



Buy(Maintain)

목표주가: 16,000원

주가(11/8): 12,500원

시가총액: 58,451억원

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299 moonsu.chang@kiwoom.com

RA 정진재

02) 3787-4743 jcjeong@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/8)	2,552.40pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	14,550 원
등락율	-14.09%
수익률	절대
1W	-0.8%
1M	40.1%
1Y	10.6%
	최저가
	8,250 원
	51.52%
	상대
	N/A
	25.9%
	-13.2%

Company Data

발행주식수	533,800천주
일평균 거래량(3M)	1,831천주
외국인 지분율	19.7%
배당수익률(17E)	2.4%
BPS(17E)	4,404원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 70.0%
	국민연금공단 5.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	55,581	57,037	56,898	65,144
영업이익	3,596	4,225	4,486	5,426
EBITDA	5,334	6,087	6,127	6,939
세전이익	3,457	4,157	4,258	5,652
순이익	2,434	3,038	3,139	4,533
지배주주지분순이익	2,305	2,921	3,051	4,488
EPS(원)	432	547	572	841
증감율(%YoY)	-16.3	26.7	4.4	47.1
PER(배)	24.0	18.8	21.9	14.9
PBR(배)	3.2	3.0	3.3	2.8
EV/EBITDA(배)	10.9	9.7	9.1	7.4
영업이익률(%)	6.5	7.4	7.9	8.3
순이익률(%)	4.4	5.3	5.5	7.0
ROE(%)	14.0	16.5	15.8	20.2
순부채비율(%)	-3.3	10.6	-3.9	-18.3

Price Trend



3Q17 Review

한온시스템 (018880)

전기차 안방 시장, 중국 내 영향력 확대 전망



3Q17 영업이익은 5.6% yoy 감소한 1,007억원으로 시장예상 983억원, 당사추정 958억원을 각각 2.5%, 5.2% 상회했습니다. 전년동기 81억원 일회성 이익과 중국 매출액 25% 감소를 감안하면 매우 양호한 실적으로 판단합니다. 2035년 전 모델 전동화를 목표로 하는 중국 로컬 1위 장안기차와의 JV를 통해 장기적으로 중국 OE 침투율 확대와 친환경차 수혜가 기대될 것으로 판단합니다. 현 주가에서 장기적 관점 적극 매수 추천 드립니다.

>>> 3Q17 영업이익 1,007억원으로 시장 예상치 3% 상회

① 3Q17 실적: 영업이익 1,007억원(-5.6% yoy) 기록해 컨센서스 3% 상회

- 매출액 1,34조원(+4.4% yoy, -2.5% qoq), 영업이익 1,007억원(-5.6% yoy, -1.9% qoq, OPM 7.5%), 지배순이익 733억원(+6.3% yoy, +9.1% qoq)
- 영업이익 기준 컨센서스 983억원(OPM 7.6%), 당사 예상치 958억원(OPM 7.4%)을 각각 2.5%, 5.2% 상회

② Key Takeaways: 중국 부진과 전년동기 역기저에도 유럽 개선 지속. 양호한 실적

- **중국 부진에도 매출 성장:** 중국매출 25% yoy 감소에도, 친환경차 관련 매출 증가와 볼륨/판매로 +2.0% yoy, 우호적 유로화 등 환효과 +2.2% yoy 매출 성장 기여
- **수익성 방어:** 계절적 영업일수 감소와 중국 부진 등 비우호적인 상황에도 국내 BEPS 이후 마진 7% 이상 유지, 유럽 0.6%(BEPS 적용전 1.7% 추정) 기록해 고마진 유지. 전년동기 일회성 이익 81억원 역기저효과 감안 시 양호한 실적 기록
- **신규 수주(3Q17 YTD):** 16.5억달러 달성(연간 목표 18억달러), 그로스/테크 고객 55%, 친환경 수주 51%. 2017년 20억달러 수주가능성 높을 전망
- **매출 비중(3Q17 YTD):** HMG 51%, 포드 23%, 기타 26% / 친환경차 7.2%

>>> 중국 + 유럽 텐어라운드, EV 신규수주 중국까지 확대 전망

① 중국 + 유럽 텐어라운드: 수익성 레벨 상향 전망의 중요한 단서

- **중국 회복:** 친환경차 수주 확대, 현대차그룹 출하 회복세
- **유럽 비용 절감효과:** 과거 수익성 부진 요인(높은 판관비) 해소(4Q16~)
- **유럽 구조조정 효과:** 비용구조 개선으로 마진 개선 뚜렷. 합병 후 수주 효과 기대

② EV 수주 & 장안 JV: 2018~19년형 EV 모델 수주 + 중국 후속 발주 확대 기대

- **2018~2019년 신규 EV 모델 발주 진행:** 각국 규제 강화, 주요 OE 전동화 강화로 EV 라인업 확대되는 2018~19년 대응 위한 신규 발주가 폭발적 증가(2017~18년). e-comp 이후 후속 추가 부품 발주로 시장 선점 중인 동사의 수주 환경 긍정적
- **韓 한온시스템, 日 산덴 전동 컴프레서 높은 기술력과 대응능력 보유.** 한온시스템은 변화될 전동화 전략에 기술적 우위로 수혜가 클 것으로 기대되는 근거

- **장안기차 JV 기대:** 로컬 1위 장안기차 2024년 목표 그룹 300만대, 장안 150만대 전모델 전동화(대부분 mild HEV) 전략 직접수혜. 2H19 가동시작, 2021년~ 90~100만대 납품(컴프레서기준 1,000억원 매출) 장안내 포드외 OE, 타 中OE 수주확대 기대

>>> 친환경차 부품사 중 독보적인 성장성, 中 OE 침투율 확대 전망

① 투자의견 Buy, 목표가 16,000원 유지. 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균)과 유럽 텐어라운드 효과 극대화 되는 2019년 EPS 적용에 근거

② 주가 전망: 실적 호조 배경인 유럽 회복 지속. 중국 회복세로 개선 뚜렷 전망. 친환경차 성장사이클이 당초 예상보다 빨라져 수주잔고 증가세 뚜렷, 2018년 이후 실적도 탄력 성장. 친환경차 부품사 중 실적 개선속도와 주가 상승여력 가장 높음

한온시스템 3Q17 Review: 영업이익은 1,007억원을 기록해 컨센서스 2.5% 상회 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17P	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	키움 전망치	% Diff
매출액	1,283.1	1,373.3	1,338.9	4.4	(2.5)	1,295.4	3.4	1,294.2	3.5
영업이익	106.7	102.7	100.7	(5.6)	(1.9)	98.3	2.5	95.8	5.2
세전이익	101.8	98.4	101.2	(0.6)	2.8	100.3	0.9	99.0	2.2
지배순이익	69.0	67.2	73.3	6.3	9.1	70.4	4.0	72.3	1.3
영업이익률	8.3	7.5	7.5	(0.8)	0.0	7.6	(0.1)	7.4	0.1
세전이익률	7.9	7.2	7.6	(0.4)	0.4	7.7	(0.2)	7.6	(0.1)
지배순이익률	5.4	4.9	5.5	0.1	0.6	5.4	0.0	5.6	(0.1)

자료: 한온시스템, FnGuide, 키움증권

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,614.3	6,407.1	5,689.8	6,514.4	1.3	1.7
영업이익	445.2	544.8	448.6	542.6	0.8	(0.4)
영업이익률(%)	7.9	8.5	7.9	8.3	(0.0)	(0.2)
EBITDA	609.2	696.0	612.7	693.9	0.6	(0.3)
EBITDA 이익률(%)	10.9	10.9	10.8	10.7	(0.1)	(0.2)
순이익	5,614.3	6,407.1	5,689.8	6,514.4	1.3	1.7

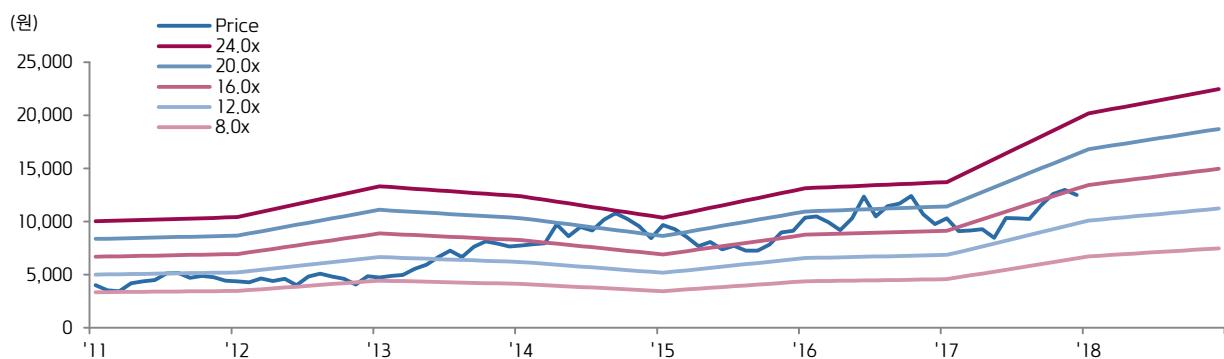
자료: 한온시스템, 키움증권

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 유지
전일 종가	12,500	원	2017년 11월 8일 종가
주가상승여력	28.0	%	2017년 11월 8일 종가대비
투자의견	BUY		투자의견 유지

자료: 키움증권

한온시스템 PER Band



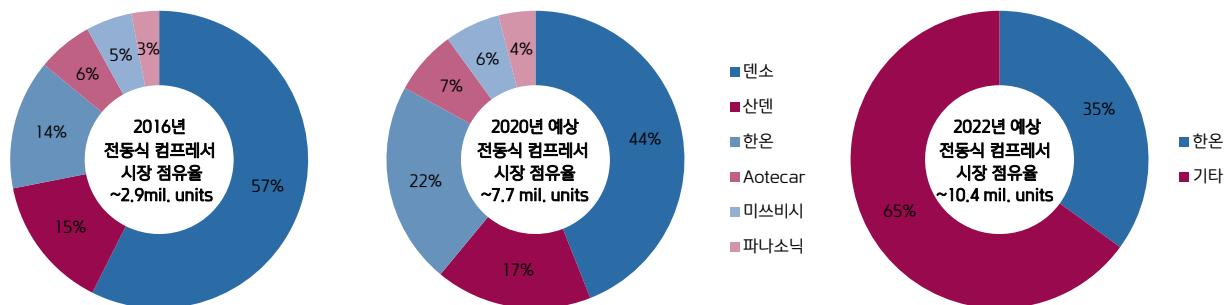
자료: Bloomberg, 키움증권

한온시스템 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,501.7	1,449.0	1,373.3	1,338.9	1,528.6	5,689.8	6,514.4	7,033.7
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,096.3	1,013.2	957.9	1,017.5	1,102.0	4,090.6	4,635.0	4,934.5
>미주	252.3	276.1	269.7	253.0	278.6	287.5	275.1	273.2	1,114.5	1,198.1	1,234.0
>유럽	656.2	678.0	512.7	650.0	670.6	629.5	574.2	700.7	2,575.0	2,813.5	3,039.9
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(497.6)	(513.4)	(501.6)	(527.9)	(547.3)	(2,090.2)	(2,132.1)	(2,174.7)
영업이익	104.8	95.0	106.7	116.0	127.2	102.7	100.7	118.0	448.6	542.6	594.8
세전이익	104.2	88.1	101.8	121.6	103.2	98.4	101.2	123.0	425.8	565.2	621.2
순이익	72.3	63.9	73.6	93.9	74.2	69.3	76.2	94.2	313.9	453.3	509.3
영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	7.5	7.5	7.7	7.9	8.3	8.5
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.1	7.1	7.2	7.6	8.0	7.5	8.7	8.8
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	5.0	5.7	6.2	5.5	7.0	7.2
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	2.8	1.5	(7.9)	4.4	1.8	(0.2)	14.5	8.0
>아시아	3.2	4.7	2.7	0.7	(1.0)	(7.8)	5.2	0.5	(0.9)	13.3	6.5
>미주	4.5	13.8	5.1	8.6	10.4	4.1	2.0	8.0	6.0	7.5	3.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	10.6	2.2	(7.2)	12.0	7.8	3.1	9.3	8.0
>조정	12.6	12.3	1.8	11.0	1.8	(0.1)	13.2	10.0	6.1	2.0	2.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	(3.8)	21.3	8.1	(5.6)	1.7	6.2	21.0	9.6
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	21.4	(0.9)	11.7	(0.6)	1.2	2.4	32.7	9.9
순이익	19.6	(1.8)	63.1	29.2	2.6	8.4	3.5	0.3	3.4	44.4	12.3
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.0	(3.5)	(5.2)	(2.5)	14.2			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	13.3	(7.6)	(5.5)	6.2	8.3			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(6.2)	10.1	3.2	(4.3)	(0.7)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	26.8	3.2	(6.1)	(8.8)	22.0			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	6.6	3.2	(2.3)	5.3	3.7			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	8.8	9.6	(19.2)	(1.9)	17.2			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	19.4	(15.1)	(4.6)	2.8	21.6			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	27.6	(21.0)	(6.6)	9.9	23.6			

자료: 한온시스템, 키움증권 추정

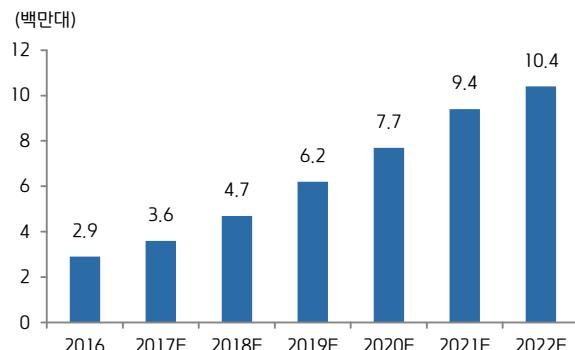
전동컴프레서 시장 점유율 (2016년~2020년~2022년)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 전망:

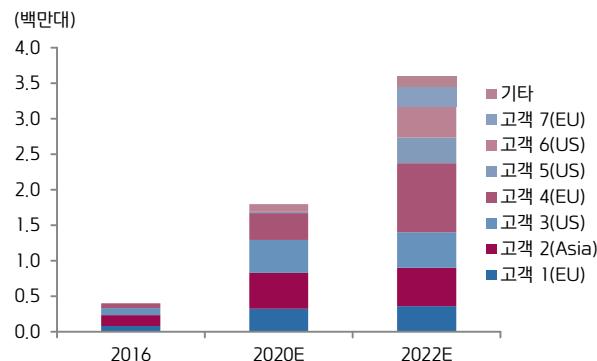
~2020년 성장기반(검증기간), 2020년 이후 1차 성장기
검증 받은 소수 (상위 3개사) 성장 독식 전망



자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 전동컴프레서 고객별 볼륨 전망(수주기반):

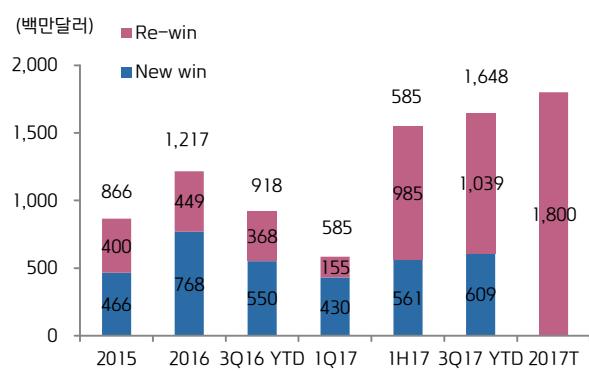
다양한 고객 통한 검증으로 성장기 수주 기반 확보.
덴소, 산덴과 선두권 경쟁하는 친환경차 핵심업체 도약



자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 신규수주 현황:

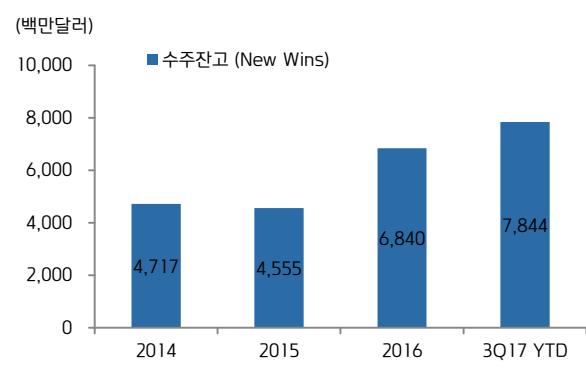
신규수주 중 친환경차 51%, Growth/Tech 고객 55%



자료: 한온시스템, 키움증권

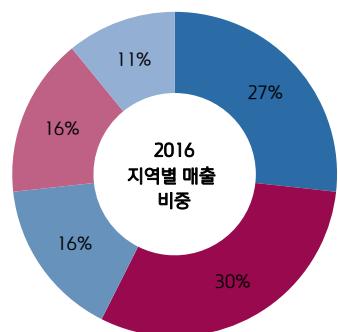
한온시스템 수주잔고(New-wins) 현황:

SOP 프로젝트 영향으로 잔고 전분기비 감소



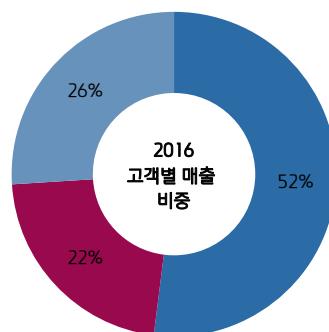
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 지역별 매출비중 (2016년 기준)



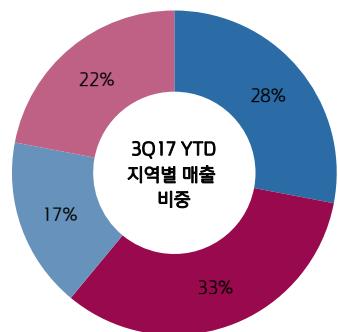
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 고객별 매출비중 (2016년 기준)



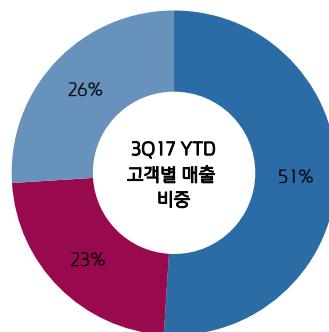
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 지역별 매출비중 (3Q17 YTD 기준)



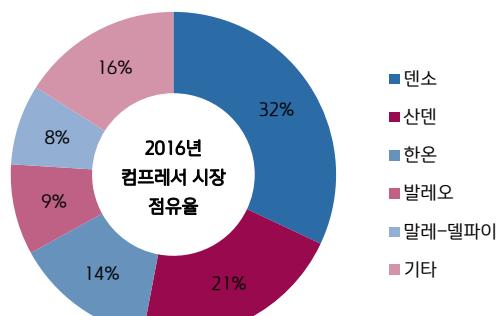
자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 고객별 매출비중 (3Q17 YTD 기준)



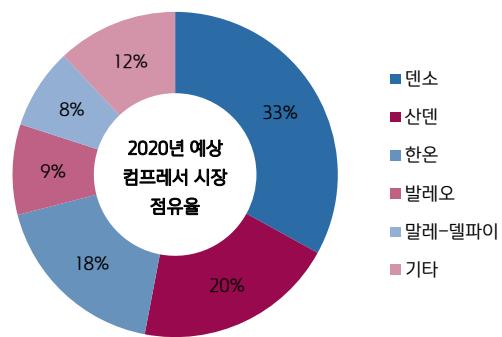
자료: 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율 (2016년 기준)



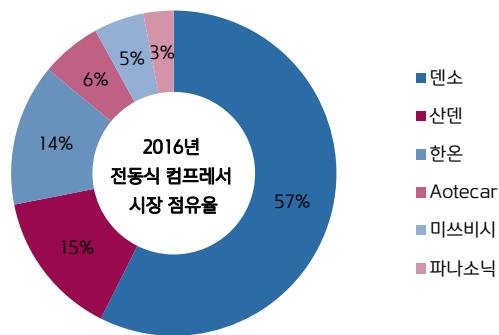
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

컴프레서 시장 점유율 (2020년 예상 기준)



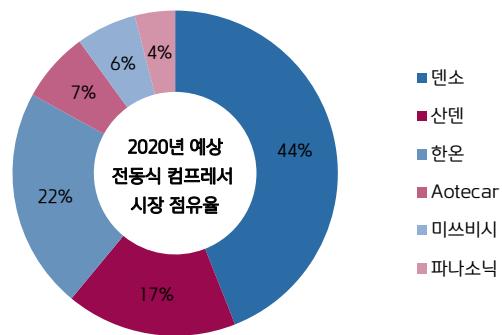
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율 (2016년 기준)



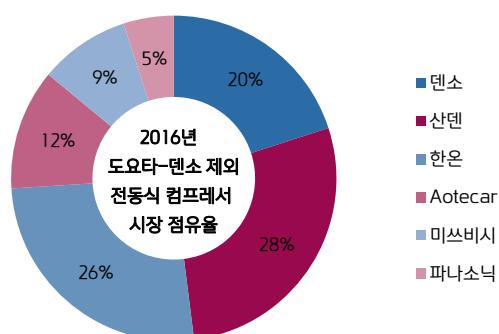
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율 (2020년 예상 기준)



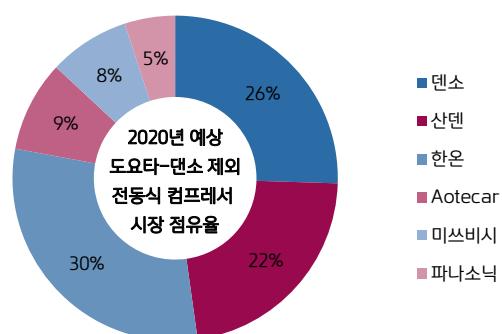
자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율 (2016년 기준, 도요타-덴소외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

전동컴프레서 시장 점유율 (2020년 예상 기준, 도요타-덴소외)



자료: Global Insight, 한온시스템, 키움증권

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	<ul style="list-style-type: none"> -고도의 공정 자동화율 (97~100%) -자동 물류창고 운영 -공정별 자동 검사 시스템 	생산	<ul style="list-style-type: none"> -다품종 대량생산체제 (Mass Customization) -글로벌 생산기술 거점 (선진기술 표준화 및 해외공장 수평전개) 	품질	<ul style="list-style-type: none"> -주요제품 특성 100% 검사 (성능, 소음, 기밀시험 등) -연구시험장비 및 정밀측정실 운영 (국가 검교정인증 기관)
-----	---	----	---	----	---

자료: 한온시스템, 키움증권

한온시스템 주요제품

	HS series	RS series	VS series	ES series
컴프레서				
- 에어컨 장치 핵심 부품 - 엔진 동력으로 작동 - 냉매 흡입-압축-순환과정 반복 - 증발기 발생한 저온저압 가스 냉매 압축해 고온고압 가스로 전환시켜 응축기로 전달	- 한온시스템의 첫 양산 모델 - 고정 사판식 - 일정한 압축비, 냉매 토출량 유지 - 클러치 온오프 기능으로 냉방 부하 조절	- 회전 흡입 컴프레서 - 고정 사판식으로 중앙샤프트를 이용 냉매를 흡입 - 기존 흡입밸브에 비해 낮은 흡입 손실률로 연비 향상	- 가변 사판식 - 부하변동에 따라 냉매양 조절 가능 - 적정 압축량 조절로 연비 향상 - 전자식 제어 장치는 운전 상태와 독립적으로 기능, 실내온도 유지	- 전기차 및 하이브리드 전용 - E-컴프레서 - 전기모터로 구동, 효율적인 스크롤 컴프레서 구현, 엔진 정지 시에도 독립 작동되어 차량 내 냉방 유지 - 컴팩트사이즈, 플랫폼 최소화
기술특징	고정사판식 양산: 1991년 특징: 저가형	로터리식션 고정사판식 양산: 2008년 특징: 성능향상	가변사판식 양산: 2004년 특징: 연비개선	스크롤 방식 양산: 2010년 특징: 전기모터구동
주요고객	포드 / 마쓰다	마쓰다 / 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/엘린트라 컴프레서 양산	가변사판식 컴프레서 양산	RS 컴프레서 양산	전동 컴프레서 양산	전동 컴프레서 CA·OEM수출	HV 컴프레서 양산

자료: 한온시스템, 키움증권

실적발표 주요 질의응답

1. (JV) 중국 장안기차 JV 관련 Update

- 로컬 1위 장안기차 그룹 총괄 CEO 참여하며 그룹 내 높은 관심 보임

1) 장안기차 전동화 전략에 직접 수혜

- 2035년까지 100% 전동화 목표하는 장안기차는 대부분 mild-HEV로 대응 전망
- mild-HEV는 내연기관차량과 동일한 가변식 컴프레서 채용
- 2024년 150만대/연 규모의 가변식 컴프레서 생산능력 확충에 적합
- 참고: 장안기차 2024년 그룹 300만대, 자체 150만대 목표. 내부 목표는 더 공격적
- PHEV 용 등 전동 컴프레서는 BEP 이하 볼륨까지는 국내 공장서 대응. 추후 볼륨 증가 시 현지 공장 증설 고려

2) 수주 확대 전망

- 장안기차 내 글로벌 브랜드 스즈카, PSA, 마쓰다, 포드 등 제품 확대, 관계 강화 계획
- 장안기차와 관계 좋은 장성, 동풍PSA, 동풍닛산 등 침투율 확대 기대
- 장안차 전동화로 중국 내 major 진입 시 시장 선점 기대

3) JV 개요

- 목적: 장기적 도약을 위해 적합한 파트너로 한온시스템이 적합하다고 판단해 JV 체결
- 투자금액: 4,300mil RMB
- 지분율: 한온시스템 50%, 이 외 2개 부품사가 지분 나눠 보유
- 운영: 한온시스템 주도(총괄, R&D, 구매, 생산 담당). 로컬사는 재무, 세일즈 담당
- 입지: 중경시 남부 반안구 위치 전망
- 가동: 2019년 7월 예정
- 생산량: 2020년 60-70만대, 2021년 말 정상 가동 90-100만대
 가동 이전 pass-through 형태로 한국에서 일부 물량 소화 (연 600-700억 기대)
- 생산능력: 150만대/연
- 경쟁 업체: 컴프레서 – 산덴, HVAC – SAI(로컬사)
- 효과: 장기적으로 장안기차 공급 물량의 50% 이상 유치 전망 (2022년~)

2. (EV) 북미 전기차 브랜드 생산 차질 우려 없는지?

- 이미 매출 시작
- 2018년 25만대~30만대 생산 계획에 대해서는 내부적으로 보수적 반영
- 전동식 컴프레서의 경우 범용성 갖추고 있어 특정 OE의 생산 차질이 고정비 이슈를 내진 않을 전망
- 반대로 수요가 급격히 올라간다 하더라도 현재 CAPA는 여유 있음 (특근 가능)
- 내부적으로 우려하는 이슈는 아님

3. (중국) 중장기 마진 전망

- 3Q17 현재 중국 기준 두 자리수 초반 마진 기록
- 주요고객 매출 감소가 급격히 일어난 점 감안할 때 매우 양호한 실적
- 장기적으로 정상적인 중국 마진 하락은 불가피 하겠으나,
JV 등 매출 성장세 또한 높을 것으로 전망해 이익 증가 속도는 여전히 높을 전망

4. (유럽) 마진 현황과 주요 요인?

- 유럽 주요 고객 출하 감소와 긴 휴가로 인한 영업일수 감소로 고정비 증가
- 그럼에도 불구하고 BEPS 기준 0.9%, 반영 전 기준 1.7% 마진 기록해 회복세 뚜렷

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	56,898	65,144	70,337
매출원가	46,970	48,048	47,693	54,166	58,448
매출총이익	8,611	8,989	9,206	10,979	11,889
판매비 및 일반관리비	5,015	4,763	4,720	5,552	5,941
영업이익	3,596	4,225	4,486	5,426	5,948
영업이익률(%)	6.5%	7.4%	7.9%	8.3%	8.5%
영업외손익	-139	-69	-228	226	264
이자수익	73	56	77	54	59
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	901	1,157	1,350	1,721	2,045
이자비용	135	209	199	159	140
외환손실	1,007	1,188	1,438	1,735	2,051
관계기업지분법손익	126	90	89	101	109
투자및기타자산처분손익	-16	-5	-188	-48	-16
금융상품평가및기타금융이익	-99	16	-10	-17	-6
기타	19	15	92	309	265
법인세차감전이익	3,457	4,157	4,258	5,652	6,212
법인세비용	1,023	1,119	1,119	1,119	1,119
유효법인세율 (%)	29.6%	26.9%	26.3%	19.8%	18.0%
당기순이익	2,434	3,038	3,139	4,533	5,093
지배주주지분순이익(억원)	2,305	2,921	3,051	4,488	5,042
EBITDA	5,334	6,087	6,127	6,939	7,338
현금순이익(Cash Earnings)	4,173	4,899	4,780	6,046	6,483
수정당기순이익	2,515	3,030	3,290	4,582	5,109
증감율(% YoY)					
매출액	1.9	2.6	-0.2	14.5	8.0
영업이익	-2.9	17.5	6.2	21.0	9.6
법인세차감전이익	-6.8	20.2	2.4	32.7	9.9
당기순이익	-16.2	24.8	3.4	44.4	12.3
지배주주지분 당기순이익	-16.3	26.7	4.4	47.1	12.3
EBITDA	-0.4	14.1	0.6	13.3	5.8
EPS	-16.3	26.7	4.4	47.1	12.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,475	3,892	4,949	5,283	5,973
당기순이익	2,434	3,038	3,139	4,533	5,093
감가상각비	1,698	1,758	1,530	1,331	1,158
무형자산상각비	41	104	111	181	232
외환손익	64	-76	88	14	6
자산처분손익	170	104	188	48	16
지분법손익	-126	-90	-89	-101	-109
영업활동자산부채 증감	-596	-2,049	13	-775	-488
기타	790	1,103	-31	51	64
투자활동현금흐름	-2,559	-4,519	-1,237	-1,068	-2,905
투자자산의 처분	-40	-147	-40	-83	-38
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	-1,431	-1,253	-1,451
단기차입금의 증가	-28	-469	-330	-378	-408
장기차입금의 증가	-11	2,948	-210	-240	-259
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,080	-2,033	-1,201	-1,174	-1,335
기타	0	37	310	539	552
현금및현금성자산의순증가	658	-220	2,281	2,963	1,617
기초현금및현금성자산	3,813	4,471	4,252	6,533	9,495
기말현금및현금성자산	4,471	4,252	6,533	9,495	11,113
Gross Cash Flow	5,072	5,941	4,936	6,058	6,461
Op Free Cash Flow	1,015	-448	4,041	4,022	2,734

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	23,749	29,207	32,395
현금및현금성자산	4,471	4,252	6,533	9,495	11,113
유동금융자산	128	203	203	232	251
매출채권및유동채권	11,514	11,862	11,833	13,548	14,628
재고자산	3,822	4,297	4,287	4,908	5,299
기타유동비금융자산	0	896	893	1,023	1,104
비유동자산	14,658	17,088	16,528	16,062	17,593
장기매출채권및기타비유동채권	116	146	146	167	180
투자자산	906	987	1,019	1,060	1,101
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	40,277	45,268	49,988
유동부채	14,309	14,634	14,276	15,575	16,223
매입채무및기타유동채무	10,320	10,435	10,410	11,918	12,868
단기차입금	3,365	3,034	2,704	2,326	1,917
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	624	1,165	1,162	1,331	1,437
비유동부채	2,290	5,114	5,214	5,548	5,862
장기매입채무및비유동채무	258	240	240	275	296
사채및장기차입금	646	3,428	3,218	2,978	2,719
기타비유동부채	1,386	1,446	1,756	2,295	2,847
부채총계	16,599	19,748	19,490	21,122	22,084
자본금	534	534	534	534	534
주식발행조회금	481	481	481	481	481
이익잉여금	18,296	19,366	21,252	24,601	28,343
기타자본	-1,864	-2,104	-2,104	-2,104	-2,104
지배주주지분자본총계	17,447	18,276	20,162	23,511	27,253
비지배주주지분자본총계	547	573	625	635	651
자본총계	17,994	18,849	20,787	24,146	27,904
순차입금	-588	2,007	-814	-4,424	-6,727
총차입금	4,011	6,462	5,922	5,304	4,636

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	432	547	572	841	944
BPS	3,268	3,424	3,777	4,404	5,106
주당EBITDA	999	1,140	1,148	1,300	1,375
CFPS	782	918	895	1,133	1,215
DPS	970	225	220	250	260
주가배수(배)					
PER	24.0	18.8	21.9	14.9	13.2
PBR	3.2	3.0	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	10.9	9.7	9.1	7.4	6.7
PCFR	13.3	11.2	14.0	11.0	10.3
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	7.9	8.3	8.5
순이익률	4.4	5.3	5.5	7.0	7.2
EBITDA margin	9.6	10.7	10.8	10.7	10.4
총자산이익률(ROA)	7.3	8.3	8.0	10.6	10.7
자기자본이익률(ROE)	14.0	16.5	15.8	20.2	19.6
투하자본이익률(ROIC)	16.4	18.0	18.6	22.9	23.9
안정성(%)					
부채비율	92.2	104.8	93.8	87.5	79.1
순차입금비율	-3.3	10.6	-3.9	-18.3	-24.1
이자보상배율(배)	26.7	20.3	22.5	34.2	42.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.9	4.9	4.8	5.1	5.0
재고자산회전율	14.7	14.0	13.3	14.2	13.8
매입채무회전율	5.6	5.5	5.5	5.8	5.7

Compliance Notice

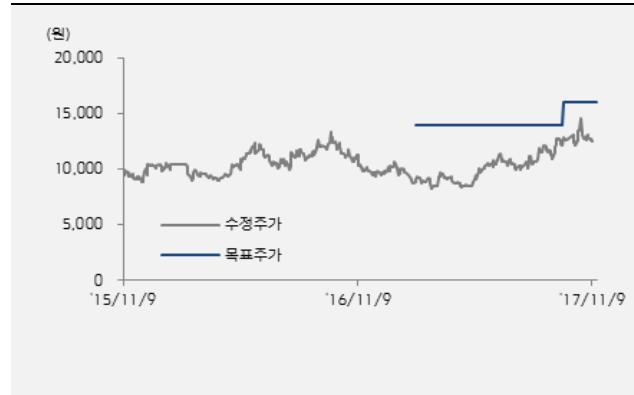
- 당사는 11월 8일 현재 '한온시스템 (018880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					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	-32.06	-18.21
	2017/08/17	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-32.06	-18.21
	2017/09/13	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-32.06	-18.21
	2017/09/18	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-32.06	-18.21
	2017/09/25	Buy(Maintain)	16,000원	6개월	-21.33	-17.81
	2017/10/18	Buy(Maintain)	16,000원	6개월	-19.69	-9.06
	2017/11/09	Buy(Maintain)	16,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%