



Buy(Maintain)

목표주가: 14,000원

주가(5/15): 9,500원

시가총액: 50,711억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com



Stock Data

KOSPI (5/15)	2,290.65pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	13,350 원
등락률	-28.84%
수익률	절대 상대
1W	8.3%
1M	-3.6%
1Y	-14.4%
	1.0%
	-17.2%
	-26.5%

Company Data

발행주식수	533,800천주
일평균 거래량(3M)	1,176천주
외국인 지분율	19.8%
배당수익률(17E)	2.3%
BPS(17E)	3,889원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 국민연금공단
	70.0% 5.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	55,581	57,037	57,962	63,888
영업이익	3,596	4,225	4,902	5,550
EBITDA	5,334	6,087	6,543	7,062
세전이익	3,457	4,157	4,823	5,798
순이익	2,434	3,038	3,704	4,679
지배주주지분순이익	2,305	2,921	3,646	4,632
EPS(원)	432	547	683	868
증감률(%YoY)	-16.3	26.7	24.8	27.0
PER(배)	24.0	18.8	13.9	10.9
PBR(배)	3.2	3.0	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	10.9	9.7	8.4	7.2
영업이익률(%)	6.5	7.4	8.5	8.7
순이익률(%)	4.4	5.3	6.4	7.3
ROE(%)	14.0	16.5	18.4	20.3
순부채비율(%)	-3.3	10.6	-5.0	-19.8

Price Trend



1Q17 Review

한온시스템 (018880)

유럽의 텐어라운드 가시화



1Q17 영업이익은 21.3% yoy 증가한 1,272억원으로 시장예상 1,052억원, 당사추정 1,027억원을 크게 상회하며 분기 최대실적을 기록했습니다. 中 부진에도 비용 절감을 통한 구조조정 효과가 유럽지역을 중심으로 빠르게 수익성이 회복된 점이 실적 개선에 긍정적이었습니다. 단기 중국 부진에 따른 손익 악화에도 이를 만회해주는 요인 확인됨에 따라 한온시스템 주가는 추가 상승 가능할 것으로 전망합니다.

>>> 1Q17 영업이익 1,272억원으로 시장 예상치 21% 상회

① **1Q17 실적:** 영업이익 1,272억원(+21.3% yoy) 기록해 컨센서스 21% 상회

- 매출액 1.45조원(+1.5% yoy, -3.5% qoq), 영업이익 1,272억원(+21.3% yoy, +9.6% qoq, OPM 8.8%), 지배순이익 714억원(+4.2% yoy, -24.5% qoq)
- 영업이익 기준 컨센서스 1,052억원(OPM 7.4%), 당사 예상치 1,027억원 (OPM 7.1%)을 각각 20.8%, 23.8% 상회

② **Key Takeaways:** 중국 매출 감소에도 유럽 텐어라운드 가시화 영향

- **중국 부진:** 중국/국내/기타 포함한 아시아 매출액은 -1.0% yoy 감소(중국 매출액은 -20% 이상 yoy 감소 추정). 그럼에도 아시아 OPM은 6.7%로 감소 폭 -1.5%p yoy 제한적(중국 OPM 10% 초반대 회복 추정)
- **유럽 텐어라운드:** 비용분배의 회계기준 변경으로 유럽 수익성이 급등(기존기준 적용 OPM은 3.4% 추정) OPM 전년동기 -1.8%, 전년분기 최고기록 3.2%를 초과하는 실적. 구조조정효과 가시화로 변경된 기준 OPM 5~6%대 회복 기대
- **영업외 일회성 비용/ 배당정책:** 인도 비스테온 전장사업부 재매각 평가차손으로 영업외 손익 일회적 악화. 분기 배당은 75원/분기로 기존대비 50% 증가

>>> 유럽과 신규 수주, 다가올 중국 부진을 이겨내는 방법

① **유럽 텐어라운드:** 수익성 레벨 상향 전망의 중요한 단서

- **비용 절감효과:** 과거 수익성 부진 요인인 판관비 과대 지급 해소(4Q16~)
- **구조조정 효과:** 인건비 등 고정비 감소에 대한 효과가 지속적일 전망

② **신규 수주:** 중국 현대차/포드향 매출액 단기 감소 vs. 이어지는 수주 Flow

- **단기 매출 감소 vs. 수익성 방어:** 단기 현대차그룹 사드 영향으로 매출 감소 되는 가운데 포드 판매 또한 방어에 부족. 단, 수익성은 매출 감소대비 비교적 선방(1Q17 매출액 20% 감소에도 OPM 10% 초반대 추정)
- **수주 Flow:** 주요 고객인 현대차그룹향 매출 부진에도 불구하고 한온시스템 수주 Flow는 사드 이슈에 빗겨 있는 것으로 확인

>>> 텐어라운드 주요 요인인 유럽 회복 확인, 투자의견 BUY 유지

① **투자의견 Buy, 목표가 14,000원 유지.** 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균과 유럽 텐어라운드 효과 극대화 되는 2018년 EPS 적용에 근거

② **주가 전망:** Conventional 부품의 중국 단가 압력 가능성으로 4Q16 단기 적정마진 하향조정 했으나, 기대했던 유럽 텐어라운드 효과가 예상보다 빠르게 진행. 차세대 컴프레서로 전환되며 시차 두고 수익성 개선 기대하는 기준 전망 유지. 장기적으로 신규고객 점유율 확대로 성장성 고려 시 매수 접근 유효

한온시스템 1Q17 Review: 영업이익은 1,272억원을 기록해 컨센서스 20.8% 상회 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17P	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	키움 전망치	% Diff
매출액	1,428.1	1,501.7	1,449.0	1.5	(3.5)	1,415.1	2.4	1,447.9	0.1
영업이익	104.8	116.0	127.2	21.3	9.6	105.2	20.8	102.7	23.8
세전이익	104.2	121.6	103.2	(0.9)	(15.1)	103.8	(0.6)	107.9	(4.3)
지배순이익	68.5	94.6	71.4	4.2	(24.5)	74.5	(4.2)	78.8	(9.4)
영업이익률	7.3	7.7	8.8	1.4	1.0	7.4	1.3	7.1	1.7
세전이익률	7.3	8.1	7.1	(0.2)	(1.0)	7.3	(0.2)	7.4	(0.3)
지배순이익률	4.8	6.3	4.9	0.1	(1.4)	5.3	(0.3)	5.4	(0.5)

자료: 한온시스템, FnGuide, 키움증권

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전 2017E	수정 후 2017E	수정 전 2018E	수정 후 2018E	변경률 2017E	2018E
매출액	5,894.5	6,406.8	5,796.2	6,388.8	(1.7)	(0.3)
영업이익	447.2	544.2	490.2	555.0	9.6	2.0
영업이익률(%)	7.6	8.5	8.5	8.7	0.9	0.2
EBITDA	611.3	695.5	654.3	706.2	7.0	1.5
EBITDA 이익률(%)	10.4	10.9	11.3	11.1	0.9	0.2
순이익	356.4	456.2	370.4	467.9	3.9	2.6

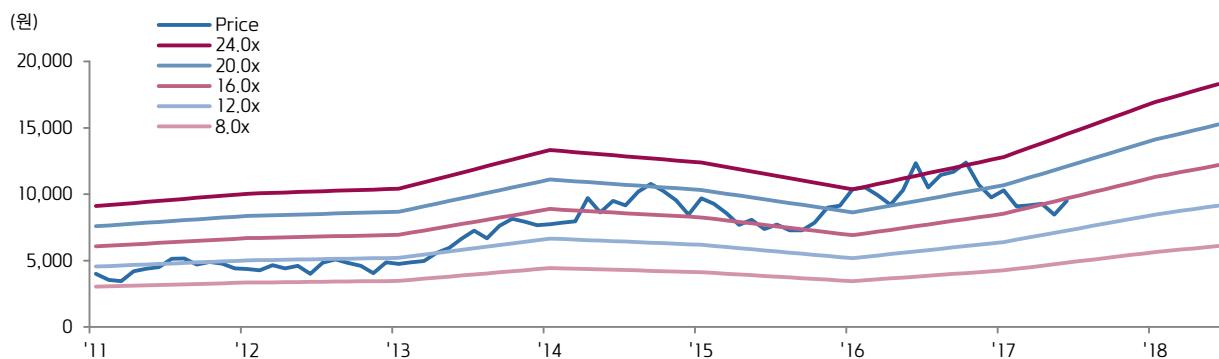
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 목표주가 산출 내역

목표 PER	16.4	배	(a), 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균
적용 EPS	868	원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	14,000	원	(a) x (b), 목표주가 유지
전일 종가	9,500	원	2017년 5월 15일 종가
주가상승여력	47.4	%	2017년 5월 15일 종가대비
투자의견	BUY		투자의견 유지

자료: 키움증권

한온시스템 PER Band



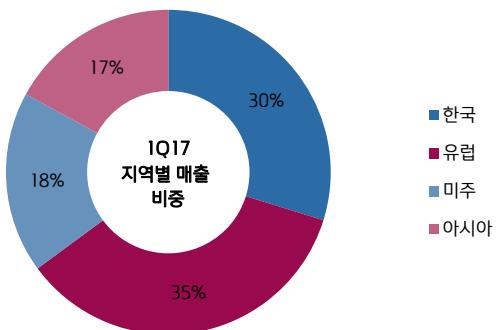
자료: Bloomberg, 키움증권

한온시스템 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,501.7	1,449.0	1,451.1	1,339.6	1,556.4	5,796.2	6,388.8	6,891.0
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,096.3	1,013.2	1,008.2	973.6	1,129.8	4,124.8	4,391.6	4,574.4
>미주	252.3	276.1	269.7	253.0	278.6	289.9	288.6	273.2	1,130.4	1,209.5	1,294.2
>유럽	656.2	678.0	512.7	650.0	670.6	705.2	590.6	700.7	2,667.1	2,913.9	3,148.5
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(497.6)	(513.4)	(552.2)	(513.2)	(547.3)	(2,126.2)	(2,126.2)	(2,126.2)
영업이익	104.8	95.0	106.7	116.0	127.2	119.5	106.1	137.5	490.2	555.0	603.8
세전이익	104.2	88.1	101.8	121.6	103.2	124.9	110.8	143.4	482.3	579.8	631.9
순이익	72.3	63.9	73.6	93.9	74.2	91.3	81.0	124.0	370.4	467.9	520.0
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	8.2	7.9	8.8	8.5	8.7	8.8
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	8.6	8.3	9.2	8.3	9.1	9.2
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	6.3	6.0	8.0	6.4	7.3	7.5
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	2.8	1.5	(2.7)	4.4	3.6	1.6	10.2	7.9
>아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	(1.0)	(2.9)	0.7	3.1	(0.0)	6.5	4.2
>미주	4.5	13.8	5.1	8.6	10.4	5.0	7.0	8.0	7.5	7.0	7.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	10.6	2.2	4.0	15.2	7.8	6.8	9.3	8.1
>조정	12.6	12.3	1.8	11.0	1.8	10.0	10.0	10.0	7.9	0.0	0.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	(3.8)	21.3	25.8	(0.6)	18.5	16.0	13.2	8.8
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	21.4	(0.9)	41.8	8.8	17.9	16.0	20.2	9.0
순이익	19.6	(1.8)	63.1	29.2	2.6	42.8	10.0	32.0	21.9	26.3	11.1
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.0	(3.5)	0.1	(7.7)	16.2			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	13.3	(7.6)	(0.5)	(3.4)	16.0			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(6.2)	10.1	4.1	(0.5)	(5.3)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	26.8	3.2	5.1	(16.2)	18.6			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	6.6	3.2	7.6	(7.1)	6.6			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	8.8	9.6	(6.0)	(11.3)	29.6			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	19.4	(15.1)	21.0	(11.3)	29.4			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	27.6	(21.0)	23.0	(11.3)	53.1			

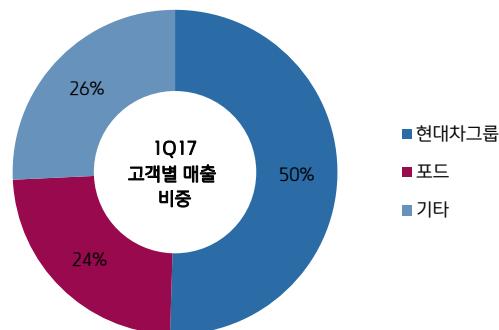
자료: 한온시스템, 키움증권 추정

한온시스템 지역별 매출비중 (2016)



자료: 한온시스템, 키움증권

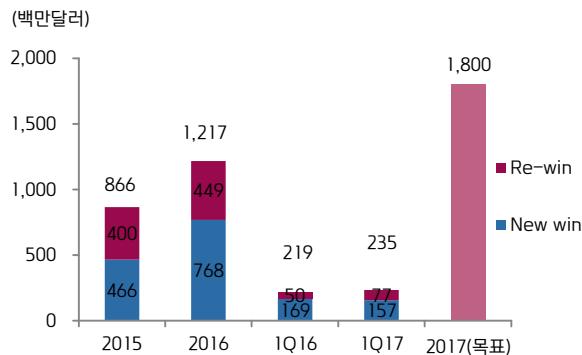
한온시스템 고객별 매출비중 (2016)



자료: 한온시스템, 키움증권

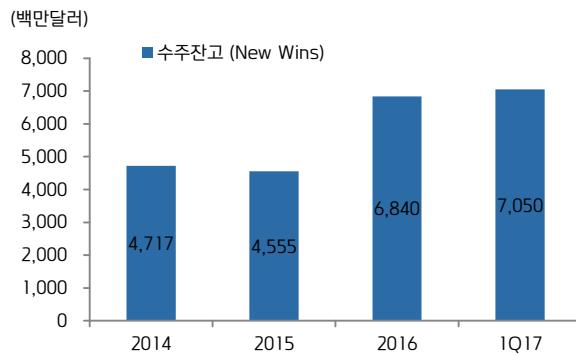
한온시스템 신규수주 현황:

신규수주 중 친환경차 37%, HMG/Ford 외 76%



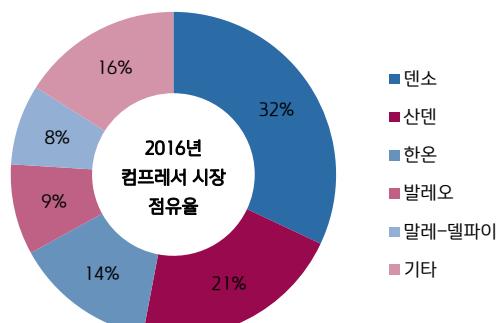
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 수주잔고(New-wins) 현황



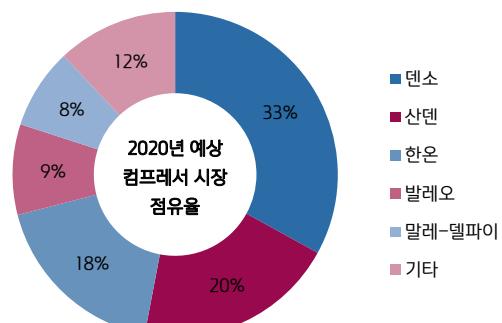
자료: 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율(2016년)



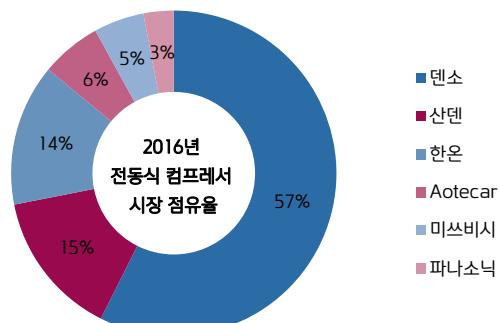
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율(2020년 예상)



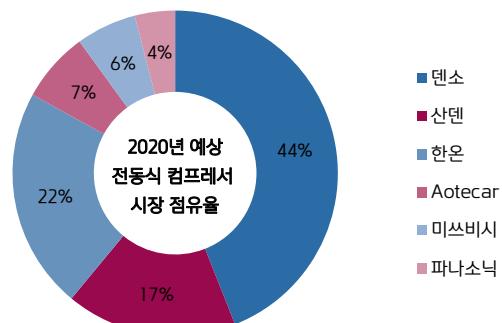
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2016년)



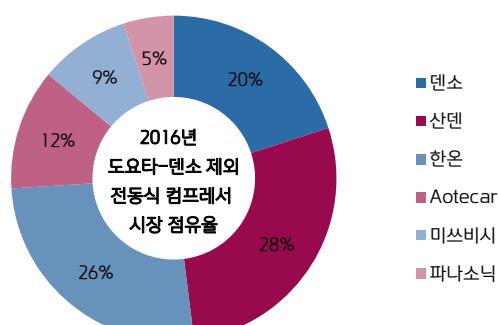
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2020년 예상)



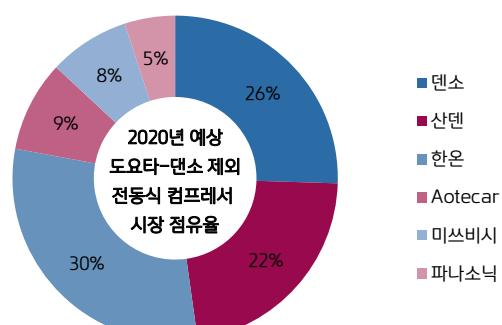
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2016년, 도요타-덴소외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2020년 예상, 도요타-덴소외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	57,962	63,888	68,910
매출원가	46,970	48,048	47,986	52,746	56,858
매출총이익	8,611	8,989	9,975	11,142	12,052
판매비및일반관리비	5,015	4,763	5,073	5,592	6,013
영업이익	3,596	4,225	4,902	5,550	6,038
영업이익률(%)	6.5%	7.4%	8.5%	8.7%	8.8%
영업외손익	-139	-69	-79	248	280
이자수익	73	56	53	57	62
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	901	1,157	1,352	1,624	1,860
이자비용	135	209	145	131	116
외환손실	1,007	1,188	1,310	1,547	1,765
관계기업지분법손익	126	90	99	109	118
투자및기타자산처분손익	-16	-5	-3	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	-99	16	-5	-4	-2
기타	19	15	-120	141	124
법인세차감전이익	3,457	4,157	4,823	5,798	6,319
법인세비용	1,023	1,119	1,119	1,119	1,119
유효법인세율 (%)	29.6%	26.9%	23.2%	19.3%	17.7%
당기순이익	2,434	3,038	3,704	4,679	5,200
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,646	4,632	5,148
EBITDA	5,334	6,087	6,543	7,062	7,429
현금순이익(Cash Earnings)	4,173	4,899	5,345	6,191	6,590
수정당기순이익	2,515	3,030	3,710	4,682	5,201
증감율(% YoY)					
매출액	1.9	2.6	1.6	10.2	7.9
영업이익	-2.9	17.5	16.0	13.2	8.8
법인세차감전이익	-6.8	20.2	16.0	20.2	9.0
당기순이익	-16.2	24.8	21.9	26.3	11.1
지배주주지분 당기순이익	-16.3	26.7	24.8	27.0	11.1
EBITDA	-0.4	14.1	7.5	7.9	5.2
EPS	-16.3	26.7	24.8	27.0	11.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,475	3,892	5,518	5,591	6,071
당기순이익	2,434	3,038	3,704	4,679	5,200
감가상각비	1,698	1,758	1,530	1,331	1,158
무형자산상각비	41	104	111	181	232
외환손익	64	-76	-42	-77	-95
자산처분손익	170	104	3	1	0
지분법손익	-126	-90	-99	-109	-118
영업활동자산부채 증감	-596	-2,049	-87	-557	-472
기타	790	1,103	397	141	165
투자활동현금흐름	-2,559	-4,519	-1,056	-1,011	-2,889
투자자산의 처분	-40	-147	-7	-26	-22
유형자산의 처분	116	192	0	0	0
유형자산의 취득	-2,269	-2,497	0	0	-2,147
무형자산의 처분	-390	-851	-1,013	-829	-530
기타	24	-1,238	-37	-156	-190
재무활동현금흐름	-1,118	483	-1,420	-1,400	-1,502
단기차입금의 증가	-28	-469	-336	-371	-400
장기차입금의 증가	-11	2,948	-214	-236	-254
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,281	-1,388
기타	0	37	331	487	540
현금및현금성자산의순증가	658	-220	3,041	3,180	1,680
기초현금및현금성자산	3,813	4,471	4,252	7,293	10,473
기말현금및현금성자산	4,471	4,252	7,293	10,473	12,153
Gross Cash Flow	5,072	5,941	5,605	6,148	6,543
Op Free Cash Flow	1,015	-448	4,257	4,333	2,818

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	24,533	29,506	32,704
현금및현금성자산	4,471	4,252	6,995	10,174	11,854
유동금융자산	128	203	207	228	246
매출채권및유동채권	11,514	11,862	12,054	13,287	14,331
재고자산	3,822	4,297	4,367	4,813	5,192
기타유동비금융자산	0	896	910	1,003	1,082
비유동자산	14,658	17,088	16,540	16,076	17,618
장기매출채권및기타비유동채권	116	146	149	164	177
투자자산	906	987	1,028	1,077	1,129
유형자산	10,927	11,781	10,252	8,920	9,909
무형자산	2,074	3,503	4,405	5,052	5,351
기타비유동자산	636	670	707	863	1,052
자산총계	34,594	38,597	41,073	45,582	50,322
유동부채	14,309	14,634	14,486	15,320	15,942
매입채무및기타유동채무	10,320	10,435	10,604	11,689	12,607
단기차입금	3,365	3,034	2,698	2,327	1,927
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	624	1,165	1,184	1,305	1,408
비유동부채	2,290	5,114	5,235	5,512	5,819
장기매입채무및비유동채무	258	240	244	269	290
사채및장기차입금	646	3,428	3,214	2,979	2,725
기타비유동부채	1,386	1,446	1,777	2,264	2,804
부채총계	16,599	19,748	19,721	20,832	21,761
자본금	534	534	534	534	534
주식발행초과금	481	481	481	481	481
이익잉여금	18,296	19,366	21,848	25,234	29,028
기타자본	-1,864	-2,104	-2,104	-2,104	-2,104
지배주주지분자본총계	17,447	18,276	20,757	24,144	27,938
비지배주주지분자본총계	547	573	595	606	624
자본총계	17,994	18,849	21,352	24,750	28,561
순차입금	-588	2,007	-1,290	-5,097	-7,448
총차입금	4,011	6,462	5,912	5,306	4,651

투자지표

(단위: 원, 배, %)

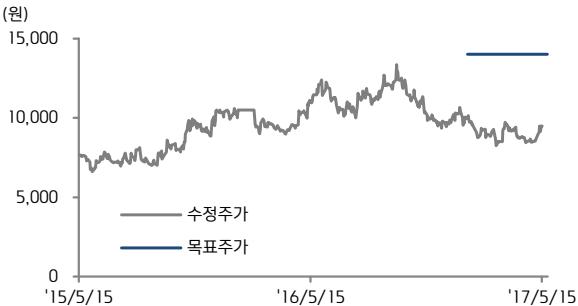
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	432	547	683	868	964
BPS	3,268	3,424	3,889	4,523	5,234
주당EBITDA	999	1,140	1,226	1,323	1,392
CFPS	782	918	1,001	1,160	1,235
DPS	970	225	240	260	270
주가배수(배)					
PER	24.0	18.8	13.9	10.9	9.9
PBR	3.2	3.0	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.9	9.7	8.3	7.1	6.5
PCFR	13.3	11.2	9.5	8.2	7.7
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	8.5	8.7	8.8
순이익률	4.4	5.3	6.4	7.3	7.5
EBITDA margin	9.6	10.7	11.3	11.1	10.8
총자산이익률(ROA)	7.3	8.3	9.3	10.8	10.8
자기자본이익률(ROE)	14.0	16.5	18.4	20.3	19.5
투하자본이익률(ROIC)	16.4	18.0	20.3	23.4	24.4
안정성(%)					
부채비율	92.2	104.8	92.4	84.2	76.2
순차입금비율	-3.3	10.6	-6.0	-20.6	-26.1
이자보상배율(배)	26.7	20.3	33.8	42.3	52.0
활동성(배)					
매출채권회전율	4.9	4.9	4.8	5.0	5.0
재고자산회전율	14.7	14.0	13.4	13.9	13.8
매입채무회전율	5.6	5.5	5.5	5.7	5.7

- 당사는 5월 15일 현재 '한온시스템 (018880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한온시스템 (018880)	2017/01/17	Buy(Initiate)	14,000원
	2017/02/15	Buy(Maintain)	14,000원
	2017/04/11	Buy(Maintain)	14,000원
	2017/04/19	Buy(Maintain)	14,000원
	2017/05/16	Buy(Maintain)	14,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Buy(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%