



기업분석 | 자동차/타이어

Analyst

유지웅

02 3779 8886

jwyo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	18,000 원
현재주가	14,400 원

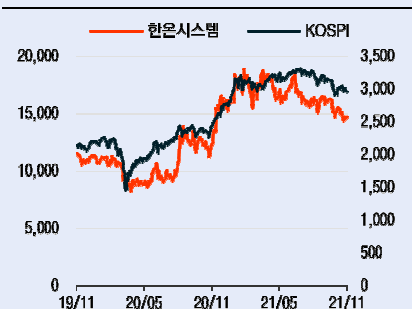
컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(11/9)	2,962.46 pt
시가총액	76,867 억원
발행주식수	533,800 천주
52주 최고가 / 최저가	18,850 / 12,150 원
90일 일평균거래대금	129.34 억원
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(21.12E)	2.5%
BPS(21.12E)	4,155 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.8%
	6개월 -5.1%
	12개월 -4.9%
주주구성	한엔코오도홀딩스 (외 2인) 70.0%
	국민연금공단 (외 1인) 5.0%
	정춘식 (외 1인) 0.0%

Stock Price



한온시스템 (018880)

3Q21 Review: 예상된 비용부담

3Q21 Preview: 영업이익 706억원(YoY -40.9%), 예상된 부진

한온시스템의 3Q21 매출액 및 영업이익은 각각 1.7조원(YoY -10.4%), 706억원(YoY -40.9%)을 기록했다. 영업이익은 이미 낮아진 시장 기대치인 822억원을 하회했는데, 물류 병목현상 심화로 운송비만 360억원 가량 초과발생 했고 VW, Ford 등 주력 고객 OEM들의 생산물량이 최대 YoY -33%까지 하락하며 외형 축소에 결정적 영향을 미친 것으로 보인다. EV 매출 비중은 21%를 기록했는데, 주력 EV고객사들의 생산차질로 인해 3Q21의 글로벌 EV시장 성장세 대비로는 하회한 것으로 판단된다.

관전 포인트는 4Q21 고객사의 생산회복

4Q21 들어서도 동사의 최대 관전포인트는 주력 고객사들의 생산회복 흐름이다. 동사는 주력으로 현대차그룹 외에 Ford와 VW에 대한 노출도가 크다, Ford의 경우 4Q21 들어서는 주력 픽업트럭들을 중심으로 뚜렷한 생산회복이 나타나고 있고 현대기아 역시 핵심 라인업들을 위주로 10월의 회복세가 뚜렷하게 나타났다. 특히 동사가 주력으로 대응하고 있는 E-GMP의 물량 역시 월생산 2.8만대 수준으로 증가했기 때문에 EV매출 Mix는 4Q21에 한층 뚜렷한 증가세를 보일 것으로 기대한다. 4Q21 영업이익은 943억원(YoY -51.5%)을 기록할 것으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 18,000원으로 하향조정

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 18,000원으로 하향조정 한다. 목표주가는 2023년 EPS에 Target P/E 24x를 적용한 수치다. 반도체 공급차질로 인한 고객사 생산차질로 인해 동사의 핵심지표인 EV매출 성장세가 기존의 전망치 대비 지연된 것으로 보인다. 공급차질 현상이 2022년에도 지속될 가능성을 적용해 2022년 EPS는 기존대비 14% 가량 하향조정했다. 다만 주가는 물류관련 약재를 상당부분 반영하고 있는 것으로 보이며, 4Q21 고객사 가동률 개선흐름과 함께 회복세를 시현할 것으로 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,154	6,873	7,238	7,343	7,857
영업이익	484	316	360	498	604
세전계속사업손익	407	140	334	426	533
순이익	323	114	271	332	414
EPS (원)	597	207	497	609	761
증감률 (%)	14.7	-65.4	140.2	22.6	25.0
PER (x)	18.7	78.6	29.0	23.7	18.9
PBR (x)	2.7	4.1	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA (x)	9.2	13.7	12.2	10.6	9.5
영업이익률 (%)	6.8	4.6	5.0	6.8	7.7
EBITDA 마진 (%)	12.1	11.4	11.6	13.0	13.4
ROE (%)	15.0	5.1	12.2	14.2	16.6
부채비율 (%)	203.0	248.6	230.7	222.6	211.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한온시스템 3Q21 Review: 영업이익 706 억원, 기대치 하회

(십억원)	3Q21P	3Q20	YoY(%)	2Q21	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	1,704.0	1,901.0	-10.4	1,852.1	-8.0	1,726.3	-1.3
영업이익	70.6	119.5	-40.9	100.4	-29.7	82.2	-14.1
영업이익률(%)	4.1	6.3		5.4		4.8	
순이익(지배)	51.1	49.2	3.5	96.7	-47.2	61.2	-16.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 한온시스템 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	7,238	7,343	7,390	7,702	-2.1	-4.7
영업이익	359	498	395	569	-9.1	-12.4
영업이익률(%)	5.0	6.8	5.3	7.4		
순이익(지배)	265	325	281	379	-5.6	-14.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 한온시스템 Valuation: 기존 18,000 원으로 하향

구분	단위	가치	비고
EPS	원	761	2023년 기준
Target P/E	배	24	2023년 기준
목표주가	원	18,000	2015~2017년 동사 P/E밴드 상단 대비 프리미엄 적용
현재주가	원	14,400	
Upside	(%)	25	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 한온시스템 실적 추이 및 전망: 2022년까지 물류비용 차질 가능성 반영

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	6,872	1,869	1,852	1,704	1,813	7,238	1,701	1,876	1,837	1,929	7,343
한국	2,066	505	612	511	589	2,217	515	655	547	636	2,352
아시아	1,075	299	296	327	331	1,253	305	317	347	357	1,326
미주	1,636	467	389	392	402	1,650	380	391	427	410	1,608
유럽	2,095	598	555	474	491	2,119	501	513	517	525	2,056
EV 비중(%)	22	20	22	21	23	22	24	25	28	30	27
매출원가	6,009	1,647	1,627	1,505	1,592	6,371	1,488	1,622	1,573	1,647	6,331
매출원가율(%)	87	88.1	87.8	88.3	87.8	88	87.5	86.5	85.6	85.4	86
판관비	549	128	124	128	127	507	119	131	129	135	514
판관비율(%)	8	6.8	6.7	7.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
영업이익	315.5	94.0	100.4	70.6	94.3	359.3	93.5	121.9	136.0	146.6	498.0
영업이익률(%)	4.6	5.0	5.4	4.1	5.2	5.0	5.5	6.5	7.4	7.6	6.8
기타손익	-175.7	-19.3	29.7	-17.6	-18.1	-25.3	-18.0	-18.0	-18.0	-17.9	-71.9
세전이익	140	75	130.1	53.0	76.2	334	75.5	103.9	118.0	128.7	426
당기순이익	113	60.1	98.9	52.2	59.3	271	58.7	80.8	91.8	100.1	332
지배순이익	110	59	97	51	58	265	58	79	90	98	325
EPS(원)	207	110	182	96	109	497	108	148	169	184	609
YoY(%)											
매출액	-3.9	11.6	55.0	-10.4	-13.7	5.3	-9.0	1.3	7.8	6.4	1.4
영업이익	-34.8	57.5	-273.1	-40.9	-51.5	13.9	-0.5	21.4	92.6	55.5	38.6
지배순이익	-65.4	73.0	-264.2	4.0	-32.5	140.2	-2.3	-18.3	76.0	68.8	22.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,922	3,465	3,382	3,624	3,910
현금 및 현금성자산	687	1,325	845	933	1,043
매출채권 및 기타채권	1,209	1,147	1,589	1,691	1,810
재고자산	613	630	571	607	650
기타유동자산	414	362	377	392	408
비유동자산	4,160	4,343	4,357	4,355	4,381
관계기업투자등	102	103	107	111	116
유형자산	2,130	2,224	2,104	1,974	1,879
무형자산	1,593	1,622	1,735	1,842	1,942
자산총계	7,082	7,807	7,739	7,978	8,291
유동부채	2,091	2,718	2,534	2,626	2,730
매입채무 및 기타채무	1,275	1,375	1,175	1,250	1,338
단기금융부채	436	956	956	956	956
기타유동부채	380	387	403	420	437
비유동부채	2,653	2,850	2,864	2,880	2,896
장기금융부채	2,310	2,477	2,477	2,477	2,477
기타비유동부채	344	373	387	403	419
부채총계	4,745	5,568	5,399	5,506	5,626
지배주주지분	2,217	2,117	2,218	2,351	2,543
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-20	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	2,318	2,257	2,352	2,484	2,677
비지배주주지분(연결)	121	122	122	122	122
자본총계	2,338	2,239	2,340	2,473	2,665

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	778	619	183	740	799
당기순이익(손실)	323	113	271	332	414
비현금수익비용가감	587	506	493	469	455
유형자산감가상각비	312	360	374	350	331
무형자산상각비	69	108	103	110	116
기타현금수익비용	206	38	16	9	8
영업활동 자산부채변동	-11	0	-580	-60	-70
매출채권 감소(증가)	185	260	-443	-102	-118
재고자산 감소(증가)	58	-122	60	-37	-43
매입채무 증가(감소)	-155	-198	-200	75	88
기타자산, 부채변동	-100	59	3	3	3
투자활동 현금	-1,935	-656	-493	-460	-476
유형자산처분(취득)	-425	-398	-254	-220	-236
무형자산 감소(증가)	-208	-199	-216	-216	-216
투자자산 감소(증가)	-5	0	-6	-6	-7
기타투자활동	-1,297	-60	-16	-17	-17
재무활동 현금	829	676	-171	-192	-214
차입금의 증가(감소)	980	839	0	0	0
자본의 증가(감소)	-171	-163	-171	-192	-214
배당금의 지급	171	171	171	192	214
기타재무활동	20	0	0	0	0
현금의 증가	-331	639	-480	88	110
기초현금	1,018	687	1,325	845	933
기말현금	687	1,325	845	933	1,043

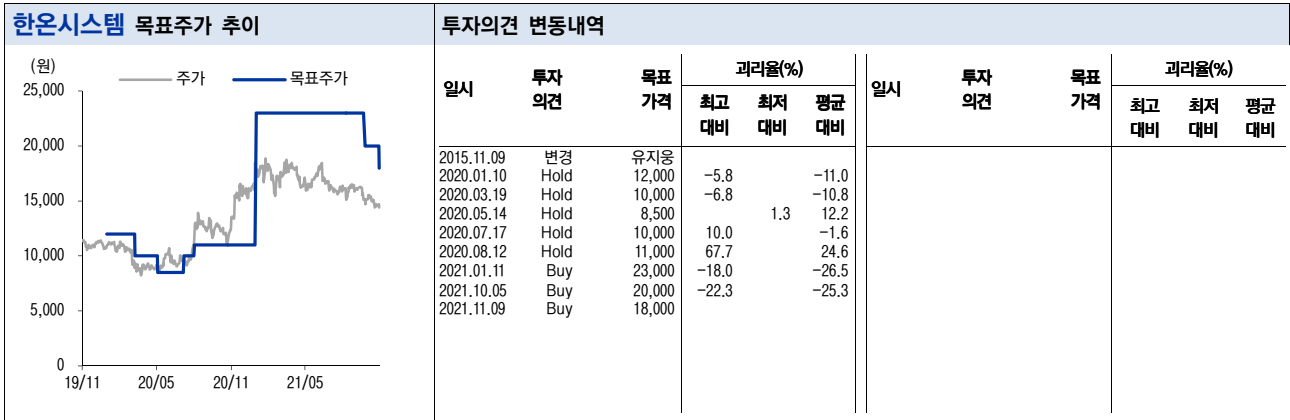
자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,154	6,873	7,238	7,343	7,857
매출원가	6,120	6,008	6,371	6,331	6,703
매출총이익	1,034	864	867	1,012	1,154
판매비 및 관리비	550	549	507	514	550
영업이익	484	316	360	498	604
(EBITDA)	865	784	837	958	1,051
금융손익	-44	-114	-59	-72	-71
이자비용	71	90	86	86	86
관계기업등 투자손익	4	3	0	0	0
기타영업외손익	-36	-65	33	0	0
세전계속사업이익	407	140	334	426	533
계속사업법인세비용	85	26	64	95	118
계속사업이익	323	114	271	332	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	323	114	271	332	414
지배주주	319	110	265	325	406
총포괄이익	323	114	271	332	414
매출총이익률 (%)	14.5	12.6	12.0	13.8	14.7
영업이익률 (%)	6.8	4.6	5.0	6.8	7.7
EBITDA마진률 (%)	12.1	11.4	11.6	13.0	13.4
당기순이익률 (%)	4.5	1.7	3.7	4.5	5.3
ROA (%)	5.1	1.5	3.4	4.1	5.0
ROE (%)	15.0	5.1	12.2	14.2	16.6
ROIC (%)	11.1	6.1	6.5	8.1	9.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	18.7	78.6	29.0	23.7	18.9
P/B	2.7	4.1	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	9.2	13.7	12.2	10.6	9.5
P/CF	6.5	14.0	10.1	9.6	8.8
배당수익률 (%)	2.9	2.0	2.5	2.8	2.8
성장성 (%)					
매출액	20.5	-3.9	5.3	1.4	7.0
영업이익	11.5	-34.7	14.0	38.4	21.3
세전이익	7.3	-65.7	138.8	27.6	25.0
당기순이익	13.7	-64.8	138.3	22.6	25.0
EPS	14.7	-65.4	140.2	22.6	25.0
안정성 (%)					
부채비율	203.0	248.6	230.7	222.6	211.1
유동비율	139.7	127.5	133.5	138.0	143.2
순차입금/자기자본(x)	86.9	92.0	108.5	99.0	87.7
영업이익/금융비용(x)	6.8	3.5	4.2	5.8	7.0
총차입금 (십억원)	2,746	3,433	3,433	3,433	3,433
순차입금 (십억원)	2,032	2,060	2,539	2,448	2,337
주당지표(원)					
EPS	597	207	497	609	761
BPS	4,153	3,967	4,155	4,404	4,765
CFPS	1,704	1,161	1,430	1,499	1,629
DPS	320	320	360	400	400



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 유지용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)