



한온시스템 (018880)

1Q21 Preview: 낮아진 컨센서스에 부합할 전망

▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 02-3772-7693

Hold (유지)

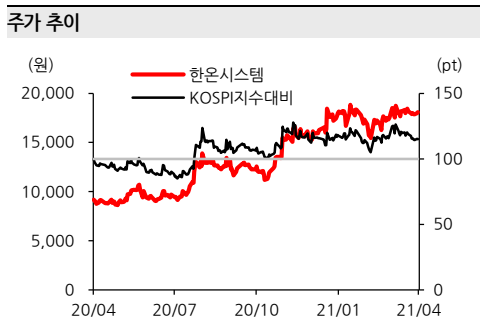
목표주가(유지): 18,000원

현재 주가(4/21)	17,350원
상승여력	▲3.7%
시가총액	92,614억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	18,850 / 8,610원
90 일 일평균 거래대금	358.4억원
외국인 지분율	19.6%
주주 구성	
한앤코오토홀딩스 (외 2 인)	70.0%
국민연금공단 (외 1 인)	6.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.9	-4.4	38.2	89.0
상대수익률(KOSPI)	-5.2	-4.8	4.5	20.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	7,154	6,873	7,861	8,568
영업이익	484	316	526	644
EBITDA	865	784	1,033	1,159
지배주주순이익	319	110	332	432
EPS	597	207	622	810
순차입금	2,032	2,060	2,108	2,086
PER	18.7	78.6	27.9	21.4
PBR	2.7	4.1	4.1	3.7
EV/EBITDA	9.2	13.7	11.0	9.8
배당수익률	2.9	2.0	1.8	2.0
ROE	15.0	5.1	15.1	18.0



한온시스템은 낮아진 시장 기대치에 부합하는 1Q21 실적을 기록할 전망이다. 장기적인 성장 가시성은 높으나, Valuation 부담이 지속되고 있습니다.

1Q21 실적 Preview: 컨센서스 부합 전망

한온시스템의 1Q21 예상 실적은 매출액 1조 8,273억원(+9.1%, 이하 YoY), 영업이익 1,007억원(+68.5%), 당기순이익 679억원(+104.4%)으로 낮아진 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 다만 올해초 대비 영업이익 컨센서스가 -19.3% 낮아졌다는 점을 고려하면 부진한 실적이며, 이는 ①반도체 공급 부족으로 인한 완성차 생산 차질, ②일부 운반비 증가 등에 기인한다. 특히 1분기에는 현대차기아가 다른 OEM 대비 생산 차질이 미미했기 때문에, 국내 부품사 중 고객사가 가장 다변화되어있는 한온시스템이 상대적으로 더 큰 영향을 받았을 것으로 보인다.

올해 실적 · BEV向 매출 성장 모두 상저하고 패턴 예상

올해 실적은 상저하고의 패턴을 보일 전망이다(OP: 1H21 2,186억원, 2H21 3,077억원). 2Q21에 북미·유럽 고객사뿐만 아니라 현대차기아도 본격적으로 반도체 부족의 영향을 받을 수 있겠으나 완성차 수요 자체는 견조하기 때문이다. BEV向 매출 성장 또한 ①북미 전기차社 발주 감소, ②E-GMP 전기차 출시 지연 등으로 인해 상반기에 둔화될 것으로 예상된다. 그러나 3Q21부터는 ①아이오닉5 국내·유럽 판매 온분기 반영, ②EV6 인도 개시, ③ VW MEB 전기차 유럽·중국 내 생산량 확대 등이 예정되어 있어 재차 높은 성장세를 나타낼 것으로 기대된다.

투자 의견 'Hold', 목표주가 18,000원 유지

투자 의견 'Hold'와 목표주가 18,000원을 유지한다. 금번 실적 추정치 조정에 따라 한온시스템의 '21E PER은 27.9배로 상승했다. 기존에도 글로벌 Peer 대비 Multiple이 높았기 때문에, 실적 부진 현실화로 인한 Valuation 부담 가중은 주가에 하방 압력으로 작용할 수 있다. 한온시스템의 최근 주가는 대주주의 Exit 움직임이 수면 위로 드러나면서(매각주간사 선정 완료 등), 부품사 전반에 걸친 실적 우려에도 불구하고 횡보하는 모습이다. 그러나 향후 한국타이어의 우선매수권 행사 여부 공식화>인수 후보 선정>인수자와 인수조건 확정 등의 절차를 거치면서 불확실성이 해소될수록 주가는 점차 펀더멘털을 중심으로 움직일 가능성이 높다고 판단한다.

[표1] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	6,873	7,861	8,568	1,675	1,195	1,901	2,101	1,827	1,894	1,975	2,165
한국	2,085	2,394	2,549	455	491	531	607	562	602	563	667
아시아	1,166	1,240	1,316	229	219	334	383	265	255	333	387
미주	1,343	1,480	1,602	395	132	413	403	346	353	380	401
유럽	2,279	2,747	3,100	596	353	623	708	654	685	698	710
영업이익	316	526	644	60	-58	120	194	101	118	136	172
순이익	113	337	441	33	-60	51	90	68	74	83	113
yoy 증가율											
매출액	-3.9%	14.4%	9.0%	17.2%	-37.2%	2.2%	7.1%	9.1%	58.4%	3.9%	3.1%
영업이익	-34.7%	66.6%	22.3%	-36.1%	적전	11.8%	13.6%	68.5%	흑전	13.6%	-11.6%
순이익	-64.8%	197.3%	30.7%	-41.2%	적전	-32.8%	-24.8%	104.4%	흑전	62.7%	25.9%
이익률											
영업이익	4.6%	6.7%	7.5%	3.6%	-4.8%	6.3%	9.2%	5.5%	6.2%	6.9%	7.9%
순이익	1.7%	4.3%	5.1%	2.0%	-5.1%	2.7%	4.3%	3.7%	3.9%	4.2%	5.2%

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

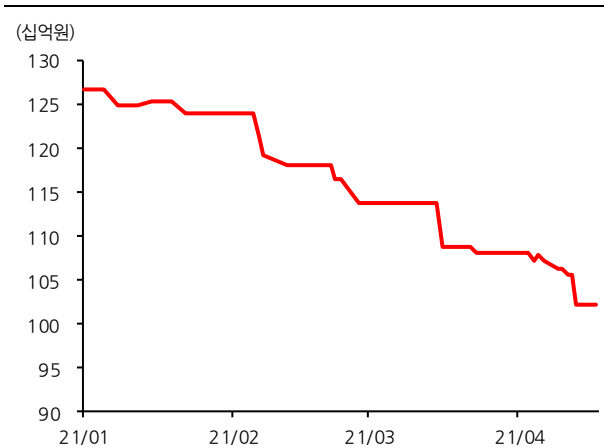
[표1] 한온시스템 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 전		변경 후		차이	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
매출액	7,983	8,668	7,861	8,568	-1.5%	-1.2%
영업이익	542	632	526	644	-2.9%	1.8%
margin	6.8%	7.3%	6.7%	7.5%	-0.1%p	0.2%p
순이익	355	430	337	441	-5.0%	2.5%

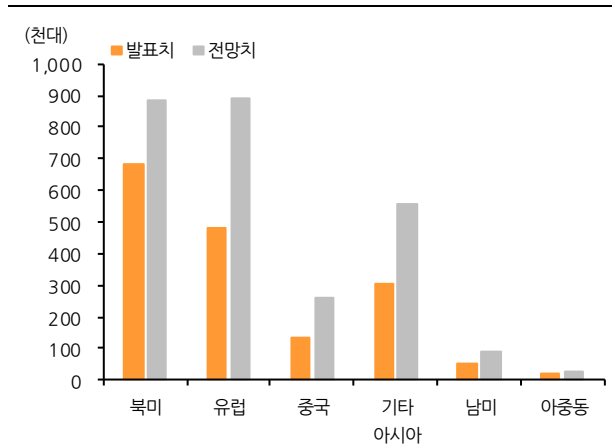
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 1Q21 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 반도체 부족에 따른 완성차 생산 차질 규모



주: 4월 19일 누적 기준

자료: AutoForecast Solutions, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,938	7,154	6,873	7,861	8,568
매출총이익	913	1,034	864	1,137	1,322
영업이익	434	484	316	526	644
EBITDA	701	865	784	1,033	1,159
순이자손익	-18	-63	-85	-65	-58
외화관련손익	0	19	-29	10	9
지분법손익	6	4	3	9	12
세전계속사업손익	380	407	140	431	564
당기순이익	284	323	113	337	441
지배주주순이익	278	319	110	332	432
증가율(%)					
매출액	6.3	20.5	-3.9	14.4	9.0
영업이익	-7.4	11.5	-34.7	66.6	22.3
EBITDA	4.7	23.3	-9.3	31.8	12.1
순이익	-4.9	13.7	-64.8	197.3	30.7
이익률(%)					
매출총이익률	15.4	14.5	12.6	14.5	15.4
영업이익률	7.3	6.8	4.6	6.7	7.5
EBITDA 이익률	11.8	12.1	11.4	13.1	13.5
세전이익률	6.4	5.7	2.0	5.5	6.6
순이익률	4.8	4.5	1.7	4.3	5.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	471	778	796	453	546
당기순이익	284	323	113	337	441
자산상각비	268	381	468	507	515
운전자본증감	-187	-11	65	-144	-92
매출채권 감소(증가)	-82	185	38	-273	-149
재고자산 감소(증가)	-45	58	-40	-38	-56
매입채무 증가(감소)	64	-155	105	208	66
투자현금흐름	-577	-1,935	-594	-602	-644
유형자산처분(취득)	-410	-425	-398	-392	-429
무형자산 감소(증가)	-144	-208	-199	-211	-223
투자자산 감소(증가)	-7	-5	0	-6	-2
재무현금흐름	564	829	485	-149	-189
차입금의 증가(감소)	697	980	639	41	-7
자본의 증가(감소)	-172	-173	-153	-190	-183
배당금의 지급	-172	-173	-153	-190	-183
총현금흐름	753	909	853	596	638
(-)운전자본증가(감소)	-22	123	-224	144	92
(-)설비투자	420	441	402	405	442
(+)자산매각	-134	-191	-195	-198	-211
Free Cash Flow	220	153	480	-150	-106
(-)기타투자	225	1,185	156	-7	-10
잉여현금	-4	-1,032	324	-143	-96
NOPLAT	324	383	256	412	503
(+) Dep	268	381	468	507	515
(-)운전자본투자	-22	123	-224	144	92
(-)Capex	420	441	402	405	442
OpFCF	194	199	546	370	484

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,922	3,465	3,524	3,480
현금성자산	1,055	714	1,373	1,080	794
매출채권	990	1,209	1,147	1,420	1,569
재고자산	506	613	630	668	724
비유동자산	2,497	4,160	4,343	4,408	4,494
투자자산	362	437	497	478	499
유형자산	1,551	2,130	2,224	2,245	2,292
무형자산	564	1,593	1,622	1,685	1,704
자산총계	5,356	7,082	7,807	7,932	7,974
유동부채	1,867	2,091	2,718	2,968	3,111
매입채무	1,078	1,275	1,375	1,583	1,649
유동성이자부채	492	436	956	997	990
비유동부채	1,357	2,653	2,850	2,561	2,208
비유동이자부채	1,187	2,310	2,477	2,192	1,890
부채총계	3,224	4,745	5,568	5,529	5,319
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-21	-20	-11	-11	-11
이익잉여금	2,180	2,318	2,257	2,399	2,649
자본조정	-175	-135	-182	-164	-165
자기주식	0	0	-1	-1	-1
자본총계	2,132	2,338	2,239	2,403	2,653

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	520	597	207	622	810
BPS	3,816	4,153	3,967	4,268	4,733
DPS	320	320	320	320	350
CFPS	1,410	1,704	1,599	1,117	1,196
ROA(%)	5.9	5.1	1.5	4.2	5.4
ROE(%)	13.8	15.0	5.1	15.1	18.0
ROIC(%)	13.8	11.1	6.1	9.6	11.1
Multiples(x, %)					
PER	20.8	18.7	78.6	27.9	21.4
PBR	2.8	2.7	4.1	4.1	3.7
PSR	1.0	0.8	1.3	1.2	1.1
PCR	7.7	6.5	10.2	15.5	14.5
EV/EBITDA	9.1	9.2	13.7	11.0	9.8
배당수익률	3.0	2.9	2.0	1.8	2.0
안정성(%)					
부채비율	151.2	203.0	248.6	230.1	200.5
Net debt/Equity	29.3	86.9	92.0	87.7	78.6
Net debt/EBITDA	89.0	235.1	262.8	204.1	180.0
유동비율	153.1	139.7	127.5	118.7	111.9
이자보상배율(배)	17.8	6.8	3.5	7.5	10.4
자산구조(%)					
투자자본	65.1	78.8	69.2	73.9	78.2
현금+투자자산	34.9	21.2	30.8	26.1	21.8
자본구조(%)					
차입금	44.1	54.0	60.5	57.0	52.0
자기자본	55.9	46.0	39.5	43.0	48.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 4월 22일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준호)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.03.18	2021.03.19	2021.04.22	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	
목표가격		박준호	18,000	18,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.19	Hold	18,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%