

2017. 8. 16



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월)	12,000 원
현재주가 (8.14)	10,650 원
상승여력	+12.7%

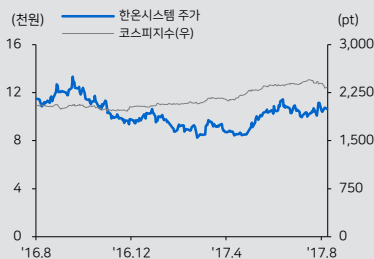
KOSPI	2,334.22pt
시가총액	56,850억원
발행주식수	53,380만주
유동주식비율	30.01%
외국인비중	20.18%
52주 최고/최저가	13,350원/8,250원
평균거래대금	115.9억원

## 주요주주(%)

한앤코토클딩스	50.50
한국타이어	19.49
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.45	14.89	-6.99
상대주가	9.94	2.47	-9.04

## 주가그래프



## 한온시스템 018880

## 2H17, 마침내 매출성장 가시성 확대 시작

- ✓ 한온시스템의 기업가치는 13년 이후 지속된 M&A 및 신 사업 확대에 의한 매출성장 기대감과 실현되지 못한 매출증가에 따른 실망 (컨센서스 지속 하락)으로 등락 거듭
- ✓ 마침내 1) 3.5년 이상 소요되는 친환경차 열관리시스템의 매출인식 시작 (매출비중 5% 돌파), 2) 현대·기아차 플랫폼 통합 과정에서의 공급점유율 확대로 신규 수주 급증 (+58% YoY)으로 17년 이후 3년간 연평균 매출성장 +7.1% 실현 가능 전망
- ✓ 투자이건 및 적정주가, 각각 Trading Buy 및 12,000원으로 상향조정

## 중국 부진 심화 불구, 비용 기저효과로 2Q17 영업이익 +8.1% YoY 증가

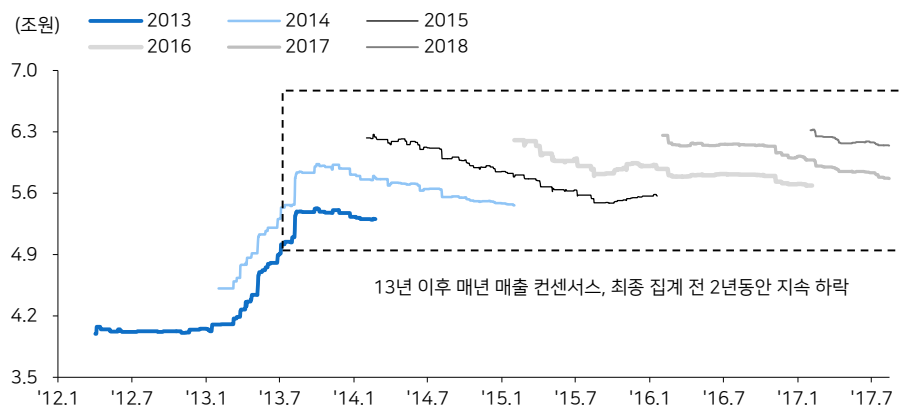
2Q17 매출은 1,37조원 (-7.9% YoY)으로 시장기대치를 -5.4% 하회했으나, 영업이익은 1,027억원 (+8.1% YoY)으로 시장기대치에 부합 (-0.3% 하회)했다. 중국 현지 매출의 60%에 달하는 현대·기아차 판매부진 (-64.2% YoY) 영향으로 매출은 전년 동기 대비 감소가 불가피했으나, 영업이익은 2Q16 통상임금 총당금 반영 기저효과와 유럽 cost-saving 노력 지속으로 전년 동기 대비 개선되는 모습을 보였다.

## 마침내 매출성장 가시성 확대 (친환경 매출인식 + 플랫폼 통합 수주증가)

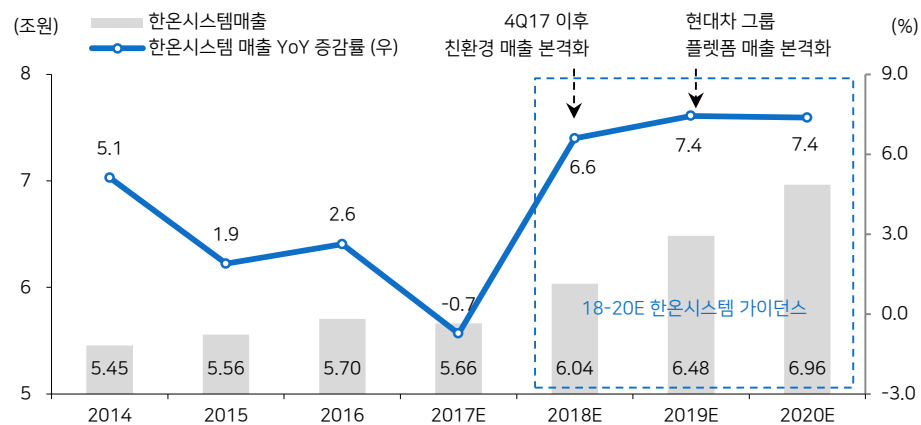
13년 10월 Visteon 공조사업 인수, 14년 7월 Cooper Standard 열관리/배기사업 인수, 14년 10월 Delphi 공조사업 인수 추진 (실패), 16년 5월 공조업체 Calsonic Kansei 인수 검토 (무산) 등 13년 이후 한온시스템의 기업가치는 지속적인 M&A와 신 사업·신규 고객 확보를 통한 '매출성장 시너지 기대감'에 의해 등락을 거듭했다. 그러나 실제 매출성장이 13년 Visteon 인수효과로 +42.1%를 실현한 이후 14년 +5.1%, 15년 +1.9%, 16년 +2.6%, 17년 -0.7%로 제한적 수준에 그쳤고, 각 해 매출 컨센서스 또한 해당연도 매출이 최종 집계되기 전 2년간 단 한번도 하락세를 면한 적이 없었다. 이는 밸류에이션 부담 및 기업가치 하향정체의 원인으로 작용해왔다.

마침내 18년 진입을 앞둔 지금 한온은 기업가치 개선의 선결조건인 매출성장의 근거들을 발현시키기 시작한다. 먼저 타 부품과 달리 설계 초기단계에 수주가 발생해 매출인식에 적어도 3.5년 이상이 걸리는 친환경차 열관리시스템 매출 본격화가 2H17 시작된다 (매출비중 5% 이상으로 확대). 또한 18년 이후 현대·기아차 플랫폼 통합 과정에서의 공급점유율 상승으로 내연기관차 공조 및 열관리 수주가 큰 폭으로 늘어났고, 이에 따라 17년부터 연간 신규수주 규모의 구조적 레벨업이 실현된다 (신규수주 16년 USD 1.2bn → 17년 USD 1.9bn 이상). 17년 이후 3년간 연평균 7.1%의 매출성장이 예상되며, 18년 EPS 추정치에 Peer 평균 PER 13.9배에 25%를 할증한 적정 PER 17.4배를 적용해 적정주가를 12,000원으로 상향한다. 밸류에이션 할증 25%는 매출성장 기대감이 존재했던 14~16년 Peer 대비 프리미엄 평균 값이다.

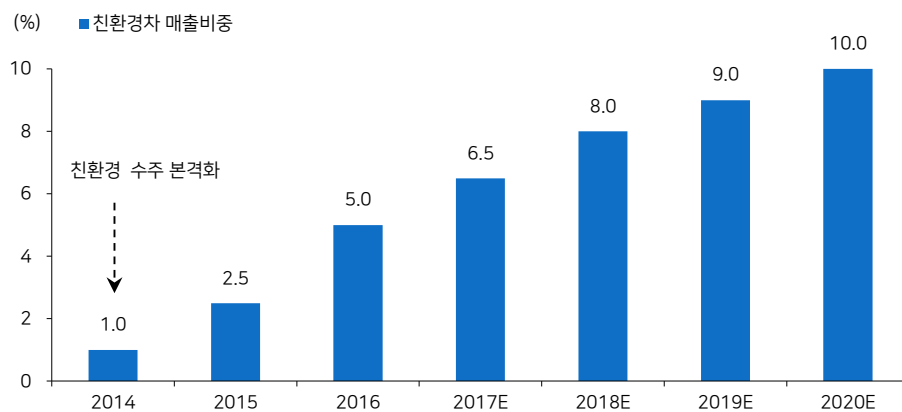
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	5,558	360	231	432	-16.3	16,342	24.3	3.2	10.4	13.7	21.1
2016	5,704	423	292	547	26.7	3,424	19.2	3.1	9.5	16.4	33.3
2017E	5,662	456	315	590	7.8	3,607	17.8	2.9	8.8	16.8	42.2
2018E	6,035	508	370	694	17.7	4,020	15.1	2.6	8.3	18.2	50.9
2019E	6,484	550	387	732	5.4	4,419	14.4	2.4	8.3	18.7	76.1

**그림1 밸류에이션 부담 및 기업가치 하향정체 원인으로 작용해왔던 매출성장 부진**


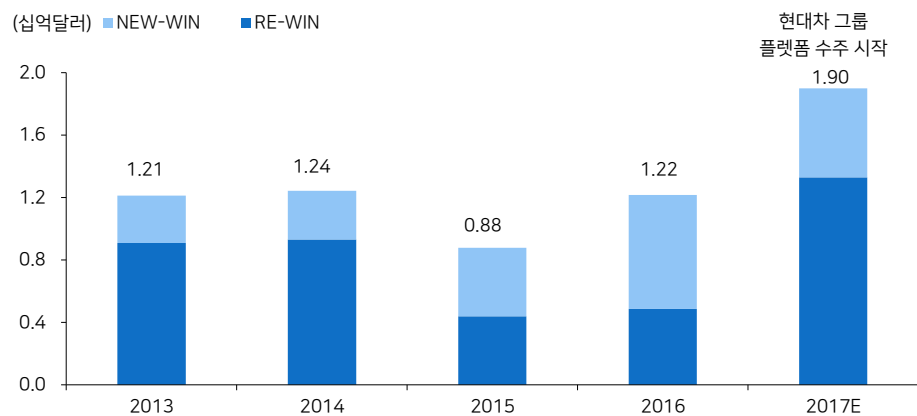
자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 18년부터 기업가치 개선의 선결조건인 매출성장 근거 발현 (친환경 + 플랫폼 통합)**


자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

**그림3** 수주에서 매출인식까지 적어도 3.5년 이상 걸리는 친환경차 매출 2H17 이후 본격화

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

**그림4** 현대차그룹 플랫폼 통합으로 17년부터 연간 신규수주 규모의 구조적 레벨업 실현 전망

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표1 한온시스템 2Q17 실적, 중국 부진 심화 불구 비용 기저효과로 전년동기대비 영업이익 증가세 실현

(십억원, %)	2Q16	1Q17	2Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	1,491	1,449	1,373	-7.9	-5.2	1,441	-4.7	1,451	-5.4
영업이익	95	127	103	8.1	-19.2	100	2.4	103	-0.3
세전이익	88	103	98	11.7	-4.6	102	-3.4	100	-1.6
순이익	60	71	67	11.8	-5.9	71	-6.0	70	-4.1
영업이익률(%)	6.4	8.8	7.5			7.0		7.1	
세전이익률(%)	5.9	7.1	7.2			7.1		6.9	
순이익률(%)	4.0	4.9	4.9			5.0		4.8	

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 매출성장 가시성 확대에 기대치에 부합할 17년 및 18년 연간 실적

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,662	5,774	-1.9	6,035	6,149	-1.8
영업이익	456	462	-1.2	508	515	-1.3
세전이익	438	436	0.5	514	512	0.4
순이익	315	307	2.5	370	362	2.3
영업이익률 (%)	8.1	8.0	0.1%ppt	8.4	8.4	0.0%ppt
세전이익률 (%)	7.7	7.6	0.2%ppt	8.5	8.3	0.2%ppt
순이익률 (%)	5.6	5.3	0.2%ppt	6.1	5.9	0.3%ppt

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2H17 및 18년에 대한 기존 이익추정치 상향 조정

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	5,704	5,662	6,035
매출액 - 기존 추정	5,704	5,741	6,057
% change	0.0%	-1.4%	-0.4%
영업이익 - 신규 추정	423	456	508
영업이익 - 기존 추정	423	440	472
% change	0.0%	3.6%	7.6%
세전이익- 신규 추정	416	438	514
세전이익- 기존 추정	416	422	478
% change	0.0%	3.8%	7.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	292	315	370
지배주주 순이익 - 기존 추정	292	301	342
% change	0.0%	4.6%	8.3%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	547	590	694
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	547	564	641
% change	0.0%	4.6%	8.3%

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,428	1,491	1,283	1,502	1,449	1,373	1,307	1,533	5,704	5,662	6,035
(% YoY)	3.8	7.0	-3.5	2.8	1.5	-7.9	1.9	2.1	2.6	-0.7	6.6
OP	105	95	107	116	127	103	107	119	423	456	508
(% YoY)	30.8	11.6	44.8	-3.8	21.3	8.1	0.5	2.7	17.5	8.0	11.4
RP	104	88	102	122	103	98	115	122	416	438	514
(% YoY)	28.5	-5.6	43.1	21.4	-0.9	11.7	13.0	-0.1	20.2	5.4	17.4
NP	69	60	69	95	71	67	87	90	292	315	370
(% YoY)	20.0	-2.3	62.6	36.0	4.2	11.8	25.7	-5.3	26.7	7.8	17.7
OP margin (%)	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	8.2	7.8	7.4	8.1	8.4
RP margin (%)	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	7.2	8.8	7.9	7.3	7.7	8.5
NP margin (%)	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	4.9	6.6	5.8	5.1	5.6	6.1

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표5 18년 EPS에 적정 PER 17.4배 적용하여 적정주가 12,000원으로 상향 조정

적정 밸류에이션 PER (배, a) – Peer Group 평균 PER 13.9배에 25% 할증	17.4배
한온시스템 2018E EPS (원, b)	694원
Fair Value (원, c = a x b)	12,057원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>12,000원</b>
현재 주가 (8월 14일 기준 종가)	10,650원
<b>과리율 (%)</b>	<b>+12.7%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 글로벌 공조 Peer 대비 밸류에이션 프리미엄 받아온 한온시스템

기간	글로벌 공조 Peer Group 대비 밸류에이션 프리미엄 (%)
14년	32.9
15년	11.4
16년	31.1
14-16년 평균	25.1

주: Denso, Keihin, Valeo, Gentherm이 글로벌 공조 Peer / 16년 적자를 기록한 Sanden은 제외

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 한온시스템(018880)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,558	5,704	5,662	6,035	6,484
매출액증가율 (%)	1.9	2.6	-0.7	6.6	7.4
매출원가	4,697	4,805	4,745	5,053	5,435
매출총이익	861	899	917	982	1,049
판매비와관리비	502	476	461	474	500
영업이익	360	423	456	508	550
영업이익률 (%)	6.5	7.4	8.1	8.4	8.5
금융수익	-17	-22	-12	-13	-23
종속/관계기업관련손익	13	9	11	13	13
기타영업외손익	-14	-7	-18	6	-9
세전계속사업이익	346	416	438	514	541
법인세비용	102	112	114	134	141
당기순이익	243	304	324	380	400
지배주주지분 순이익	231	292	315	370	387

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,994	2,151	2,355	2,485	2,663
현금및현금성자산	447	425	679	724	778
매출채권	999	931	896	925	961
재고자산	382	430	425	441	483
비유동자산	1,466	1,709	1,899	2,043	2,176
유형자산	1,093	1,178	1,244	1,299	1,344
무형자산	207	350	429	506	581
투자자산	91	99	142	151	162
자산총계	3,459	3,860	4,254	4,527	4,840
유동부채	1,431	1,463	1,574	1,337	971
매입채무	725	700	679	694	778
단기차입금	335	301	316	332	349
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	229	511	698	988	1,452
사채	0	299	479	766	1,226
장기차입금	46	26	42	42	42
부채총계	1,660	1,975	2,272	2,325	2,423
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
기타포괄이익누계액	-115	-139	-139	-139	-139
이익잉여금	1,830	1,937	2,034	2,255	2,468
비지배주주지분	55	57	57	57	57
자본총계	1,799	1,885	1,983	2,203	2,416

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	448	389	585	573	647
당기순이익(손실)	243	304	324	380	400
유형자산감가상각비	170	176	185	196	206
무형자산상각비	4	10	14	15	17
운전자본의 증감	-46	-205	25	-30	-5
투자활동 현금흐름	-256	-452	-340	-712	-1,423
유형자산의 증가(CAPEX)	-227	-250	-250	-250	-250
투자자산의 감소(증가)	-5	-2	2	-9	-63
재무활동 현금흐름	-112	48	21	183	830
차입금증감	-4	248	204	303	990
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	66	-22	254	45	54
기초현금	383	448	425	679	724
기말현금	447	425	679	724	778

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018 E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	10,412	10,685	10,607	11,306	12,148
EPS(지배주주)	432	547	590	694	732
CFPS	838	796	1,273	1,357	1,458
EBITDAPS	999	1,140	1,226	1,347	1,448
BPS	3,268	3,424	3,607	4,020	4,419
DPS	194	194	300	350	400
배당수익률(%)	1.8	1.8	2.9	3.3	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.3	19.2	17.8	15.1	14.4
PCR	13.9	11.7	10.9	9.6	9.1
PSR	10,412	10,685	10,607	11,306	12,148
PBR	3.2	3.1	2.9	2.6	2.4
EBITDA	533	609	655	719	773
EV/EBITDA	10.4	9.5	8.8	8.3	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	16.4	16.8	18.2	18.7
EBITDA 이익률	9.6	10.7	11.6	11.9	11.9
부채비율	21.1	33.3	42.2	50.9	76.1
금융비용부담률	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	2,667.5	2,025.2	2,429.8	3,006.4	3,615.5
매출채권회전율(x)	5.8	5.9	6.2	6.6	6.9
재고자산회전율(x)	14.7	14.0	13.3	13.9	14.0

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 16일 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, 이종현)

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 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight(비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral(중립)	
	Underweight(비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 06월 30일 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	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	12,000	김준성	