

한온시스템(018880)

매수(유지)

목표주가: 13,000원(유지)

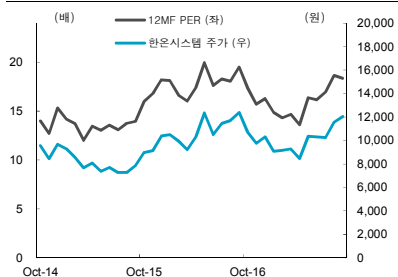
Stock Data

KOSPI(9/12)	2,365
주가(9/12)	12,050
시가총액(십억원)	6,432
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	13,350/8,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,465
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.3
주요주주(%)	한앤코오도홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.1	41.8	0.0
상대주가(%p)	10.1	29.0	(18.8)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

평택 컴프레서 공장 탐방 후기

높은 PER의 배경을 엿보다

한온시스템은 애널리스트 대상 평택 컴프레서 공장 투어를 진행했다. 컴프레서는 저온저압의 냉매를 고온고압으로 압축하는 핵심 공조제품이며 한온시스템 매출의 약 25%를 차지하는 중요한 품목이다. 특히 전기차에 사용되는 전동식 컴프레서는 주행거리를 좌우하는 핵심부품이며 한온시스템의 높은 PER을 뒷받침하는 성장동력이기도 하다(표 1). 현재 대부분의 전동식 컴프레서가 국내 평택에서 생산되고 있으며, 중국 대련에 18년 하반기 양산을 목표로 공격적인 증설을 진행 중이다(표 2). 평택공장은 1991년 준공됐으며 고도의 공정 자동화율(97~100%)을 바탕으로 생산직 500명이 근무하고 있다.

전기차 시장 개화로 2020년까지 선도자의 이익 극대화

주요 업체들의 공격적인 전기차 투자로 선발주자인 한온시스템에 수혜가 집중될 전망이다. 한온시스템은 무게를 줄이고 성능 및 효율성을 높인 4세대 컴프레서 수주를 진행 중이다. 폭스바겐, 도요타, 포드 등 글로벌 대형업체들이 향후 전기차 모델 및 판매대수를 단기간 내 늘리면서 대규모 전동식 컴프레서 발주가 진행 중이다. 한온시스템은 다품종 대량생산의 양산실적을 보유한 컴프레서 업체로서 전동식 컴프레서 수주경쟁에서 경쟁사 대비 차별화되는 우위를 보유하고 있다. 특히 대련공장은 중국의 공격적인 전기차 정책과 현재 진행중인 JV 확대를 발판 삼아 중국 로컬업체까지 납품을 빠르게 확대할 전망이다. 2020년에는 전동식 컴프레서 생산을 150만대로 늘려(현재 30만대) 친환경차 매출을 10% 이상으로 확대하고(현재 7%) 수익성도 전사 수준으로 끌어올릴 전망이다(현재 low single).

Valuation

목표주가 13,000원은 12MF EPS에 목표 PER 20배를 적용해 산출했다.

김진우, CFA 3276-6278
jinwoo.kim@truefriend.com

박성준 3276-6161
sungjun@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,558	360	231	432	(83.3)	533	24.0	10.4	3.2	13.7	9.3
2016A	5,704	423	292	547	26.7	609	18.8	9.5	3.0	16.4	2.2
2017F	5,517	455	294	552	0.8	657	21.8	10.1	3.3	15.5	2.5
2018F	5,993	522	348	651	18.0	740	18.5	8.9	3.0	16.9	2.7
2019F	6,416	563	377	706	8.5	792	17.1	8.2	2.8	16.9	3.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 한온시스템 컴프레서 제품 포트폴리오

Model	고정식(Fixed, HS)	로터리형 고정식(Fixed, RS)	가변식(Variable, VS)	전동식(Electric, ES)
컴프레서				
기술특징	고정사판식 양산: 1991 특징: 저가형	로터리식선 고정사판식 양산: 2008 특징: 성능향상	가변사판식 양산: 2004 특징: 연비개선	스크롤 방식 양산: 2010 특징: 전기모터구동
주요고객	포드 마쓰다	포드 마쓰다 크라이슬러	현대/기아	현대/기아 CA-OEM
평택공장 Capa. (6.5 백만/년)	0.1 백만	2.3 백만	3.5 백만	0.6 백만

자료: 한온시스템, 한국투자증권

<표 2> 한온시스템 글로벌 컴프레서 생산현황

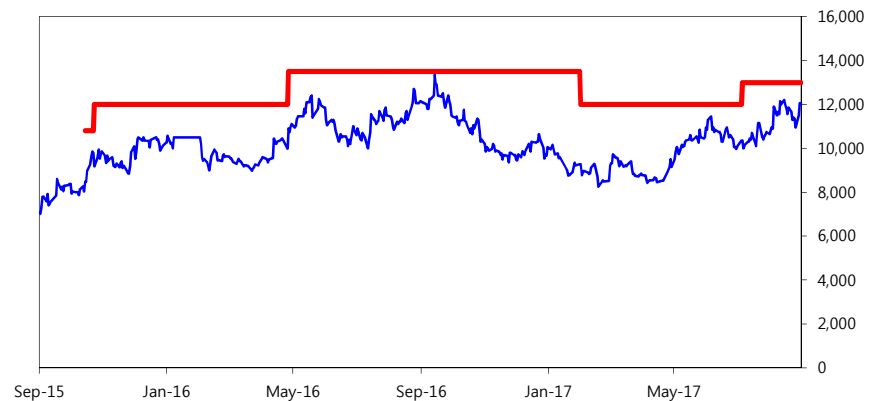
(단위: 백만 개)

종류	생산능력	비고
고정식(Fixed)	4.5	평택(한국): 2.4 첸나이(인도): 1.2 대련(중국): 0.9
가변식(Variable)	8.4	평택(한국): 3.5 파멜라(포르투갈): 1.5 알바(헝가리): 1.4 대련(중국): 1.9
전동식(Electric)	0.8	평택(한국): 0.6 파멜라(포르투갈): 0.23 대련(중국): 3Q17 가동 예정
합계	13.7	

자료: 한온시스템, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한온시스템(018880)	2015.05.11	비중축소	-	-	-
	2015.10.28	매수	10,800원	-13.5	-8.8
	2015.11.06	매수	12,000원	-18.5	-11.8
	2016.05.10	매수	13,500원	-19.8	-1.1
	2017.02.14	매수	12,000원	-20.1	-4.6
	2017.07.19	매수	13,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 9월 13일 현재 한온시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.