN	450	9.3	8.2	-293.6	12.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Valeo	FR	14,940	13.8	12.1	13.6	14.0	2.9	2.5	6.2	5.6	22.5	21.6
Gentherm	US	1,323	14.8	14.1	7.6	4.9	2.4	N/A	8.1	7.2	17.7	17.2
Peer group 평균			13.3	12.1	11.0	9.7	1.9	1.5	6.4	5.8	12.6	12.3
한온시스템	SK	4,346	14.9	14.8	13.8	0.4	2.3	2.1	7.7	7.3	16.6	15.0

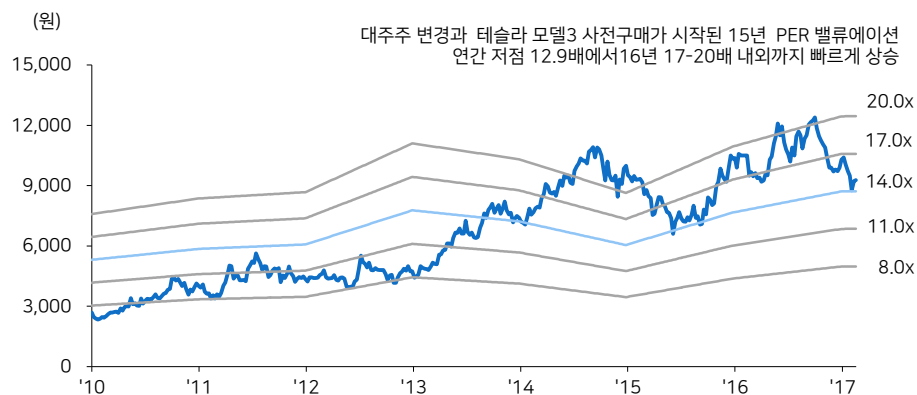
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 Denso의 17E PER을 당사 추정 EPS에 적용해 적정주가 9,500원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) – Peer Group 선도업체인 Denso의 밸류에이션	15.1배
한온시스템 2017E EPS (원, b)	623원
Fair Value (원, c = a x b)	9,419원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	9,500원
현재 주가 (2월 14일 기준 종가)	9,270원
괴리율 (%)	+2.5%

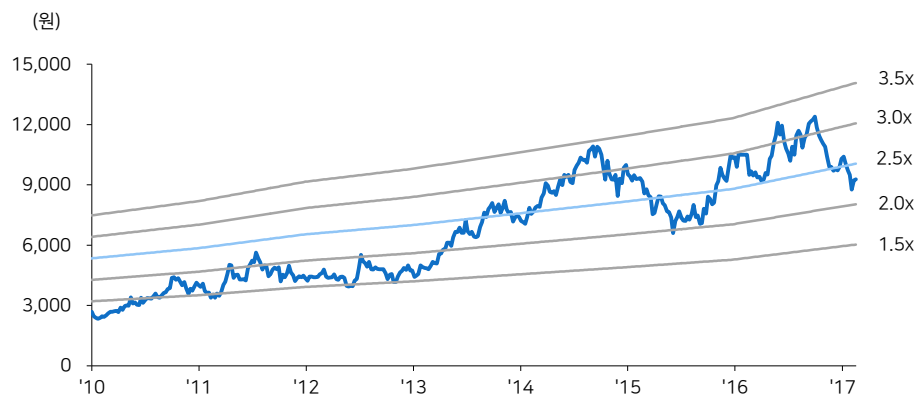
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 밸류에이션 프리미엄 재부여 위해서는 1) 친환경 매출의 장기 성장 방향성 구체화, 2) 신규 M&A 모멘텀 부각, 3) 기대 이상의 단기 손익 실현이 필요 (1yr forward PER 추이)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 한온시스템, 1yr forward PBR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	5,455	5,558	5,704	5,867	6,148
매출액증가율 (%)	5.1	1.9	2.6	2.9	4.8
매출원가	4,546	4,697	4,810	4,947	5,190
매출총이익	909	861	894	920	959
판매비와관리비	538	502	471	476	489
영업이익	370	360	423	444	470
영업이익률 (%)	6.8	6.5	7.4	7.6	7.6
금융수익	-12	-17	-27	-26	-27
종속/관계기업관련손익	13	13	9	11	13
기타영업외손익	1	-14	-7	15	-8
세전계속사업이익	371	346	416	459	462
법인세비용	80	102	112	115	115
당기순이익	290	243	304	344	346
지배주주지분 순이익	275	231	292	332	334

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	1,856	1,994	2,179	2,232	2,321
현금및현금성자산	381	447	544	560	587
매출채권	928	999	997	996	1,013
재고자산	372	382	405	407	429
비유동자산	1,384	1,466	1,708	1,786	1,857
유형자산	1,053	1,093	1,298	1,340	1,373
무형자산	172	207	240	271	301
투자자산	80	91	93	96	100
자산총계	3,240	3,459	3,887	4,018	4,177
유동부채	1,124	1,431	1,467	1,366	1,304
매입채무	698	725	516	501	494
단기차입금	123	335	368	405	445
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	446	229	488	481	477
사채	0	0	300	300	300
장기차입금	258	46	46	46	46
부채총계	1,570	1,660	1,954	1,847	1,781
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
기타포괄이익누계액	-109	-115	-115	-115	-115
이익잉여금	1,697	1,830	1,963	2,201	2,427
비지배주주지분	51	55	55	55	55
자본총계	1,670	1,799	1,933	2,171	2,397

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	347	448	161	551	556
당기순이익(손실)	290	243	304	344	346
유형자산감가상각비	163	170	176	209	217
무형자산상각비	2	4	7	8	9
운전자본의 증감	-179	-46	-419	-15	-46
투자활동 현금흐름	-282	-256	-188	-466	-449
유형자산의 증가(CAPEX)	-269	-227	-250	-250	-250
투자자산의 감소(증가)	0	-5	40	-3	-5
재무활동 현금흐름	-44	-112	148	-70	-80
차입금증감	75	-4	324	37	40
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	34	66	97	16	27
기초현금	348	383	447	544	560
기말현금	381	447	544	560	587

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	10,219	10,412	10,685	10,991	11,518
EPS(지배주주)	516	432	547	623	625
CFPS	714	838	1,020	1,049	1,099
EBITDAPS	1,004	999	1,135	1,240	1,304
BPS	3,032	3,268	3,519	3,964	4,388
DPS	194	194	200	225	250
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.2	2.4	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	18.0	21.5	16.9	14.9	14.8
PCR	11.2	12.2	10.4	9.0	8.8
PSR	10,219	10,412	10,685	10,991	11,518
PBR	3.1	2.8	2.6	2.3	2.1
EBITDA	536	533	606	662	696
EV/EBITDA	9.2	9.1	8.3	7.7	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.7	13.7	16.1	16.6	15.0
EBITDA 이익률	9.8	9.6	10.6	11.3	11.3
부채비율	9.8	9.6	10.6	11.3	11.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	2,751.3	2,667.5	3,483.3	4,070.3	4,782.2
매출채권회전율(x)	6.2	5.8	5.7	5.9	6.1
재고자산회전율(x)	15.2	14.7	14.5	14.5	14.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0%

2016년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템(018880) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.07.04	산업분석	Hold	9,000	김준성	
2016.08.11	기업브리프	Hold	9,000	김준성	
2016.10.11	기업브리프	Hold	10,500	김준성	
2016.11.16	기업브리프	Hold	10,500	김준성	
2017.02.15	기업브리프	Hold	9,500	김준성	