

2018. 10. 2



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 15,500 원

현재주가 (10.1) 12,900 원

상승여력 20.2%

KOSPI 2,338.88pt

시가총액 68,860억원

발행주식수 53,380만주

유동주식비율 30.01%

외국인비중 19.45%

52주 최고/최저가 14,550원/9,760원

평균거래대금 108.3억원

## 주요주주(%)

한앤코오토홀딩스 50.50

한국타이어 19.49

국민연금 5.35

## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 7.5 12.7 2.4

상대주가 6.8 17.8 4.8

## 주가그래프



# 한온시스템 018880

## 성장의 모범사례

- ✓ Win-Win Game 통한 합리적 인수가격으로 Magna의 FP&C 사업 인수 결정
- ✓ FP&C 사업은 Water Pump 등을 성장동력으로 삼고 있으며, 친환경차 관련 매출비중은 18년 7~8%에서 22년까지 25%로 확대 예정
- ✓ 한온이 누릴 시너지는 고객 다변화와 상품성 경쟁력 강화를 위한 핵심기술 확보
- ✓ 인수 통해 19년 영업이익 +20% 가능하며, 늘어난 이익 기준 배당성향 50% 이상 유지할 전망. 투자의견 Buy 유지, 적정주가 15,500 원으로 상향

## Magna International FP&amp;C 인수 결정

한온은 Magna의 Fluid Pressure & Controls 사업 인수를 공시했다. 해당 사업은 유럽 (매출비중 41%), 북미 (35%), 아시아 (25%)에서 10개의 생산거점을 운영 중이며, 주요 부품은 Water Pump (12%), Electronic Cooling Fan (11%), Transmission Oil Pump (38%)이다. HEV/BEV를 포함한 친환경차 매출비중은 Electronic Water Pump 및 Electronic Cooling Fan 일부 등을 포함해 약 7~8% 수준 (18년 기준)으로 현재 한온의 7.7%와 유사한 수준이나, 수주에 근거한 Electronic Water Pump의 고속 성장에 힘입어 22년까지 25% 수준으로 확대될 계획이다.

## Win-Win Game 통한 합리적 인수가격으로 성장 위한 신규 시너지 창출

이번 인수금액은 \$1.23bn으로 18년 예상 손익기준 PER 9.8 배에 불과하다. 이는 범용 부품업체를 포함한 글로벌 부품업체 18E 평균 PER 10.1 배보다도 높지 않다. 이 같은 가격산정은 열관리 분야에서 시너지를 얻고자 했던 한온과 지난 15년 GETRAG (변속기 시스템 전문업체)을 인수해 사업이 다소 중첩되는 Component 기반의 FP&C 사업의 필요성이 떨어졌고, GETRAG 인수 이후 현금흐름이 악화된 상황에서 EV 위탁생산 사업으로의 확장 (이미 Daimler G-Wagen 생산 중)을 위한 현금확보가 필요했던 Magna의 니즈가 맞아떨어졌기 때문이다.

한온이 누릴 시너지는 크게 고객 다변화와 핵심기술 확보이다. 다양한 고객을 확보한 FP&C 인수를 통해 Captive 고객 (현대차그룹/Ford) 매출비중이 74%에서 62%로 축소되며 이들에 대한 단가협상 Bargaining Power가 개선될 수 있다. 또한 신규 고객들에 대한 기존 사업의 판매채널이 확충된다. 또한 BLDC (Brushless DC) Motor 및 ECU 기술 확보를 통해 생산원가 절감과 e-Comp를 비롯한 전장부품에 대한 상품성 개선 (전력효율 개선, 소형화, NVH (소음/진동/충격) 감소)이 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,703.7	422.5	292.1	547	26.7	3,424	23.6	3.8	11.6	16.4	33.3
2017	5,585.7	468.4	288.6	541	-1.2	3,707	23.9	3.5	10.4	15.2	36.5
2018E	5,877.3	459.6	315.9	592	9.5	4,144	21.8	3.1	10.3	15.1	33.5
2019E	6,328.0	527.7	365.3	684	15.6	4,511	18.9	2.9	9.2	17.2	30.8
2020E	6,788.5	578.5	401.5	752	9.9	4,920	17.2	2.6	8.3	16.0	28.2

## 인수 통해 19년 영업이익 +20% 가능, 배당성향 합병 후에도 50% 이상 유지

한온과 FP&C 의 내부거래 상계는 제한적 수준에 그칠 예정이며, 이에 따라 인수 이후 한온의 예상 매출과 영업이익은 공시된 FP&C 의 예상 손익을 단순 합산할 경우 각각 +19% (기준 6.33 조원 → 신규 7.52 조원), +28% (기준 5,277 억원 → 신규 6,314 억원) 늘어날 수 있다 (19 년 3 월 이후 인수 절차가 종료될 예정이며, FP&C 19 년 예상 손익의 70%를 합산).

\$1.23bn (약 1.35 조원)의 인수비용은 상당 부분 차입을 통해 조달될 계획이며, 차입은 EPS 나 DPS 희석을 유발할 수 있는 방법은 지양되고 이자지급 부채 성격으로 조달될 예정이다. 차입금 증가로 다소간의 재무 건전성 지표 악화가 예상되나, 조달 금리를 3.5%로 가정해 이자부담이 350 억원 늘어나도 인수 기업의 EBITDA 가 2,000 억원 이상 유지될 수 있다는 점에서 한국신용평가, 한국기업평가 모두 신용등급에 변화요인이 부재하다고 판단했다.

그 밖에 배당 측면에서도 10 월 1 일 진행된 애널리스트 데이에서 인수를 통해 늘어난 이익 수준에서도 기존과 마찬가지로 50% 이상의 배당성향 정책을 유지한다고 밝혀 배당수익률의 추가적인 upside (예상 19 년 배당수익률 3.3%)가 실현 가능하다.

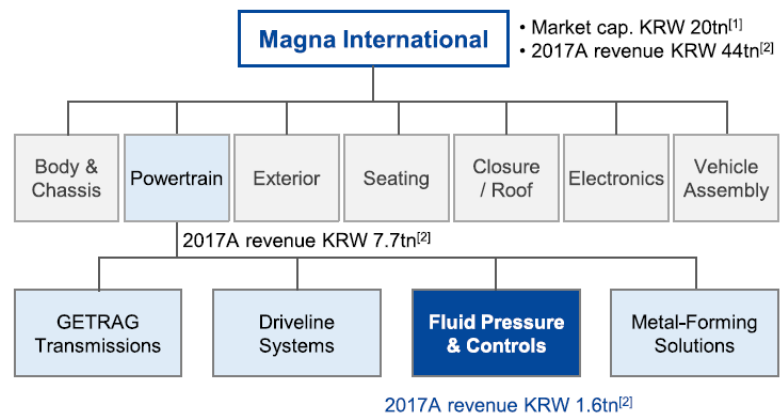
3Q18 실적은 주요 고객사의 출고판매 부진 (현대차 추석 및 신차 투입을 위한 라인조정, Ford 미중 무역전쟁에 따른 중국 판매부진 및 유럽 구조조정 진행)으로 시장기대치를 하회할 예정이다. 그러나 1) 판매성수기 진입 및 영업일수/국내공장 파업 기저효과로 4Q18 높은 분기 실적 회복이 예상되며, 2) 합리적 가격을 통한 인수합병을 통해 19 년 이후 높은 손익 성장 실현과 배당 수익률 확대가 가능한 한온에 대해 기존 Buy 투자 의견을 유지한다. 적정주가는 18 년 예상 EPS 에 친환경차 열관리 '시스템 공급'에 있어 유일한 경쟁사인 Denso 의 공조사업 (사업부별 가중평균 PER 밸류에이션 산출) 19E PER 25.9 배를 적용해 15,500 원으로 상향한다 (기존 14,000 원).

## Magna International FP&C 사업부문 Profile

한온에 인수된 Magna International FP&C 사업은 유럽 (매출비중 41%, 주요고객 VW/ Daimler), 북미 (35%, GM/ Ford/ FCA), 아시아 (25%, 현대차그룹/ Nissan/ Toyota)에서 10 개의 생산거점을 운영 중이며, 주요 부품은 Water Pump (18 년 기준 매출비중 Electronic 5%, Mechanical 7%), Electronic Cooling Fan (11%), Transmission Oil Pump (Electronic 5%, Mechanical 35%)이다.

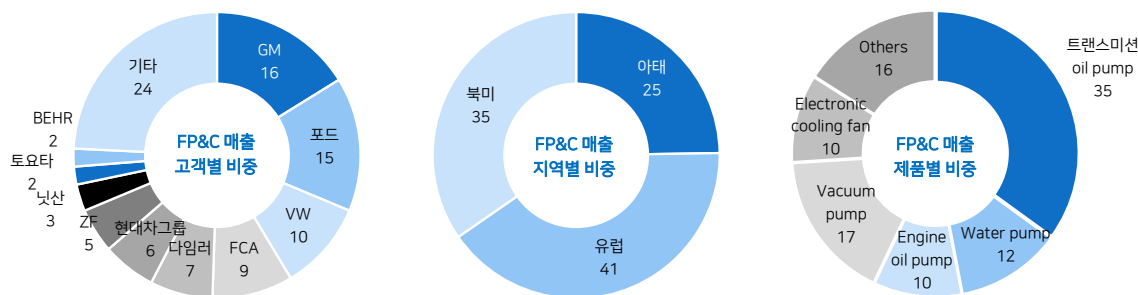
HEV/BEV 를 포괄한 친환경차 관련 매출비중은 Electronic Water Pump 및 Electronic Cooling Fan 일부 등을 포함해 약 7-8% 수준 (18 년 기준)이며, 한온시스템의 7.7%와 유사한 수준이다. 수주잔고에 근거한 향후 매출성장을 견인할 핵심 부품은 Electronic Water Pump (22 년 예상 매출비중 22%, Electronic Transmission Oil Pump (16%)이며 (수주 기반 예상매출 18 년 \$1.55bn → 22 년 \$1.70bn), Electronic Water Pump 성장에 근거해 친환경차 관련 매출비중은 22 년까지 25% 수준으로 확대될 전망이다.

그림1 한온, Magna International의 FP&C (Magna 내 매출 비중 3.6%) 사업 인수 결정



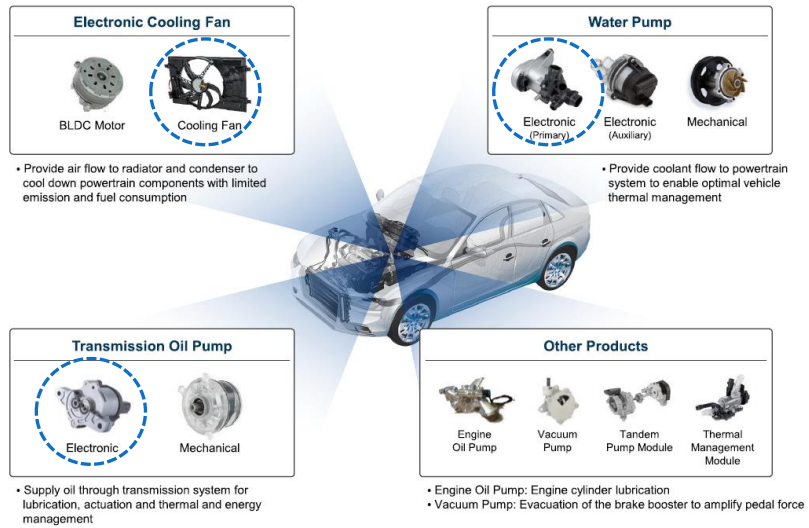
자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 FP&C 사업은 다양한 고객 · 지역 · 부품 포트폴리오를 보유



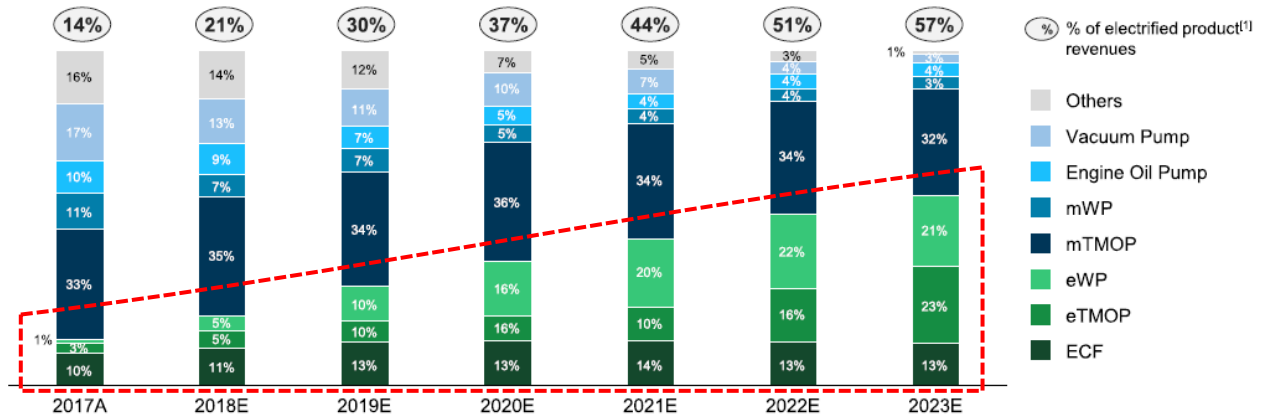
자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 FP&amp;C 주력 생산 부품은 Cooling Fan, Water Pump, Transmission Oil Pump



자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

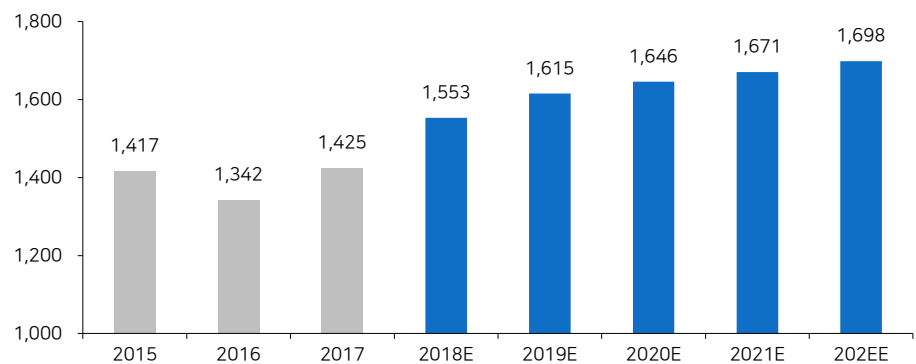
그림4 Electronic 부품 매출 확대가 예상되며, 친환경차 관련 부품 (Electronic Water Pump, Electronic Cooling Fan 일부) 매출비중은 7%



자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Electronic 신규 수주 확대에 안정적인 매출성장 전망 (수주 기반 매출 가이던스)

(백만달러) FP&amp;C 매출액




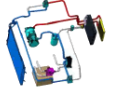


자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

## FP&C 인수를 통해 누리게 될 시너지

한온이 누릴 시너지는 크게 고객 다변화와 핵심기술 확보이다. 다양한 고객에 부품을 공급 중인 FP&C 인수를 통해 기존 Captive 고객 (현대차그룹/Ford) 매출비중이 74%에서 62%로 축소되며, 이들에 대한 단가협상 Bargaining Power 가 개선될 수 있다. 또한 신규 고객들 (일본 및 유럽 OEM)에 대한 기존 사업 분야의 신규 판매채널이 확충된다.






또한 BLDC (Brushless DC Motor 및 ECU 기술 확보를 통해 생산원가 절감과 e-Compressor 를 비롯한 전장부품에 대한 상품성 개선 (전력효율 개선, 소형화, NVH (소음/진동/충격) 감소) 및 판매 역량 강화가 가능하다.

그림6 한온시스템의 친환경차 관련 부품 포트폴리오

<b>e-Compressor</b> <b>Functions</b> Compressor that independently operates by battery power, without connection to engine power 	<b>Heat Pump System</b> <b>Functions</b> Integrated system that heats and cools cabin efficiently through redirection of the refrigerant via valves 
<b>Battery Cooler (BTMS[1])</b> <b>Functions</b> Plate-to-plate heat exchanger that transfers thermal energy to optimize temperature of battery systems 	<b>Electronic Water Pump &amp; Valve</b> <b>Functions</b> Precise and active control of coolant pressure and flow with electronic controls to cool down powertrain 

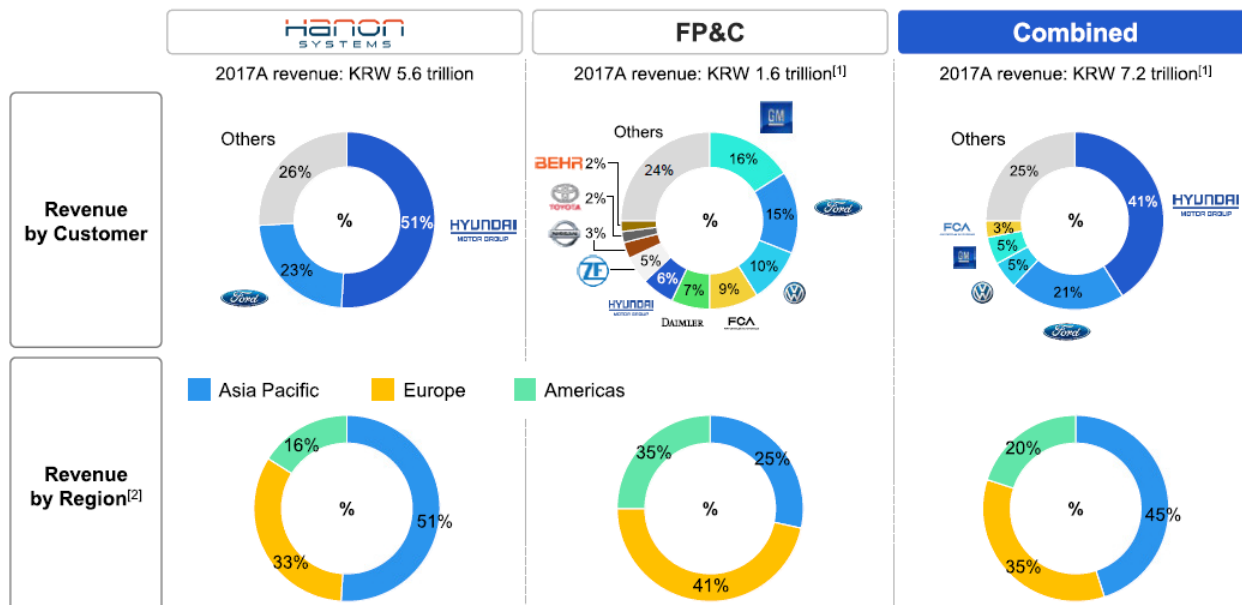
자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 한온시스템 친환경차 관련 부품 포트폴리오에 적용 가능한 FP&C의 핵심기술

FP&C Technologies		Hanon's Applicable Products				
						
Technology						
<b>E&amp;E design</b>		✓	✓	✓	✓	✓
<b>Fluid mechanics</b>		✓	✓	✓	✓	✓
<b>Inverter</b>		✓	✓	✓	✓	✓
<b>BLDC motor</b>		✓	✓	✓	✓	✓

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 FP&C 인수를 통해 Captive 고객 매출비중 축소 (Bargaining Power 개선) 및 고객 다변화 (신규 판매채널 확대)가 가능



Notes:

[1] FX rate of KRW/US\$ 1,131 in 2017A; Transaction scope only; [2] Hanon regional revenue based on revenue of legal sales entities

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림9 상품성 경쟁력 강화와 친환경차 보급 확대에 따라 한온의 CPV (Cost Per Vehicle, 부품 납품 단가) 성장 잠재력 확대

	CPV in ICE	CPV in HEV	CPV in BEV
<b>Total</b>	<b>\$450 ~\$550</b>	<b>\$1,100 ~1,300</b>	<b>\$1,500 ~1,700</b>
HVAC		Addition of high voltage heater	Addition of inner condenser, high voltage heater, and enhanced blower motor
Powertrain cooling		Adoption of BLDC motor and addition of battery cooler	Installation of sophisticated battery thermal management system
Fluid Transport		Minimal CPV increase with similar A/C line set-up	Increased fluid mechanics complexity and length extension
Compressor		Evolution from mechanical to electric compressor	Evolution from mechanical to electric compressor
Pumps & Valves		Addition of electronic pumps	Addition of high-power electronic pumps

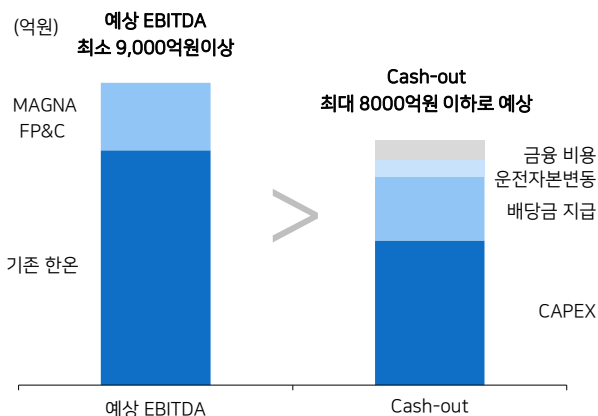
자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표1 FP&amp;C 실적 가이드스

(단위: 백만달러, %)	실적			추정				
	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
매출액	1,416.8	1,342.2	1,425.4	1,553.1	1,615.4	1,646.0	1,671.0	1,698.3
증감율		-5.30%	6.20%	9.00%	4.00%	1.90%	1.50%	1.60%
연결조정전 매출액	1,668.4	1,589.3	1,708.9	1,863.5	1,922.3	1,958.8	1,988.5	2,021.0
증감율		-4.70%	7.50%	9.00%	3.20%	1.90%	1.50%	1.60%
매출액 대비 비율	117.80%	118.40%	119.90%	120.00%	119.00%	119.00%	119.00%	119.00%
연결조정	-251.7	-247.0	-283.6	-310.4	-307.0	-312.8	-317.5	-322.7
증감율		-1.80%	14.80%	9.50%	-1.10%	1.90%	1.50%	1.60%
매출액 대비 비율	-17.80%	-18.40%	-19.90%	-20.00%	-19.00%	-19.00%	-19.00%	-19.00%
매출원가	1,231.1	1,187.6	1,248.1	1,358.4	1,407.7	1,424.3	1,451.1	1,477.8
매출액 대비 비율	86.90%	88.50%	87.60%	87.50%	87.10%	86.50%	86.80%	87.00%
증감율		-3.50%	5.10%	8.80%	3.60%	1.20%	1.90%	1.80%
직접원가	978.3	933.9	980.3	1,051.5	1,093.1	1,114.7	1,132.9	1,152.7
매출액 대비 비율	69.10%	69.60%	68.80%	67.70%	67.70%	67.70%	67.80%	67.90%
증감율		-4.50%	5.00%	7.30%	4.00%	2.00%	1.60%	1.70%
제조간접원가	202.9	202.9	208.9	247.0	256.0	261.9	267.4	273.3
매출액 대비 비율	14.30%	15.10%	14.70%	15.90%	15.80%	15.90%	16.00%	16.10%
증감율		0.00%	2.90%	18.20%	3.70%	2.30%	2.10%	2.20%
감가상각비	49.9	50.8	58.9	59.9	58.6	47.7	50.8	51.7
매출액 대비 비율	3.50%	3.80%	4.10%	3.90%	3.60%	2.90%	3.00%	3.00%
증감율		1.90%	16.00%	1.60%	-2.10%	-18.70%	6.40%	1.90%
매출총이익	185.7	154.7	177.2	194.8	207.6	221.7	219.9	220.5
판매비와관리비	77.2	72.1	74.5	60.1	70.4	71.8	58.3	57.9
영업이익	108.5	82.5	102.8	134.7	137.2	149.9	161.6	162.6
(+) 감가상각비				59.9	58.6	47.7	50.8	51.7
(+) 무형자산상각비				16.6	16.6	16.6	1.8	-
EBITDA				211.2	212.4	214.2	214.1	214.3

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림10 인수에 따른 재무적 부담 우려는 불필요



자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 최근 사채 발행 금리는 높지 않았던 상황 (예상 금리 3.5%)

(십억원, %)	내역	연이자율	당기말
회사채	제7-1회 공모사채	2.00%	159.8
	제7-2회 공모사채	2.30%	139.7
	제8-1회 공모사채	1.90%	49.9
	제8-2회 공모사채	2.30%	189.6
	제8-3회 공모사채	2.80%	59.9
외화장기차입금	JCS	1.60%	7.5
	Federal Development Loans	0.00%	1.7
	Komerčni Bank	-	-
장기금융리스부채	Praxair	-	-
	FINSA	9.50%	11.4
	Air Product	8.00%	1.5
합계			621.0

주: 연이자율은 2017.12.31 기준

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

**표3 3Q18 실적은 Captive 고객업체의 출고판매 부진으로 시장기대치 하회 전망**

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,431.2	1,338.9	6.9	1,518.4	-5.7	1,458.6	-1.9
영업이익	109.0	100.7	8.3	100.8	8.1	117.3	-7.1
세전이익	105.6	101.2	4.4	97.4	8.5	115.0	-8.1
지배순이익	73.4	73.3	0.1	70.3	4.3	81.1	-9.5

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표4 그러나 4Q18 성수기 효과/영업일수 증가 통한 실적 회복으로 연간 기대치 부합 가능**

(십억원)	2018E			2019E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,877.3	5,896.9	-0.3	6,328.0	6,373.2	-0.7
영업이익	459.6	457.4	0.5	527.7	514.9	2.5
세전이익	446.0	445.7	0.1	518.1	515.8	0.4
순이익	315.9	316.3	-0.1	365.3	368.4	-0.8
영업이익률(%)	7.8	7.8	0.1%ppt	8.3	8.1	0.3%ppt
세전이익률(%)	7.6	7.6	0.0%ppt	8.2	8.1	0.1%ppt
순이익률(%)	5.4	5.4	0.0%ppt	5.8	5.8	0.0%ppt

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

**표5 FP&C 인수에 대한 손익반영은 B/S, C/F에 대한 연결재무제표 확인 후 진행 예정**

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,585.7	5,877.3	6,328.0
매출액 - 기존 추정	5,585.7	5,981.3	6,344.7
% change	0.0%	-1.7%	-0.3%
영업이익 - 신규 추정	468.4	459.6	527.7
영업이익 - 기존 추정	468.4	475.5	530.1
% change	0.0%	-3.3%	-0.4%
세전이익 - 신규 추정	421.5	446.0	518.1
세전이익 - 기존 추정	421.5	460.8	519.4
% change	0.0%	-3.2%	-0.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	288.6	315.9	365.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	288.6	326.5	366.2
% change	0.0%	-3.3%	-0.3%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	540.6	591.8	684.3
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	540.6	611.7	686.1
% change	0.0%	-3.3%	-0.3%

자료: 한온시스템, 메리츠증권증권 리서치센터



표6 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,449.0	1,373.3	1,338.9	1,424.5	1,386.9	1,518.4	1,431.2	1,540.8	5,585.7	5,877.3	6,328.0
(% YoY)	1.5	-7.9	4.4	-5.1	-4.3	10.6	6.9	8.2	-2.1	5.2	7.7
OP	127.2	102.7	100.7	137.9	95.2	100.8	109.0	154.6	468.4	459.6	527.7
(% YoY)	21.3	8.1	-5.6	18.8	-25.1	-1.8	8.3	12.1	10.9	-1.9	14.8
RP	103.2	98.4	101.2	118.7	90.1	97.4	105.6	153.0	421.5	446.0	518.1
(% YoY)	-0.9	11.7	-0.6	-2.4	-12.7	-1.1	4.4	28.9	1.4	5.8	16.2
NP	71.4	67.2	73.3	76.7	63.3	70.3	73.4	108.9	288.6	315.9	365.3
(% YoY)	4.2	11.8	6.3	-18.9	-11.3	4.7	0.1	41.9	-1.2	9.5	15.6
OP margin (%)	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	7.6	10.0	8.4	7.8	8.3
RP margin (%)	7.1	7.2	7.6	8.3	6.5	6.4	7.4	9.9	7.5	7.6	8.2
NP margin (%)	4.9	4.9	5.5	5.4	4.6	4.6	5.1	7.1	5.2	5.4	5.8

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표7 Denso의 공조사업 PER을 18E EPS에 적용해 적정주가 15,500원으로 상향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 덴소의 공조부문 밸류에이션 25.9배 적용	25.9배
한온시스템 18E EPS (원, b)	592원
Fair Value (원, c = a x b)	15,387원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>15,500원</b>
현재 주가 (10월 1일 기준 증가)	12,900원
<b>과리율 (%)</b>	<b>20.2%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,703.7	5,585.7	5,877.3	6,328.0	6,788.5
매출액증가율 (%)	2.6	-2.1	5.2	7.7	7.3
매출원가	4,804.9	4,639.4	4,935.5	5,281.2	5,649.7
매출총이익	898.9	946.2	941.8	1,046.8	1,138.9
판매관리비	476.3	477.8	482.2	519.1	560.4
영업이익	422.6	468.4	459.6	527.7	578.5
영업이익률	7.4	8.4	7.8	8.3	8.5
금융손익	-22.0	-13.7	-14.1	-22.6	-23.3
종속/관계기업손익	9.0	8.5	6.4	6.7	7.0
기타영업외손익	6.1	-41.8	-13.6	-9.6	-9.5
세전계속사업이익	415.7	421.5	446.0	518.1	569.0
법인세비용	111.9	123.1	120.4	139.9	153.6
당기순이익	303.8	298.4	325.6	378.2	415.4
지배주주지분 순이익	292.1	288.6	315.9	365.3	401.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	389.2	566.7	561.0	590.8	636.1
당기순이익(손실)	303.8	298.4	325.6	378.2	415.4
유형자산상각비	175.8	180.6	192.7	198.3	213.9
무형자산상각비	10.4	20.9	31.2	36.9	42.2
운전자본의 증감	-204.9	-31.4	-48.7	-44.7	-58.3
투자활동 현금흐름	-451.9	-346.5	-354.5	-499.1	-395.2
유형자산의증가(CAPEX)	-249.7	-322.1	-360.0	-380.0	-383.8
투자자산의감소(증가)	0.9	-11.5	-26.6	-35.7	-9.8
재무활동 현금흐름	48.3	-56.2	-245.2	-51.1	-199.5
차입금의 증감	266.3	83.5	-159.8	130.4	-2.0
자본의 증가	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-22.0	142.1	-38.3	40.6	41.4
기초현금	447.1	425.2	567.3	529.0	569.5
기말현금	425.2	567.3	529.0	569.5	611.0

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151.0	2,241.3	2,219.8	2,397.3	2,564.1
현금및현금성자산	425.2	567.3	529.0	569.5	611.0
매출채권	930.9	883.1	928.6	968.2	1,004.7
재고자산	429.7	468.6	446.7	496.2	539.3
비유동자산	1,708.8	1,878.3	2,153.1	2,444.0	2,718.0
유형자산	1,178.1	1,262.0	1,430.1	1,612.5	1,783.2
무형자산	350.3	437.7	536.4	633.3	725.0
투자자산	98.7	118.7	124.9	134.4	144.2
자산총계	3,859.7	4,119.6	4,372.9	4,841.2	5,282.1
유동부채	1,463.4	1,299.5	1,538.8	1,826.3	2,065.4
매입채무	700.3	732.9	741.8	759.4	780.7
단기차입금	301.3	133.8	287.7	302.1	317.2
유동성장기부채	0.0	0.0	80.0	80.0	80.0
비유동부채	511.4	788.7	569.2	553.9	537.8
사채	299.3	598.9	359.3	341.4	324.3
장기차입금	26.4	9.2	32.3	33.9	33.9
부채총계	1,974.8	2,088.1	2,107.9	2,380.2	2,603.2
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-23.1	-22.4	-22.4	-23.1	-23.1
기타포괄이익누계액	-139.3	-126.1	-126.1	-126.1	-126.1
이익잉여금	1,936.6	2,073.8	2,307.4	2,504.1	2,721.9
비지배주주지분	57.3	52.8	52.8	52.8	52.8
자본총계	1,884.9	2,031.5	2,265.0	2,461.0	2,678.9

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	10,685	10,464	11,010	11,855	12,717
EPS(지배주주)	547	541	592	684	752
CFPS	796	1,063	991	1,067	1,145
EBITDAPS	1,140	1,255	1,281	1,429	1,563
BPS	3,424	3,707	4,144	4,511	4,920
DPS	225	305	340	370	400
배당수익률(%)	1.7	2.4	2.6	2.9	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	23.6	23.9	21.8	18.9	17.2
PCR	14.4	14.1	12.8	11.5	10.5
PSR	10,685	10,464	11,010	11,855	12,717
PBR	3.8	3.5	3.1	2.9	2.6
EBITDA	608.7	669.9	683.5	762.9	834.5
EV/EBITDA	11.6	10.4	10.3	9.2	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	15.2	15.1	17.2	16.0
EBITDA 이익률	10.7	12.0	11.6	12.1	12.3
부채비율	33.3	36.5	33.5	30.8	28.2
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	2,025.2	2,368.2	2,278.2	2,564.3	2,756.0
매출채권회전율(x)	5.9	6.2	6.5	6.7	6.9
재고자산회전율(x)	14.0	12.4	12.8	13.4	13.1

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성,이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.11	기업브리프	Hold	10,500	김준성	-3.5	15.7	
2017.02.15	기업브리프	Hold	9,500	김준성	2.4	20.5	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	12,000	김준성	0.4	9.6	
2017.10.16	기업브리프	Buy	15,000	김준성	-12.6	-3.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김준성	-17.4	-12.5	
2018.02.12	기업브리프	Buy	16,000	김준성	-21.2	-12.5	
2018.04.16	산업분석	Buy	16,000	김준성	-24.9	-12.5	
2018.07.03	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-23.0	-20.0	
2018.08.10	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-17.6	-5.4	
2018.10.02	기업브리프	Buy	15,500	김준성	-	-	