



Buy(Maintain)

목표주가: 16,000원 (상향)

주가(9/22): 12,150원

시가총액: 64,857억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/22)		2,388.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	13,350 원	8,250 원
등락율	-8.99%	47.27%
수익률	절대	상대
1W	4.3%	3.3%
1M	28.8%	17.0%
1Y	-0.8%	-14.9%

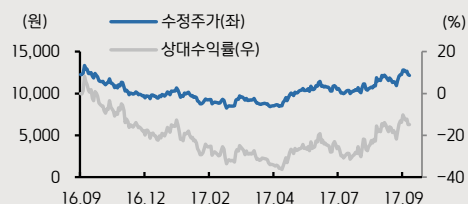
Company Data

발행주식수	533,800천주
일평균 거래량(3M)	1,516천주
외국인 지분율	19.3%
배당수익률(17E)	2.1%
BPS(17E)	3,778원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 70.0%
	국민연금공단 5.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	55,581	57,037	56,143	64,071
영업이익	3,596	4,225	4,452	5,448
EBITDA	5,334	6,087	6,092	6,960
세전이익	3,457	4,157	4,243	5,638
순이익	2,434	3,038	3,124	4,519
지배주주지분순이익	2,305	2,921	3,058	4,474
EPS(원)	432	547	573	838
증감율(%YoY)	-16.3	26.7	4.7	46.3
PER(배)	24.0	18.8	21.2	14.5
PBR(배)	3.2	3.0	3.2	2.8
EV/EBITDA(배)	10.9	9.7	9.1	7.3
영업이익률(%)	6.5	7.4	7.9	8.5
순이익률(%)	4.4	5.3	5.6	7.1
ROE(%)	14.0	16.5	15.8	20.1
순채비율(%)	-3.3	10.6	-4.1	-18.5

Price Trend



한온시스템 (018880)

유럽 전동화 전략 강화의 최대 수혜주



3Q17 영업이익은 10.2% yoy 감소한 958억원으로 시장예상 1,020억원에 6.1% 하회하나, 전년동기 80억원 일회성 환입, 中 부진 감안 시 양호한 실적으로 판단합니다. 지속 중인 유럽 턴어라운드, 3Q17 시작된 美 EV 본격 납품으로 전동 컴프레서 라인이 Full-Capa로 돌아가는 점은 실적 모멘텀을 지속시킬 전망입니다. 경쟁사 대비 우위의 기술력과 대응력 통해 향후 유럽 OE 중심으로 더욱 확대될 부품 수주 흐름이 기대됩니다.

>>> Update: 글로벌 OE의 전동화 전략 강화로 명확해진 투자포인트

① 친환경차 공조 부품사, 유럽 OEM 급진적 전동화 전략의 최대 수혜

- VW, 다임러 등 2017년 프랑프루트모터쇼에서 자사 전동화 전략을 기존대비 공격적 상향. 모든 차종에 전동화 라인업 추가 계획. 유럽(영국, 프랑스) 내 연비규제 강화와 2020~40년 내연기관판매금지정책, 중국내 친환경차 의무판매 엄두한 전략.

- 유럽 EV플랫폼 발주 OE는 기존 내연기관과 달리 성공적 수주/생산경험업체 선호. 선두고객사 납품경험있는 시스템업체(덴소, 한온시스템) 수주확대. Mahle, Valeo는 유럽사임에도 경험 부족, Denso는 Toyota 자회사라 보안이슈로 독립업체 선호

② 한온시스템, 전동화 시대로의 헤게모니 변화에 독보적 기술 경쟁력 보유

- 한온시스템은 1위 덴소대비 다양한 고객대응 경험과 독립부품사로 전략변화에 유연한 대응 가능. 2~5위권 Valeo, Mahle, 칼소닉칸세이 등은 전동식 대응 제한적이고, 발주경험 없어(Valeo 3Q16 첫수주) 기반형성기인 이 시장에서 기계식대비 열위

- 중국업체는 1) 가변컴프레서 등 기술평가지표에 도달못해 기술격차 10년 이상, 2) 주요고객인 중국로컬사가 확대할 친환경차의 전동 컴프레서 기술없어 수주 제한적

- 韓 한온시스템, 日 산덴 전동 컴프레서 높은 기술력과 대응능력 보유. 한온시스템은 변화될 전동화 전략에 기술적 우위로 수혜가 클 것으로 기대되는 근거

>>> 3Q17 영업이익 958억원으로 중국 부진에도 양호한 실적 전망

① 3Q17 실적: 영업이익 958억원(-10.2% yoy) 기록해 컨센서스 6.1% 하회 전망

- 매출액 1.29조원(+0.9% yoy, -5.8% qoq), 영업이익 958억원(-10.2% yoy, -6.8% qoq, OPM 7.5%), 순이익 723억원(+4.9% yoy, +7.7% qoq)

- 영업이익 기준 컨센서스 1,020억원(OPM 7.8%) 대비 6.1% 하회

② Key Takeaways: 중국 부진에도 전년동기 일회성 이익 감안 시 양호한 실적

- 중국 부진에도 수익성 방어: 중국 부진에도 유럽 회복 지속하며 수익성 방어. 美 EV 향 전동 컴프레서 풀가동으로 국내 고정비 부담 완화. 중국 회복이 예상보다 더디고 전년동기 80억원 규모 일회성 이익(인건비 환입)으로 역기지 감안 시 양호

- 2Q17 유럽 OE 대규모 플랫폼 수주, 이 중 75% 전동 컴프레서. EV 수주 중 후속 발주(배터리 칠러 등)로 고객사 신규 EV 확대 국면에서 침투율 높여 긍정적

>>> 목표가 상향, EV 매출 본격화되는 2019년 이후 실적개선 탄력적

① 투자 의견 Buy 유지, 목표가 16,000원으로 14.3% 상향. 목표 PER 16.4배(글로벌공조사 평균 13.5배과 과거 3년 평균)와 EV 매출 확대기 2019년 EPS 적용에 근거

② 주가 전망: 유럽 회복과 국내 EV향 매출 가속화로 중국부진에 대한 전사 실적방어 유효. 친환경차 성장 사이클이 당초 예상보다 빨라지고 있어, 수주잔고 증가와 수주가 매출로 연결되는 2019년 이후 실적은 예상보다 탄력적일 전망. 친환경차 관련 부품업체 중 가장 실적 개선속도와 주가 상승여력이 높음

한온시스템 3Q17 Preview: 영업이익은 958억원을 기록해 컨센서스 6.1% 하회 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17E	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,283.1	1,373.3	1,294.2	0.9	(5.8)	1,298.9	(0.4)
영업이익	106.7	102.7	95.8	(10.2)	(6.8)	102.0	(6.1)
세전이익	101.8	98.4	99.0	(2.8)	0.6	102.3	(3.3)
지배순이익	69.0	67.2	72.3	4.9	7.7	72.4	(0.1)
영업이익률	8.3	7.5	7.4	(0.9)	(0.1)	7.8	(0.5)
세전이익률	7.9	7.2	7.6	(0.3)	0.5	7.9	(0.2)
지배순이익률	5.4	4.9	5.6	0.2	0.7	5.6	0.0

자료: 한온시스템, FnGuide, 키움증권

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,701.2	6,421.8	5,614.3	6,407.1	(1.5)	(0.2)
영업이익	466.2	549.4	445.2	544.8	(4.5)	(0.8)
영업이익률(%)	8.2	8.6	7.9	8.5	(0.2)	(0.1)
EBITDA	630.3	700.6	609.2	696.0	(3.3)	(0.7)
EBITDA 이익률(%)	11.1	10.9	10.9	10.9	(0.2)	(0.0)
순이익	334.0	456.6	312.4	451.9	(6.5)	(1.0)

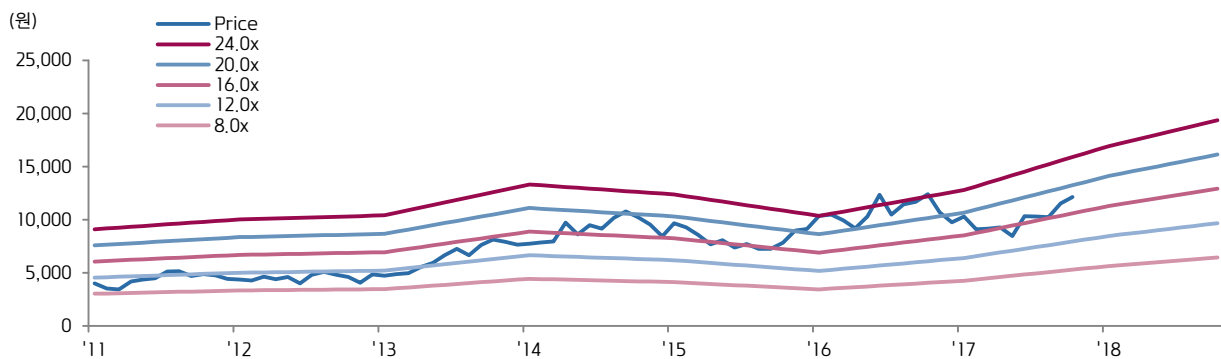
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 목표주가 산출 내역

목표 PER	16.4 배	(a), 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균
적용 EPS	944 원	(b), 2019년 예상 EPS
목표 주가	16,000 원	(a) x (b), 목표주가 상향(기존 14,000원, 14.3% 변경)
전일 종가	12,150 원	2017년 9월 24일 종가
주가상승여력	31.7 %	2017년 9월 24일 종가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 유지

자료: 키움증권

한온시스템 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

한온시스템 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,501.7	1,449.0	1,373.3	1,294.2	1,497.9	5,614.3	6,407.1	6,917.1
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,096.3	1,013.2	957.9	928.2	1,071.3	3,970.5	4,480.2	4,768.3
>미주	252.3	276.1	269.7	253.0	278.6	287.5	288.6	273.2	1,128.0	1,212.6	1,248.9
>유럽	656.2	678.0	512.7	650.0	670.6	629.5	590.6	700.7	2,591.4	2,831.4	3,059.2
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(497.6)	(513.4)	(501.6)	(513.2)	(547.3)	(2,075.5)	(2,117.1)	(2,159.4)
영업이익	104.8	95.0	106.7	116.0	127.2	102.7	95.8	119.5	445.2	544.8	598.2
세전이익	104.2	88.1	101.8	121.6	103.2	98.4	99.0	123.7	424.3	563.8	620.9
순이익	72.3	63.9	73.6	93.9	74.2	69.3	72.3	96.6	312.4	451.9	509.0
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	7.4	8.0	7.9	8.5	8.6
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	7.2	7.6	8.3	7.6	8.8	9.0
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	5.0	5.6	6.4	5.6	7.1	7.4
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	2.8	1.5	(7.9)	0.9	(0.3)	(1.6)	14.1	8.0
>아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	(1.0)	(7.8)	(4.0)	(2.3)	(3.8)	12.8	6.4
>미주	4.5	13.8	5.1	8.6	10.4	4.1	7.0	8.0	7.3	7.5	3.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	10.6	2.2	(7.2)	15.2	7.8	3.8	9.3	8.0
>조정	12.6	12.3	1.8	11.0	1.8	(0.1)	10.0	10.0	5.3	2.0	2.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	(3.8)	21.3	8.1	(10.2)	3.0	5.4	22.4	9.8
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	21.4	(0.9)	11.7	(2.8)	1.7	2.1	32.9	10.1
순이익	19.6	(1.8)	63.1	29.2	2.6	8.4	(1.7)	2.9	2.9	44.6	12.6
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.0	(3.5)	(5.2)	(5.8)	15.7			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	13.3	(7.6)	(5.5)	(3.1)	15.4			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(6.2)	10.1	3.2	0.4	(5.3)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	26.8	3.2	(6.1)	(6.2)	18.6			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	6.6	3.2	(2.3)	2.3	6.6			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	8.8	9.6	(19.2)	(6.8)	24.8			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	19.4	(15.1)	(4.6)	0.6	25.0			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	27.6	(21.0)	(6.6)	4.4	33.5			

자료: 한온시스템, 키움증권 추정

한온시스템 글로벌 생산 거점



자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 컴프레서 생산현황 (글로벌 5개 생산거점 운영)

공장 입지	한국 평택	중국 대련(Dalian)	포르투갈 파멜라(Palmela)	헝가리 알바(Alba)	인도 첸나이(Chennai)	글로벌 총계
가변사판식	3.5M	1.9M	1.5M	1.4M	-	8.4M
고정사판식	2.4M	0.9M	-	-	1.2M	4.5M
전동식	0.6M	-	0.33M	-	-	0.8M
총 생산능력	6.5M	2.8M	1.83M	1.4M	1.2M	13.7M
비고	-	고정식 이전 진행 중 전동식 확장 예정	-	-	고정식 중국에서 이전	-

자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 제조공정의 강점

자동화	-고도의 공정 자동화율 (97~100%) -자동 물류창고 운영 -공정별 자동 검사 시스템	생산	-다품종 대량생산체제 (Mass Customization) -글로벌 생산기술 거점 (선진기술 표준화 및 해외공장 수평전개)	품질	-주요제품 특성 100% 검사 (성능, 소음, 기밀시험 등) -연구시험장비 및 정밀측정실 운용 (국가 검교정인증 기관)
-----	---	----	---	----	---

자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 주요제품

	HS series	RS series	VS series	ES series
컴프레서				
- 에어컨 장치 핵심 부품	- 한온시스템의 첫 양산 모델	- 회전 흡입 컴프레서	- 가변 사판식	- 전기차 및 하이브리드 전용
- 엔진 동력으로 작동	- 고정 사판식	- 고정 사판식으로 중앙샤프트를 이용 냉매를 흡입	- 부하변동에 따라 냉매량 조절 가능	- E-컴프레서
- 냉매 흡입-압축-순환과정 반복	- 일정한 압축비, 냉매 토출량 유지	- 기존 흡입밸브에 비해 낮은 흡입 손실률로 연비 향상	- 적정 압축량 조절로 연비 향상	- 전기모터로 구동, 효율적인 스크롤
- 증발기 발생한 저온저압 가스	- 클러치 온오프 기능으로 냉방 부하	- 진동저감 소음, 진동 개선	- 전자식 제어 장치는 운전 상태와 독립적으로 기능, 실내온도 유지	- 독립 작동되어 차량 내 냉방 유지
- 냉매 압축해 고온고압 가스로 조절	- 전환시켜 응축기로 전달			- 컴팩트사이즈, 플랫폼 최소화
기술특징	고정사판식 양산: 1991년 특징: 저가형	로터리식선 고정사판식 양산: 2008년 특징: 성능향상	가변사판식 양산: 2004년 특징: 연비개선	스크롤 방식 양산: 2010년 특징: 전기모터구동
주요고객	포드 / 마쯔다	마쯔다 / 포드 / 크라이슬러	현대차 / 기아차	현대차 / 기아차 / CA·OEM
평택공장 Capa.(6.5M/Year)	0.1M	2.3M	3.5M	0.6M

자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 평택공장 현황

준공	1991년 10월	조립라인	가변식(4), 고정식(3), 전동(1), 클러치(6)
면적	65,000m ² (700,000 ft ²)	가공라인	
종업원	661명	-가변식	Piston(3), Swash Plate PTFE Coating(1)
-관리직	161명	-고정식	Piston(2), Swash Plate(3), Shaft(5), Castings(1)
-생산직	500명	-전동	Scroll(1)

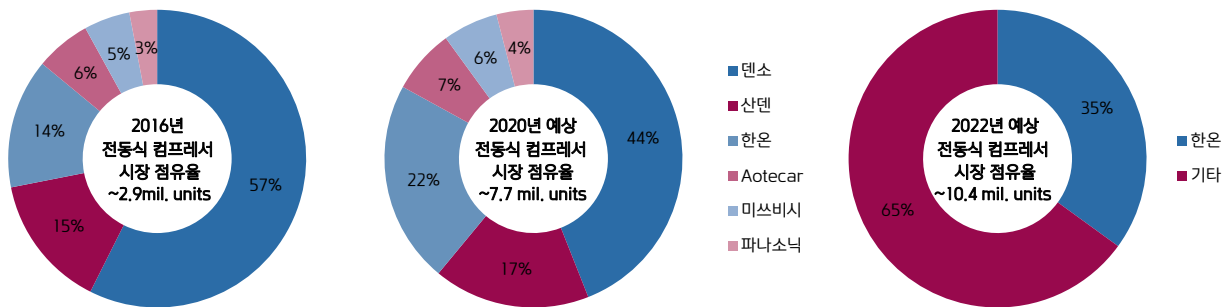
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 공장 연혁

1986년	1991년	1992년	1993년	2004년	2008년	2010년	2014년	2016년
HCC설립 포드-만도 합작	컴프레서 공장 준공	고정사판식 컴프레서 수출(포드)	엑셀/엘렌트라 컴프레서 양산	가변사판식 컴프레서 양산	RS 컴프레서 양산	전동 컴프레서 양산	전동 컴프레서 CA·OEM수출	HV 컴프레서 양산

자료: 한온시스템, 키움증권

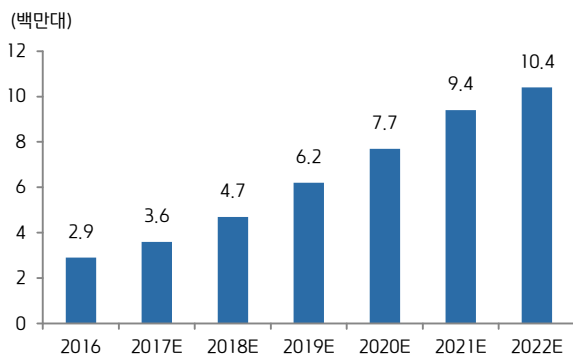
전동컴프레서 시장 점유율(2016년-2020년-2022년)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 전망:

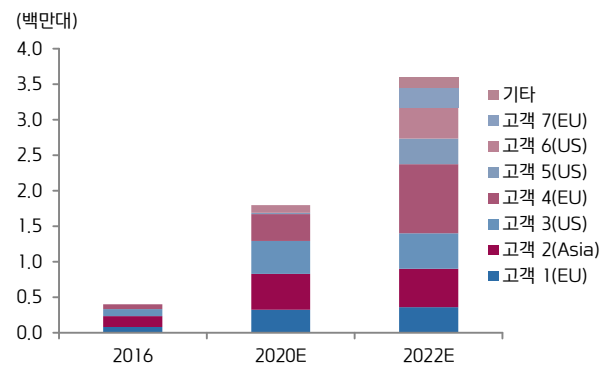
~2020년 성장기반(검증기간), 2020년 이후 1차 성장기 검증 받은 소수 (상위 3개사) 성장 독식 전망



자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 전동컴프레서 고객별 볼륨 전망(수주기반):

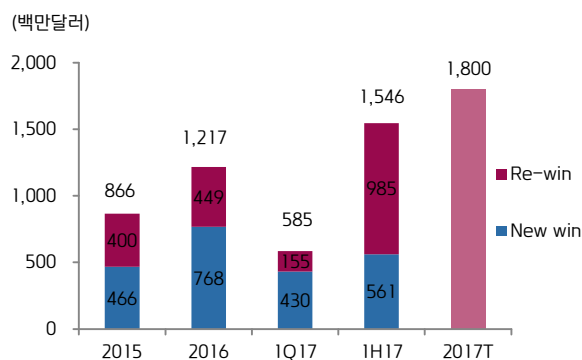
다양한 고객 통한 검증으로 성장기 수주 기반 확보.
덴소, 산텐과 선두권 경쟁하는 친환경차 핵심업체 도약



자료: 한온시스템, 키움증권

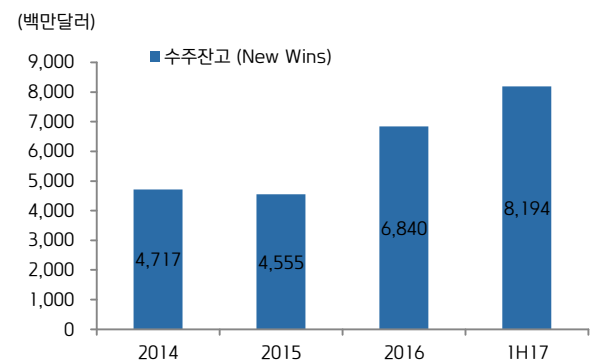
한온시스템 신규수주 현황:

신규수주 중 친환경차 55%, HMG/Ford 외 56%



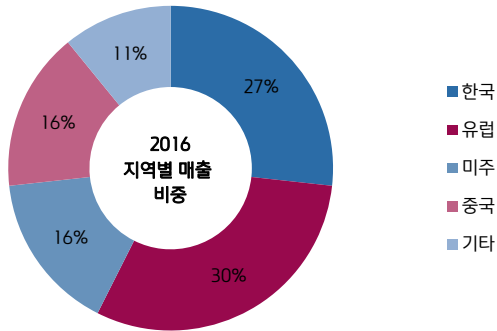
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 수주잔고(New-wins) 현황



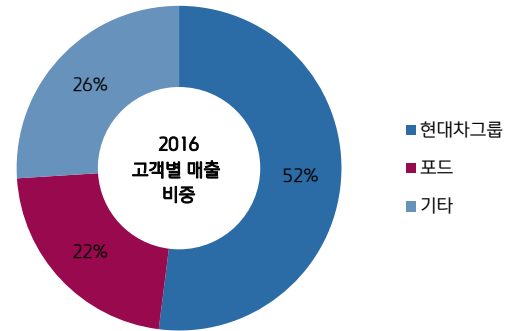
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 지역별 매출비중 (2016)



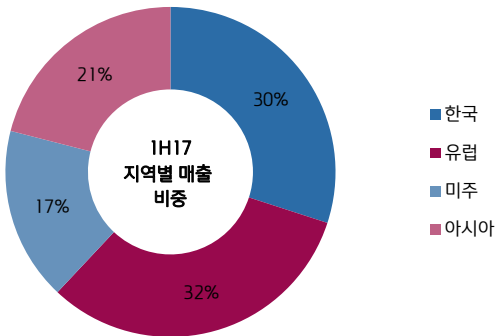
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 고객별 매출비중 (2016)



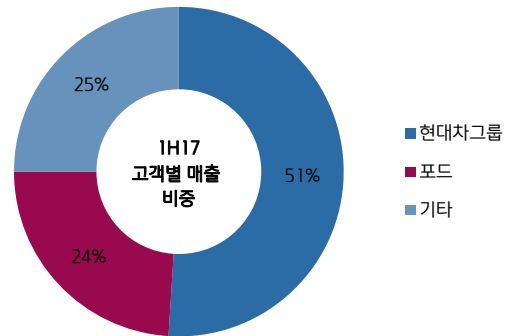
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 지역별 매출비중 (1H17)



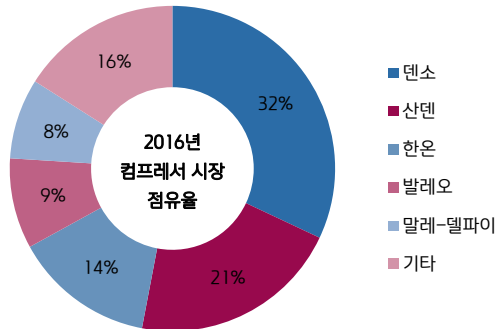
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 고객별 매출비중 (1H17)



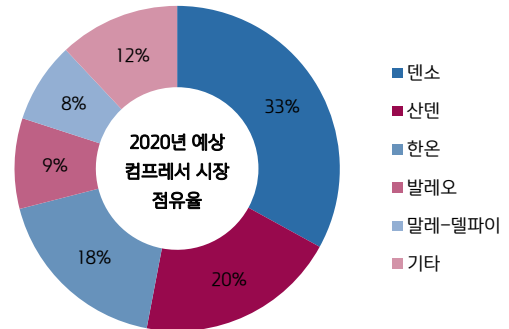
자료: 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율(2016년)



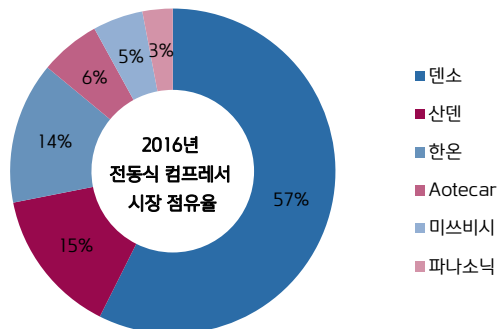
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율(2020년 예상)



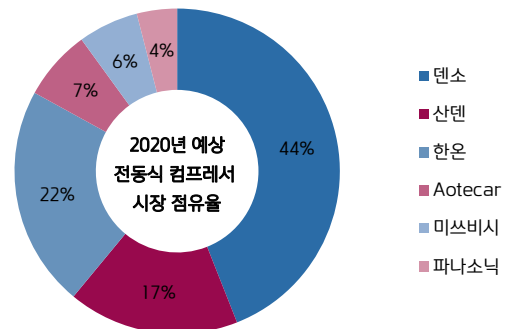
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2016년)



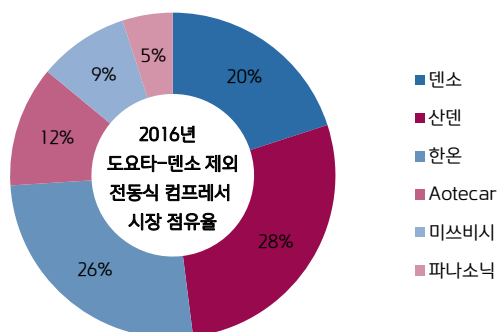
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2020년 예상)



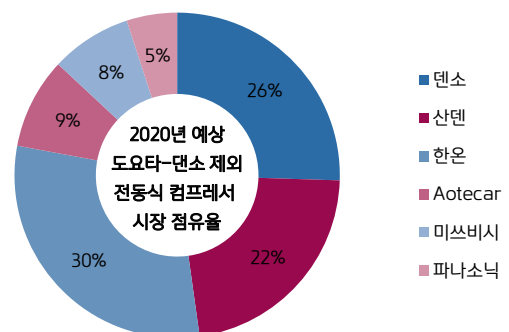
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2016년, 도요타-덴소외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율(2020년 예상, 도요타-덴소외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

Kiwoom Corporate Day 주요 질의 응답

1. (신제품) 차량당 원가는?

- 쏘나타 기준
 - 1) 내연기관차 탑재 공조 시스템 원가는 400달러
(이 중 컴프레서 비중 25%, 100달러 / HVAC 60%)
 - 2) 하이브리드 탑재 공조 시스템 원가는 800달러
(이 중 전동식 컴프레서 25~30%, 250달러)
 - 3) 아이오닉 전기차 탑재 공조 시스템 원가는 1,200달러
수소전기차 탑재 공조 시스템 원가는 2,500달러
- 세그먼트 상승 시 가격 상승
쏘나타 400달러, 싼타페 650달러, G80 800달러

2. (가격, 규제) 컴프레서 가격 개선 원인은?

- 규제에 근거
- 연비 측정 시 에어컨 가동 후 실 연비 측정
- 연비 개선을 위해 고정식 -> 가변식 변화 필요 (가격 인상)
- 하이브리드에도 기존 기계식 -> 전동식 변화
- 친환경차로 갈수록 한온시스템의 콘텐츠가 늘어남

3. (수주) 친환경차 수주 시 시스템 수주 가능성은?

- 미국과 유럽은 현재 개별 부품 단위 발주 후 OE가 직접 조립
- 시스템 단위 발주로 변경 시 OE 보유 중인 조립 라인과 설계 엔지니어 인력 조정 불가피해 비용 발생
- 기존 성숙된 사업 영위 중인 업체의 발주 패턴이 크게 달라질 요인은 찾기 어려움
- 다만, 중국 및 EV 스타트업의 경우 대응 가능성이 높은 편
- 당사 매출 비중은 낮지만 신생 기업의 CAPA 확장 시 대응에 유리

4. (JV) JV 진행 상황은?

- 정치적 이슈로 투자자들의 우려 있으나, 내부적으로는 진행에 차질 없다고 확신

5. (경쟁자) 향후 점유율 상승의 근거는?

- 현재 e-comp 플레이어 많음에도 한온시스템에 수주가 쏠리고 있음
- 이유는 완성차 업체 입장에서 대형 플랫폼에 대한 발주를 의뢰할 업체가 한정적
- 일본 주력 대응하는 덴소, 산덴은 차치하고 유럽, 북미향 대응 가능한 업체 제한적
- 말레, 발레오 등 친환경차 대응 부품은 없으며, 급격한 변화에 유연한 대응 가능한 업체는 한온시스템이 거의 유일

6. (친환경) 친환경 부품(전동 컴프레서) 현재 마진과 전망은?

- 전동 컴프레서 작년 40만대 CAPA 중 34만대 생산, 올해 55만대 가능. 2020년 150만대 전망. 2020년 도달 시 전사 마진과 유사할 것
- 현재 친환경차 관련 제품의 마진은 2~3% 수준이며 전동 컴프레서가 빠르게 상승 중

참고) 평택 컴프레서공장 방문 주요 질의응답 (9/13 발간)

1. (신제품) 양산 예정인 4세대 전동컴프레서의 이전세대 대비 장점은?

- 내부 기밀(Leak) 강화, 무게 및 크기 감소, 성능 개선
- 효율성을 개선시키는 방향으로 세대 변경

2. (성능) 전동컴프레서 용량이 컨벤셔널대비 낮은데?

- 성능은 동일
- 모터를 통해 RPM 조절이 가능해 대용량일 필요 없음
- 효율이 좋아진 것

3. (가격) 전동컴프레서가 가격이 비싼 이유는?

- 가변식 컴프레서 매커니즘이 더욱 복잡하나
- 전동 컴프레서의 경우 모터, 인버터 제어기능, 드라이빙 유닛 동시에 탑재되어
- 제조 원가가 더 높음

4. (경쟁자) LG그룹 등 IT 업체와 모비스 등 경쟁사의 시장 진입에 대한 회사의 입장은?

- 동일한 기능의 부품도 자동차 탑재시 가격은 4-5배 비쌈
- 자동차 업체가 안전/품질 요구하는 기준은 매우 높기 때문
- 단기에 노하우를 습득하지 못하는, 진입장벽이 높은 이유는 이 때문
- 유명한 업체라도 시장 침투율을 높이기 어려운 이유는 완성차 업체가 받아드리고 검증하는데 시간이 많이 들기 때문
- LG 또한 전장 진출을 위해 노력을 많이 하고 있지만, 앞으로 단기에 진행될 1차 성장기(Wave 1)에 올라타긴 쉽지 않을 것
- 향후 2020년 이후 다가올 2차 성장기(Wave 2)엔 현 제품 검증 후 침투 가능
- 한온시스템도 북미업체(LG의 주고객)로부터 글로벌 플랫폼 수주 등 침투율 확대 중
- 현대모비스와의 전동 컴프레서 기술 격차는 '매우' 큼

5. (경쟁자) 경쟁업체와 수주 비교, 최근 수주 문의 등 흐름은?

- 현재 e-comp 플레이어 많음에도 한온시스템에 수주가 쏠리고 있음
- 이유는 완성차 업체 입장에서 대형 플랫폼에 대한 발주를 의뢰할 업체가 한정적
- 독일 B, D 사의 수주 문의가 지속되고 있으며
- 중국내 상해 미국 합자사의 EV 모델을 위한 발주 문의도 진행 중

6. (수주) 최근 발주 중인 EV 플랫폼의 특징은?

- 최근 전기차 플랫폼 라이프 사이클은 3년 내외로 짧아지는 내연기관 플랫폼과 달리 짧으면 6-7년, 길면 9-10년으로 길어짐. 이는 초기 성장 시장 대응 위해 1) 품질 안정성, 2) 가격 경쟁력을 확보하기 위함.
- 다품종 대량생산이 필요한 이 제품을 대응하는게 쉽지 않음
- 단일 제품의 프로토타입 생산은 어렵지 않지만 1) 대량 생산 2) 원가 경쟁력 갖추는 것은 어려울 것
- 시장 안착과 제품의 안정성, 품질 이슈에서 자유로워 질 특정 시점 까지는 검증된 업체로부터 안정적인 부품을 납품받고자 하는 성향이 강하다는 점 인지 필요
- 즉, 단가 인하와 같은 저차원적인 경쟁력으로 발주처가 크게 바뀌기 힘들 것임

7. (진입장벽) 설계나 원가 외 한온시스템의 경쟁력은?

- 다품종 대량생산 체제에서 품질 유지가 매우 중요
- 1,400만개 생산능력이 여러 지역에 나눠져 있고 품종 또한 다양함
- 워런트 유지하는 것이 우리의 경쟁력
- 중국 업체와 같이 자본 많고 동일한 생산 시설 활용해도 운영이 불가능한 이유는 생산 경쟁력, 생산 기술, 공정, 운영상 차이가 매우 크기 때문
- 노하우가 없다면 우리와 같이 직행률 98%-99% 불가능함
- 우리는 제품 생산 과정에서 하자 있을 시 엔드 라인에 도달할 수 없음

8. (중국) 중국 리스크에 대한 회사의 상황 인식은?

- 언론에서 나오는 이야기 외 따로 할 말은 없음
- 완성차 합자사 내 갈등 해결 이후 요구하는 조건에 대해 대응 여부 고민할 것

9. (포드) 중국 포드 컴프레서 확대 가능 여부는?

- 포드 수주 내용은 프로그램 단위가 아닌 볼륨 베이스 소싱
- 향후 추가될 친환경차 전략에 있어 볼륨이 추가될지 여부는 확인 필요

10. (중국) 중국 진출 관련 전망

- 기술 노하우 누출 우려로 수주 의뢰는 많지만 대부분 거절
- 중국 성장 기회에 대해 강하게 동감, 중국 브랜드 선별 필터링 작업이 완료 수순
- 대련 외 신규 공장 확장에 대한 의지가 많고 그 배경은 중국 성장을 염두
- JV 등 다양한 형태로 사업 모델 확장을 계획 중이거나 진행 중
- 중국 주류 공략을 위한 접근으로 선별적 대응을 할 것

11. (경쟁자) 신규 진출 업체에 대한 경쟁력 확보는?

- 시장 초기 업체 검증 구간에서 주요 업체 3사(덴소, 산덴, 한온) 외 진입이 어려울 것
- 이에 초기 성장 구간에서 3사의 독식 기대
- 일부 전기전자 업체의 진입에 대해 향후 시장 성숙시 경쟁자로 등장할 것으로 기대
- 이는 제품 대규모 양산 과정에서 품질, 호환성, 효율, 협력 용이성 등에서 신규 업체가 영업 노하우 갖춘 주요 3사 대비 변별력 가지기 어렵기 때문

12. (친환경차) 배터리 가격 중심 단가 인하 국면에서 공조 부품 가격 인하 가능성은?

- 2020년 시장 초기 업체 검증 구간 내 가격 인하 가능성 적음
- 2020년 이후 매출 발생 기대되는 최근 수주에서 가격 조건은 매우 방어적 (이미 수주를 통해 2020년 매출 발생되는 제품들의 가격 결정)
- 향후 성장 초입 국면(2020년 이후) 기수주 판매 볼륨 증가하며 부품업체의 영업 레버리지, 관리 능력이 개선 전망되고 이를 통해 구매 요인이 높아진 OE의 수주 확대에 한온에 유리한 가격 결정 가능
- 성장 초입 구간에서 적정 마진을 확보하기 위한 한온의 소싱 전략과 액션 플랜 보유

13. (친환경차) 컴프레서 외 추가 부품 수주 가능성은?

- 친환경차 공조 부품의 핵심인 컴프레서 선발주 이후 소싱 사이클 존재
- 컴프레서 이후 HVAC, 배터리 쿨러 등 후속 수주가 확대
- 컴프레서는 기 수주 받아 이것 대비 가시성은 상대적으로 떨어지나
- 후속 수주 성공에 따라 점유율과 매출액이 동반 상승할 것으로 판단
- 전기차 시대가 다가올수록 수주량이 확대 가능 차량을 채우기 위한 컨텐츠 수가 늘어날 수 있기 때문

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	56,143	64,071	69,171
매출원가	46,970	48,048	47,015	53,098	57,264
매출총이익	8,611	8,989	9,129	10,973	11,906
판매비및일반관리비	5,015	4,763	4,677	5,525	5,924
영업이익	3,596	4,225	4,452	5,448	5,982
영업이익률(%)	6.5%	7.4%	7.9%	8.5%	8.6%
영업외손익	-139	-69	-208	190	227
이자수익	73	56	77	53	58
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	901	1,157	1,338	1,738	2,072
이자비용	135	209	199	159	141
외환손실	1,007	1,188	1,425	1,751	2,077
관계기업지분법손익	126	90	88	99	107
투자및기타자산처분손익	-16	-5	-188	-48	-16
금융상품평가및기타금융이익	-99	16	-10	-17	-6
기타	19	15	112	275	230
법인세차감전이익	3,457	4,157	4,243	5,638	6,209
법인세비용	1,023	1,119	1,119	1,119	1,119
유효법인세율 (%)	29.6%	26.9%	26.4%	19.8%	18.0%
당기순이익	2,434	3,038	3,124	4,519	5,090
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,058	4,474	5,040
EBITDA	5,334	6,087	6,092	6,960	7,372
현금순이익(Cash Earnings)	4,173	4,899	4,765	6,031	6,481
수정당기순이익	2,515	3,030	3,275	4,568	5,107
증감율(% YoY)					
매출액	1.9	2.6	-1.6	14.1	8.0
영업이익	-2.9	17.5	5.4	22.4	9.8
법인세차감전이익	-6.8	20.2	2.1	32.9	10.1
당기순이익	-16.2	24.8	2.9	44.6	12.6
지배주주지분 당기순이익	-16.3	26.7	4.7	46.3	12.6
EBITDA	-0.4	14.1	0.1	14.2	5.9
EPS	-16.3	26.7	4.7	46.3	12.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	23,572	28,950	32,121
현금및현금성자산	4,471	4,252	6,585	9,564	11,191
유동금융자산	128	203	200	228	247
매출채권및유동채권	11,514	11,862	11,676	13,325	14,385
재고자산	3,822	4,297	4,230	4,827	5,211
기타유동비금융자산	0	896	881	1,006	1,086
비유동자산	14,658	17,088	16,525	16,057	17,588
장기매출채권및기타비유동채권	116	146	144	164	177
투자자산	906	987	1,018	1,058	1,099
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	40,098	45,007	49,709
유동부채	14,309	14,634	14,127	15,367	16,003
매입채무및기타유동채무	10,320	10,435	10,272	11,722	12,655
단기차입금	3,365	3,034	2,708	2,336	1,935
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	624	1,165	1,147	1,309	1,413
비유동부채	2,290	5,114	5,198	5,523	5,833
장기매입채무및비유동채무	258	240	237	270	292
사채및장기차입금	646	3,428	3,221	2,985	2,730
기타비유동부채	1,386	1,446	1,741	2,269	2,812
부채총계	16,599	19,748	19,325	20,890	21,836
자본금	534	534	534	534	534
주식발행초과금	481	481	481	481	481
이익잉여금	18,296	19,366	21,259	24,593	28,332
기타자본	-1,864	-2,104	-2,104	-2,104	-2,104
지배주주지분자본총계	17,447	18,276	20,169	23,502	27,241
비지배주주지분자본총계	547	573	603	614	631
자본총계	17,994	18,849	20,772	24,117	27,873
순차입금	-588	2,007	-856	-4,471	-6,774
총차입금	4,011	6,462	5,929	5,321	4,664

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,475	3,892	5,006	5,300	5,980
당기순이익	2,434	3,038	3,124	4,519	5,090
감가상각비	1,698	1,758	1,530	1,331	1,158
무형자산상각비	41	104	111	181	232
외환손익	64	-76	87	13	4
자산처분손익	170	104	188	48	16
지분법손익	-126	-90	-88	-99	-107
영업활동자산부채 증감	-596	-2,049	84	-745	-479
기타	790	1,103	-31	52	65
투자활동현금흐름	-2,559	-4,519	-1,234	-1,066	-2,904
투자자산의 처분	-40	-147	-36	-82	-37
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	-185	-156	-190
재무활동현금흐름	-1,118	483	-1,439	-1,255	-1,448
단기차입금의 증가	-28	-469	-326	-372	-402
장기차입금의 증가	-11	2,948	-207	-236	-255
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,174	-1,335
기타	0	37	295	528	543
현금및현금성자산의순증가	658	-220	2,333	2,979	1,628
기초현금및현금성자산	3,813	4,471	4,252	6,585	9,564
기말현금및현금성자산	4,471	4,252	6,585	9,564	11,191
Gross Cash Flow	5,072	5,941	4,922	6,045	6,459
Op Free Cash Flow	1,015	-448	4,086	4,068	2,768

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	432	547	573	838	944
BPS	3,268	3,424	3,778	4,403	5,103
주당EBITDA	999	1,140	1,141	1,304	1,381
CFPS	782	918	893	1,130	1,214
DPS	970	225	220	250	260
주가배수(배)					
PER	24.0	18.8	21.2	14.5	12.9
PBR	3.2	3.0	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	10.9	9.7	9.1	7.3	6.6
PCFR	13.3	11.2	13.6	10.8	10.0
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	7.9	8.5	8.6
순이익률	4.4	5.3	5.6	7.1	7.4
EBITDA margin	9.6	10.7	10.9	10.9	10.7
총자산이익률(ROA)	7.3	8.3	7.9	10.6	10.7
자기자본이익률(ROE)	14.0	16.5	15.8	20.1	19.6
투자자본이익률(ROIC)	16.4	18.0	18.5	23.1	24.1
안정성(%)					
부채비율	92.2	104.8	93.0	86.6	78.3
순차입금비용	-3.3	10.6	-4.1	-18.5	-24.3
이자보상배율(배)	26.7	20.3	22.3	34.2	42.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.9	4.9	4.8	5.1	5.0
재고자산회전율	14.7	14.0	13.2	14.1	13.8
매입채무회전율	5.6	5.5	5.4	5.8	5.7

Compliance Notice

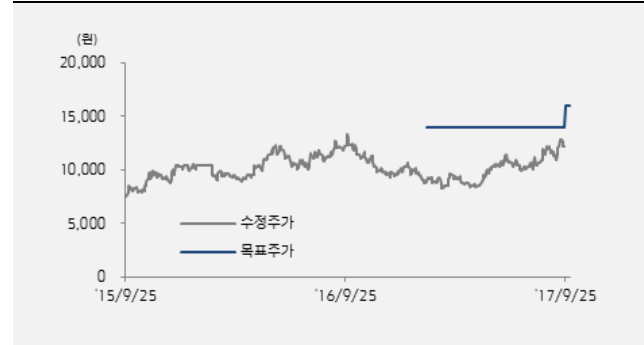
- 당사는 9월 22일 현재 '한온시스템 (018880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한온시스템 (018880)	2017/01/17	Buy(Initiate)	14,000원	6개월	-33.08	-27.50
	2017/02/15	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-34.79	-27.50
	2017/04/11	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-35.03	-27.50
	2017/04/19	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-35.64	-27.50
	2017/05/16	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-32.06	-18.21
	2017/07/19	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-24.50	-20.36
	2017/08/17	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-20.77	-12.86
	2017/09/13	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-19.20	-8.57
	2017/09/18	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-18.20	-8.57
	2017/09/25	Buy(Maintain)	16,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%