

## 한온시스템(018880)

### 매수(유지)

목표주가: 13,500원(유지)

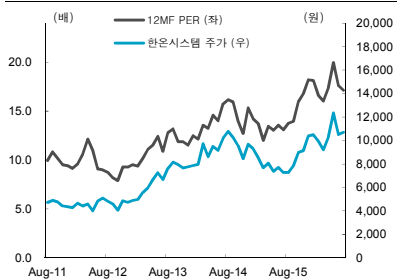
#### Stock Data

KOSPI(7/13)	2,006
주가(7/13)	10,700
시가총액(십억원)	5,712
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	12,400/6,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,176
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.0/19.6
주요주주(%)	한앤코오도홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.7)	4.5	48.6
상대주가(%p)	(11.0)	(0.2)	51.3

#### 12MF PER 추이



자료: WISEin 컨센서스

### 2Q16 Preview: 호실적을 가린 일회성비용

#### 일회성 인건비 발생으로 컨센서스 하회 예상

한온시스템의 2분기 실적은 통상임금 관련 비용으로 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 매출은 컨센서스를 3.1% 상회하나 영업이익이 802억원으로(OPM 5.3%) 컨센서스를 23.6% 하회한다(표 1). 이는 통상임금 소송 1심 판결에서 원고(노조)의 청구가 대부분 받아들여지며 인건비 약 400억원이 2분기에 일회성으로 반영되기 때문이다. 이를 제외하면 영업이익은 1,202억원으로 분기 초 컨센서스에 부합한다.

#### 통상임금 판결 내용

7월 1일 서울남부지방법원은 노조 측이 제기한 통상임금 확대소송에서 원고의 청구를 대부분 받아들이는 판결을 내렸다. 노조 홈페이지에 게시된 판결문에 따르면 정기상여금은 고정성/일률성/정기성을 만족해 통상임금에 해당한다. 통상임금은 특근 및 각종 수당 계산의 기초가 된다. 이에 따라 1심 법원은 344억원을 추가로 근로자들에게 지급할 것을 판시했다. 이자를 감안 할 경우 2분기에 반영되는 총당금은 400억원에 달할 전망이다. 참고로 우리 자체 추정 통상임금 3년 소급분은 372억원이다(표 2). 회사는 항소할 예정임을 밝혔다.

#### 공조장치의 중요성과 견조한 영업상황은 그대로

한온시스템의 핵심 투자포인트인 공조장치의 중요성 확대에는 변함이 없다. 강력한 비용 절감 기초 및 견조한 영업상황 또한 그대로 유지되고 있다. 미국 EPA(에너지환경청)에 따르면 배출가스 규제를 공조장치 credit을 통해 달성하는 비중이 2012년 1.1%에서 2015년 3.6%까지 상승했으며 2020년에는 8.2%를 넘어 지속 상승할 전망이다(그림 1). 전체 배출가스 credit에서 공조장치가 차지하는 비중도 09~11년에는 14%에 불과했으나 14년에는 67%로 급등하며 강화되는 환경규제대응에 있어 핵심부품으로 진화하고 있다(그림 2, 3).

#### 꿈을 먹고 사는 주식, 높은 멀티플 유지될 전망

강화되는 배출가스 규제는 친환경차 확대뿐만 아니라 기존 내연기관 차량의 효율화도 필요하다. 두 경우 모두 공조부품의 역할이 중요하다. 우리는 전기차 시장 성장을 연평균 35%로 전망한다(2015/10/29 '배기가스를 걷어내니 전기차가 보인다' 참조). 전기차 고객군을 늘려나가는 한온시스템에 대한 프리미엄은 지속 될 전망이다. 2분기 실적이 부진하지만 펀더멘털 상의 변화는 없어 조정이 제한적일 전망이다. 목표주가 13,500원을 유지한다(12MF EPS에 목표 PER 21배 적용).

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	5,455	370	275	2,579	(7.1)	536	3.8	9.8	0.6	17.7	10.0
2015A	5,558	360	231	2,159	(16.3)	533	4.8	10.4	0.6	13.7	9.3
2016F	5,957	408	300	561	(74.0)	593	19.1	9.6	3.0	16.3	1.9
2017F	6,406	498	369	691	23.1	713	15.5	7.9	2.6	17.9	2.1
2018F	6,943	551	407	762	10.3	804	14.0	7.0	2.3	17.5	2.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 한온시스템 2Q16 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q16F			YoY	QoQ	컨센서스 대비	
	Preview	기존 전망	차이			2Q16F	차이
매출액	1,519	1,519	0.0	9.1	6.4	1,473	3.1
영업이익	80	117	(31.6)	(5.7)	(23.5)	105	(23.6)
영업이익률(%)	5.3	7.7	(2.4)			7.1	(1.8)
순이익	62	87	(28.6)	1.2	(9.2)	79	(20.9)

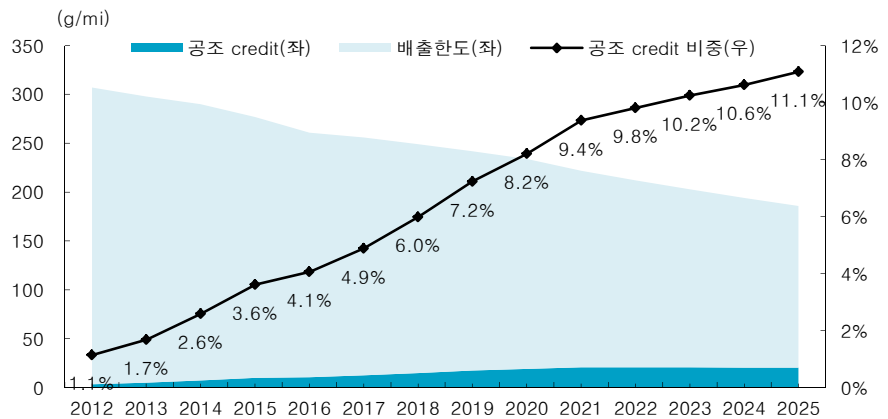
자료: WiseFn, 한국투자증권

<표 2> 통상임금 관련 추가 인건비 추정금액과 실제 판결금액

항목	금액 단위	비고
평균연봉(A)	8,264 만원	2015년 사업보고서 기준
기본연봉(A x 50%=B)	4,132 만원	평균연봉의 50% 가정
상여금(A x 30%=C)	2,479 만원	평균연봉의 30% 가정
기존 특근수당(B x 200% x 1.5개월분=D)	1,033 만원	기본급 대비 200% 특근수당 가정, 특근일수는 1.5개월 가정
기타 수당(A-B-C-D=E)	619 만원	
신규 특근수당((B+C) x 200% x 1.5개월분=F)	1,653 만원	기본급+상여금 대비 200% 특근수당 가정
신규 평균연봉(B+C+E+F=G)	8,884 만원	
인당 연봉상승분(G-A=H)	620 만원	
직원 수(I)	1,998 명	2015년 정규직
추가 연간 인건비(I x G)	12.4 십억원	
3년 소급분	37.2 십억원	이자제외
<b>1심 실제 선고내용</b>	<b>34.4 십억원</b>	<b>이자제외, 청구기간 3.42년, 휴일 시간외할증임금 청구는 제외</b>

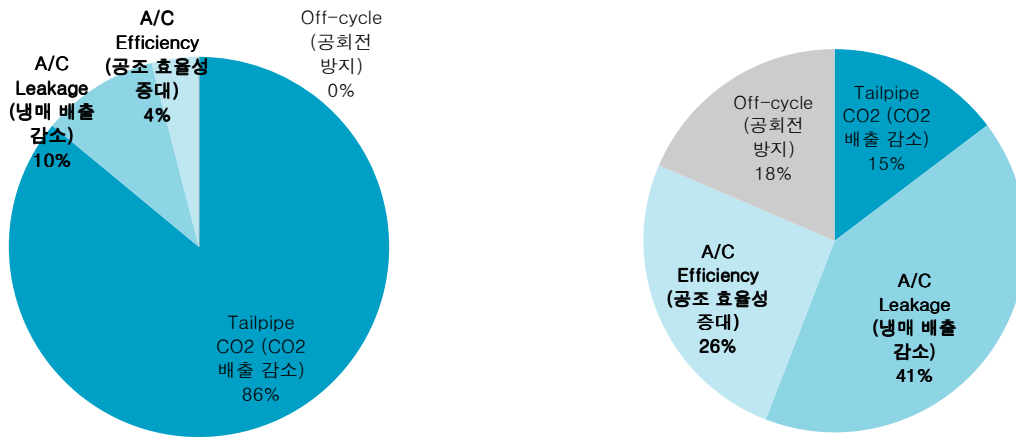
자료: 한국투자증권

[그림 1] 공조장치 credit을 통한 배출가스 규제 달성



자료: EPA, 한국투자증권

[그림 2] 09~11년 미국 배출가스 credit 구성비중 - 공조장치비중 14%에서 [그림 3] 14년 미국 배출가스 credit 구성비중 - 공조장치비중 67%로 급등



자료: EPA, 한국투자증권

자료: EPA, 한국투자증권

<표 3> 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	5,957	6,406	5,957	6,406	0.0	0.0
영업이익	446	501	408	498	(8.5)	(0.5)
영업이익률	7.5%	7.8%	6.8%	7.8%	(0.6)	(0.0)
순이익	326	371	300	369	(8.2)	(0.5)

자료: 한국투자증권

<표 4> 2016년 추정치 변경 세부내역

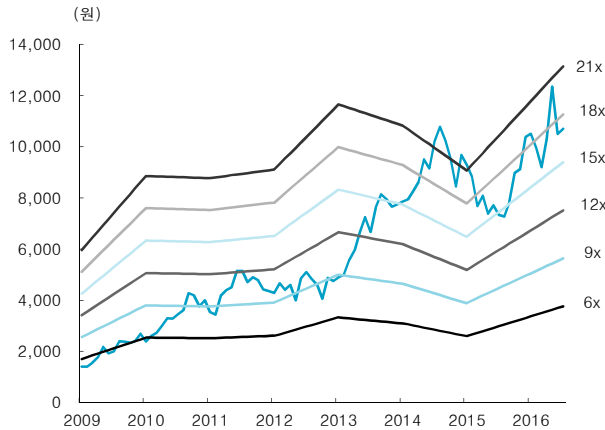
(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	한국	2,297	2,297	0.0
	중국	1,204	1,204	0.0
	미국	1,053	1,053	0.0
	유럽	2,633	2,633	0.0
	기타	652	652	0.0
OPM	한국	6.1%	6.1%	0.1
	중국	11.8%	11.8%	(0.0)
	미국	4.1%	4.8%	0.8
	유럽	-0.1%	-0.1%	0.0
	기타	4.8%	4.8%	0.0

주: 연결조정 이전 기준

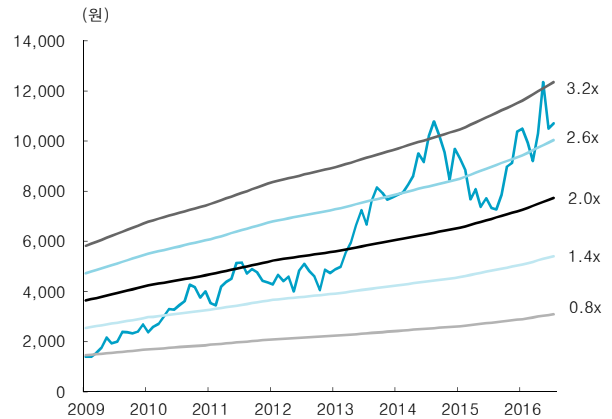
자료: 한국투자증권

[그림 4] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 5] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

<표 5> 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	1,375	1,393	1,329	1,461	1,428	1,519	1,459	1,550	5,558	5,957	6,406	6,943
영업이익	80	85	74	121	105	80	103	120	360	408	498	551
OPM	5.8%	6.1%	5.5%	8.3%	7.3%	5.3%	7.0%	7.7%	6.5%	6.8%	7.8%	7.9%
세전이익	81	93	71	100	104	87	110	127	346	429	518	571
순이익	57	62	42	70	69	62	78	91	231	300	369	407
YoY 매출액	0.2%	0.1%	4.6%	2.8%	3.8%	9.1%	9.8%	6.1%	1.9%	7.2%	7.5%	8.4%
YoY 영업이익	-13.4%	-21.5%	-1.1%	27.1%	30.8%	-5.7%	39.7%	-0.5%	-2.9%	13.5%	22.1%	10.5%
YoY 순이익	-20.7%	-29.4%	-23.1%	13.7%	20.0%	1.2%	84.8%	30.2%	-16.0%	29.6%	23.1%	10.3%
지역별 OPM												
한국	0.7%	1.2%	1.7%	4.8%	7.0%	6.2%	5.0%	6.0%	2.1%	6.1%	6.0%	6.0%
중국	10.4%	12.6%	10.4%	12.9%	11.8%	12.5%	10.5%	12.0%	11.6%	11.8%	11.5%	11.3%
미국	3.9%	3.6%	3.7%	2.8%	7.4%	4.0%	4.0%	4.0%	3.5%	4.8%	4.0%	4.0%
유럽	1.2%	0.1%	-1.1%	0.6%	-1.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	-0.1%	1.4%	2.0%
기타	2.7%	3.4%	5.6%	6.7%	5.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%	4.8%	4.5%	4.5%

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한온시스템은 차량 에어컨 및 히터 사업에서 얻은 노하우를 바탕으로 종합 열관리 전문업체로 진화하고 있다. 1999년에 비스테온이 만도로부터 지분 35%를 인수하면서 한라공조의 경영권을 갖게 됐다. 비스테온의 18개 자회사를 4,353억원에 인수하면서 2013년 2월에는 사명을 한라공조에서 한라비스테온공조로 변경했다. 2014년 11월에 사모펀드 한앤컴퍼니가 한국타이어와 함께 비스테온이 보유한 한라비스테온공조 지분을 각각 50%, 19.9% 인수해 2015년 7월 한온시스템으로 사명을 재변경했다. 2015년 고객별 매출 비중은 현대차그룹 41.8%, Ford 20.8%이고, 나머지는 Mazda, Chrysler, 중국 및 러시아 로컬 완성차업체다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,856	1,994	2,448	2,825	3,061
현금성자산	381	447	745	801	868
매출채권및기타채권	974	1,046	1,121	1,206	1,307
재고자산	372	382	410	441	477
비유동자산	1,384	1,466	1,623	1,852	2,087
투자자산	80	91	97	104	113
유형자산	1,053	1,093	1,223	1,422	1,620
무형자산	172	207	222	239	259
자산총계	3,240	3,459	4,071	4,676	5,148
유동부채	1,124	1,431	1,619	1,738	1,876
매입채무및기타채무	939	1,019	1,092	1,175	1,273
단기차입금및단기사채	123	335	435	465	495
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	446	229	444	661	700
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	278	69	273	477	501
부채총계	1,570	1,660	2,063	2,399	2,576
지배주주지분	1,619	1,745	1,936	2,186	2,458
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,697	1,830	2,022	2,272	2,544
비지배주주지분	51	55	71	92	114
자본총계	1,670	1,799	2,008	2,278	2,572

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	347	448	494	580	656
당기순이익	290	243	316	388	428
유형자산감가상각비	163	170	180	209	248
무형자산상각비	2	4	5	5	6
자산부채변동	(179)	(46)	(16)	(36)	(41)
기타	71	77	9	14	15
투자활동현금흐름	(282)	(256)	(370)	(619)	(486)
유형자산투자	(269)	(227)	(322)	(420)	(458)
유형자산매각	25	12	12	12	12
투자자산순증	2	(2)	7	7	7
무형자산순증	(5)	(39)	(20)	(22)	(26)
기타	(35)	0	(47)	(196)	(21)
재무활동현금흐름	(44)	(112)	174	96	(102)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	75	(4)	297	234	54
배당금지급	(119)	(108)	(104)	(107)	(117)
기타	0	0	(19)	(31)	(39)
기타현금흐름	14	(14)	0	0	0
현금의증가	34	66	297	56	67

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

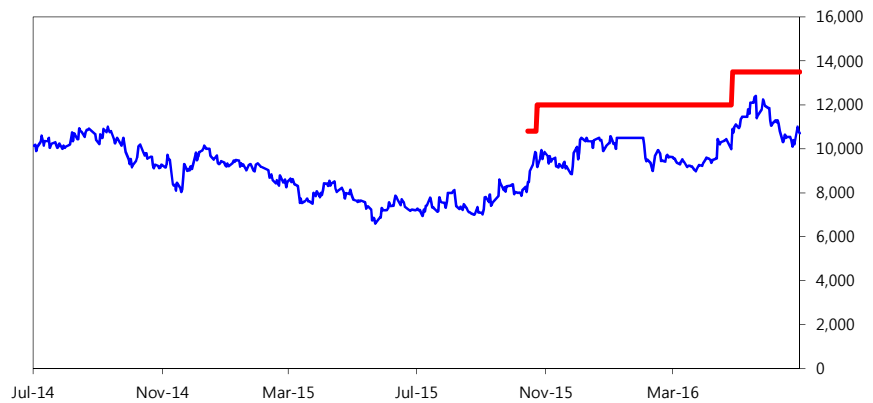
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	5,455	5,558	5,957	6,406	6,943
매출원가	4,546	4,697	5,013	5,325	6,392
매출총이익	909	861	944	1,081	551
판매관리비	538	502	536	583	0
영업이익	370	360	408	498	551
금융수익	7	10	13	18	21
이자수익	6	7	11	16	19
금융비용	20	26	24	33	38
이자비용	13	13	18	27	32
기타영업외손익	0	(10)	18	19	21
관계기업관련손익	13	13	14	15	16
세전계속사업이익	371	346	429	518	571
법인세비용	80	102	113	129	143
연결당기순이익	290	243	316	388	428
지배주주지분순이익	275	231	300	369	407
기타포괄이익	(47)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	244	243	315	388	428
지배주주지분포괄이익	228	230	298	367	405
EBITDA	536	533	593	713	804

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,579	2,159	561	691	762
BPS	15,160	16,342	3,627	4,095	4,604
DPS	970	970	200	220	250
성장성(%, YoY)					
매출증가율	5.1	1.9	7.2	7.5	8.4
영업이익증가율	1.9	(2.9)	13.5	22.1	10.5
순이익증가율	(7.1)	(16.3)	30.0	23.1	10.3
EPS증가율	(7.1)	(16.3)	(74.0)	23.1	10.3
EBITDA증가율	1.9	(0.4)	11.2	20.2	12.8
수익성(%)					
영업이익률	6.8	6.5	6.8	7.8	7.9
순이익률	5.0	4.1	5.0	5.8	5.9
EBITDA Margin	9.8	9.6	10.0	11.1	11.6
ROA	9.4	7.3	8.4	8.9	8.7
ROE	17.7	13.7	16.3	17.9	17.5
배당수익률	10.0	9.3	1.9	2.1	2.3
배당성향	37.6	44.9	35.6	31.8	32.8
안정성					
순차입금(십억원)	29	(49)	(97)	(147)	(185)
차입금/자본총계비율(%)	25.0	22.8	35.2	40.0	37.3
Valuation(X)					
PER	3.8	4.8	19.1	15.5	14.0
PBR	0.6	0.6	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.8	10.4	9.6	7.9	7.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한온시스템(018880)	2014.08.07	중립	-
	2015.05.11	비중축소	-
	2015.10.28	매수	10,800 원
	2015.11.06	매수	12,000 원
	2016.05.10	매수	13,500 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 7월 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 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※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 결정에 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.