

2022. 11. 9



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA **장재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	9,000 원		
현재주가 (11.9)	8,190 원		
상승여력	9.9%		
KOSPI	2,424.41pt		
시가총액	43,718억원		
발행주식수	53,380만주		
유동주식비율	29.99%		
외국인비중	16.57%		
52주 최고/최저가	14,400원/7,210원		
평균거래대금	66.4억원		
주요주주(%)			
한앤코토타홀딩스	50.50		
한국타이어엔테크놀로지	19.49		
국민연금공단	5.00		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.8	-24.5	-43.1
상대주가	-5.4	-18.7	-30.5

주가그래프



한온시스템 018880

정체된 신규 수주의 개선 필요

- ✓ 매출, 우호적 환율 효과와 반도체 공급 정상화로 컨센서스 +3% 상회
- ✓ 영업이익과 지배주주 순이익, 여전히 높은 물류 비용과 원자재 비용, 그리고 유럽의 에너지 공급 가격 상승으로 컨센서스 각각 -16%, -67% 하회
- ✓ 유럽 에너지 비용 우려되나, 향후 물류 비용과 원자재 비용은 점진적 안정화 전망
- ✓ 2023년 4%대 영업이익률 회복 전망하나, 이익 회복률 유사한 Peer 그룹 대비 밸류 에이션 부담 여전. 차별화된 이익 성장 위한 수주 확장이 기업가치 개선의 조건

3Q22, 상반기에 이어 비용 부담 지속되며 실적 부진

매출 2,20조원 (+29% YoY)으로 컨센서스를 +3% 상회했다. 달러 강세에 따른 원화 환산 매출 증대 효과와 반도체 공급 정상화에 따른 전방산업 생산 증가 덕분이다. 수익성은 악화됐다. 영업이익 618억원 (-12%) · 지배주주 순이익 168억원 (-67%)으로 컨센서스를 각각 -16%, -67% 하회했다. 비용 부담이 여전했다. 물류 및 원자재 비용 부담이 지속됐고, 유럽 에너지 가격 상승에 따른 유틸리티 비용 확대됐다.

4Q22-2023년, 물류 및 원자재 비용 완화로 수익성 회복 전망

아직도 유럽의 에너지 비용 부담은 여전하다. 지난 10월 주요 국가 전력 가격은 2020년과 비교해 8-9배 높다. 다만, 2022년 전년동기 대비 영업이익률 -3.0%p 수준의 훼손을 야기한 물류 및 원자재 비용은 점진적 안정화가 진행 중이다. 2022년 연간 2.9%로 예상되는 영업이익률은 2023년 4.3%까지 회복할 수 있을 것이다. 2022년 -46% 감소할 예정인 지배주주 순이익 또한 2023년에는 +71% 회복한 2,830억원을 기록할 수 있을 것으로 전망한다.

Peer Group 대비 차별화되지 않는 이익 성장 vs. 높은 밸류에이션

2023년 대부분 부품 업체들은 비용 부담 완화로 높은 이익 회복이 기대된다. 한온시스템이 속한 열관리 Peer Group도 마찬가지다. 현재 Peer Group 2023년 순이익 성장률은 +74%로 전망되며, 2023년 평균 PER은 10.2배 (일반 부품 업체 7.9배)다. 한온시스템의 이익 성장률은 Peer Group과 유사하나, PER은 15.4배이다. 높은 밸류에이션이 정당화되기 위해서는 차별화된 실적 개선의 근거가 필요하다. 그러나 장기 매출 방향성을 가늠할 수 있는 연도별 수주 총액은 정체된 모습이다 (2017년 \$1.99bn, 2018년 \$1.60bn, 2019년 \$1.72bn, 2020년 \$0.92bn, 2021년 \$1.14bn, 2022년 목표 \$1.50bn). 향후 기업가치 방향에 대해 기존의 보수적 시각을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	7,154.2	483.8	318.5	597	14.7	4,153	13.7	2.0	7.2	15.8	108.1
2020	6,872.8	315.8	110.4	207	-65.4	3,967	39.6	2.1	8.0	5.1	145.9
2021	7,351.4	325.8	308.5	578	179.5	4,390	14.2	1.9	7.8	13.8	142.7
2022E	8,490.4	242.8	165.3	310	-46.4	4,508	26.5	1.8	8.3	7.0	149.7
2023E	8,943.0	384.5	283.0	530	71.2	4,693	15.4	1.7	7.0	11.5	144.4

표1 3Q22 영업이익, 물류·원자재 비용 부담 지속, 유틸리티 비용 확대로 컨센서스 -16% 하회

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,195.6	1,704.2	28.8	2,106.7	4.2	2,131.0	3.0	1,975.5	11.1
영업이익	61.8	70.6	-12.5	60.1	2.8	73.1	-15.5	49.4	25.1
세전이익	25.7	53.3	-51.9	14.6	76.0	63.8	-59.8	41.2	-37.7
순이익	16.8	50.9	-67.0	14.0	20.4	50.7	-66.8	29.7	-43.5
영업이익률(%)	2.8	4.1		2.9		3.4		2.5	
세전이익률(%)	1.2	3.1		0.7		3.0		2.1	
순이익률(%)	0.8	3.0		0.7		2.4		1.5	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 2022·2023년 영업이익, 컨센서스 각각 -10%·-19% 하회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,490.4	8,372.3	1.4	8,943.0	9,023.3	-0.9
영업이익	242.8	269.7	-10.0	384.5	476.4	-19.3
세전이익	218.3	210.5	3.7	367.4	416.9	-11.9
순이익	165.3	174.6	-5.3	283.0	314.3	-10.0
영업이익률(%)	2.9	3.2	-0.4p	4.3	5.3	-1.0p
세전이익률(%)	2.6	2.5	0.1p	4.1	4.6	-0.5p
순이익률(%)	1.9	2.1	-0.1p	3.2	3.5	-0.3p

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 유럽 에너지 비용 상승 반영해, 2023년 EPS 추정치를 -4.0% 하향

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	7,351.4	8,490.4	8,943.0
매출액 - 기존 추정	7,351.4	8,298.1	8,789.6
% change	0.0%	2.3%	1.7%
영업이익 - 신규 추정	325.8	242.8	384.5
영업이익 - 기존 추정	325.8	243.9	397.6
% change	0.0%	-0.4%	-3.3%
세전이익 - 신규 추정	354.6	218.3	367.4
세전이익 - 기존 추정	354.6	220.7	381.4
% change	0.0%	-1.1%	-3.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	308.5	165.3	283.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	308.5	164.3	294.9
% change	0.0%	0.6%	-4.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	578.0	309.6	530.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	578.0	307.8	552.4
% change	0.0%	0.6%	-4.0%

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,869.0	1,852.1	1,704.2	1,926.1	1,980.2	2,106.7	2,195.6	2,208.0	7,351.4	8,490.4	8,943.0
(% YoY)	11.6	54.9	-10.4	-8.3	5.9	13.8	28.8	14.6	7.0	15.5	5.3
OP	94.0	100.4	70.6	60.7	30.5	60.1	61.8	90.5	325.8	242.8	384.5
(% YoY)	57.5	-273.7	-41.0	-68.7	-67.6	-40.2	-12.5	49.1	3.2	-25.5	58.4
RP	75.3	130.6	53.3	95.4	29.9	14.6	25.7	148.1	354.6	218.3	367.4
(% YoY)	66.2	-261.3	-16.9	-14.3	-60.2	-88.8	-51.9	55.2	153.7	-38.5	68.3
NP	58.9	96.7	50.9	102.1	19.7	14.0	16.8	114.8	308.5	165.3	283.0
(% YoY)	72.7	-263.8	3.5	18.5	-66.5	-85.6	-67.0	12.5	179.5	-46.4	71.2
OP margin (%)	5.0	5.4	4.1	3.2	1.5	2.9	2.8	4.1	4.4	2.9	4.3
RP margin (%)	4.0	7.1	3.1	5.0	1.5	0.7	1.2	6.7	4.8	2.6	4.1
NP margin (%)	3.1	5.2	3.0	5.3	1.0	0.7	0.8	5.2	4.2	1.9	3.2

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표5 한온시스템의 23년 기준 PER은 전일 종가 기준 15.4배로 글로벌 경쟁 업체 대비 높은 수준, 예상 EPS 성장률 · 예상 ROE에 준거한 상대 비교 관점에서 한온시스템의 상대 매력도 비교 열위

기업명	시가총액 (조원)	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
Gentherm	3.1	34.4	22.4	-12.8	53.8	-	-	17.2	11.7	9.3	15.4
Valeo	5.8	19.4	10.3	34.5	109.3	1.1	1.0	3.7	3.1	6.0	12.0
Dana	3.3	22.8	9.3	-52.7	143.6	1.4	1.3	6.4	5.3	6.5	14.8
Denso	54.5	14.4	10.8	32.9	24.7	1.2	1.2	6.6	5.5	8.8	10.4
Continental	15.4	10.9	6.8	-17.1	59.4	0.8	0.8	3.7	2.9	6.5	12.2
Average (Trimmean)		18.9	10.2	1.0	74.1	1.2	1.1	5.6	4.6	7.3	13.0

주: 평균값은 최대치·최소치를 제외한 Trimmean을 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 보다 정확한 한온시스템의 적정 밸류에이션 산출을 위해, 최대 경쟁 업체인 Denso의 열관리 사업 PER을 사업부별 매출 비중으로 가중 평균하여 확인

(% , 배)	Denso의 사업부별 매출 비중		현재 Denso PER	사업부별 적용 PER	
	일반 부품 (a)	공조 및 열관리 (b)	Bloomberg 기준 (c)	일반 부품 (d)	공조 및 열관리 (e = (c- a / 100 x d) x 100 / b)
Denso	76	24	10.8	7.9	20.0

참고: 적정 PER 산정은 Denso 가 현재 거래되고 있는 PER 값에 각 사업부의 가치가 가중 평균되어 있다고 가정하고, 기타 사업의 가치를 배제한 공조 사업 만이 지닌 PER 값을 확인한 것

자료: Denso, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표7 Denso 열관리 사업의 적정 PER 20.0배를 23년 EPS에 적용해 산출한 적정 주가 9,000원 제시, 투자 의견 Hold 유지

적정 밸류에이션 PER (a) - Denso 공조 및 열관리 사업부문 PER	20.0배
한온시스템 2023E EPS (b)	530원
Fair Value (c = a x b)	9,099원
적정 주가 ('000 rounding)	9,000원
현재 주가 (11월 9일 기준 종가)	8,190원
과리율	+9.9%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	7,154.2	6,872.8	7,351.4	8,490.4	8,943.0
매출액증가율 (%)	20.5	-3.9	7.0	15.5	5.3
매출원가	6,119.9	6,008.4	6,502.4	7,675.8	7,970.1
매출총이익	1,034.3	864.4	849.0	814.7	972.9
판매관리비	550.5	548.6	523.2	571.8	588.3
영업이익	483.8	315.8	325.8	242.8	384.5
영업이익률	6.8	4.6	4.4	2.9	4.3
금융손익	-43.5	-96.6	-8.2	-26.6	-21.6
중속/관계기업손익	3.5	3.0	5.4	2.0	4.5
기타영업외손익	-76.6	-176.0	28.9	-24.6	-17.1
세전계속사업이익	407.3	139.8	354.6	218.3	367.4
법인세비용	84.6	26.3	43.9	45.3	76.3
당기순이익	322.6	113.5	310.7	172.9	291.1
지배주주지분 순이익	318.5	110.4	308.5	165.3	283.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	778.4	795.6	636.3	364.4	842.4
당기순이익(손실)	322.6	113.5	310.7	172.9	291.1
유형자산상각비	312.0	360.4	374.7	394.1	389.5
무형자산상각비	68.7	107.9	133.9	152.8	169.6
운전자본의 증감	-11.2	64.9	-189.5	-349.2	-43.1
투자활동 현금흐름	-1,935.3	-594.5	-557.3	-332.4	-751.3
유형자산의증가(CAPEX)	-441.4	-402.0	-387.7	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	3.5	-2.5	0.9	-57.6	-10.0
재무활동 현금흐름	829.4	484.6	-24.2	126.6	-184.0
차입금의 증감	1,030.6	693.4	234.8	223.0	8.1
자본의 증가	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-331.1	638.7	78.4	209.4	-92.9
기초현금	1,019.1	688.0	1,326.7	1,403.8	1,613.2
기말현금	686.7	1,325.4	1,403.8	1,613.2	1,520.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,922.4	3,464.7	3,551.7	4,272.4	4,231.9
현금및현금성자산	686.7	1,325.4	1,403.8	1,613.2	1,520.3
매출채권	1,173.3	1,097.3	882.7	1,358.5	1,341.4
재고자산	612.8	630.4	810.1	764.1	804.9
비유동자산	4,160.0	4,342.7	4,682.0	4,981.2	5,237.6
유형자산	2,130.4	2,223.6	2,336.3	2,342.2	2,352.7
무형자산	1,592.8	1,621.9	1,790.2	2,030.2	2,253.4
투자자산	109.0	124.4	145.8	186.8	196.7
자산총계	7,082.4	7,807.4	8,233.7	9,253.7	9,469.4
유동부채	2,091.5	2,718.4	2,813.5	3,716.6	3,817.5
매입채무	953.4	1,039.6	946.0	1,092.6	1,073.2
단기차입금	335.2	622.9	831.9	1,081.4	1,070.6
유동성장기부채	40.1	329.9	335.4	338.7	342.1
비유동부채	2,653.4	2,849.6	2,943.6	2,997.3	3,013.2
사채	1,585.9	1,596.2	1,706.0	1,740.1	1,774.9
장기차입금	565.2	718.5	661.3	641.5	622.2
부채총계	4,744.9	5,568.0	5,757.1	6,713.9	6,830.8
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-19.9	-10.9	-11.0	-11.0	-11.0
기타포괄이익누계액	-134.9	-181.3	-66.4	-66.4	-66.4
이익잉여금	2,318.2	2,257.3	2,368.4	2,431.5	2,530.4
비지배주주지분	120.7	122.0	133.4	133.4	133.4
자본총계	2,337.5	2,239.4	2,476.7	2,539.8	2,638.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	13,402	12,875	13,772	15,906	16,753
EPS(지배주주)	597	207	578	310	530
CFPS	1,286	2,483	2,630	3,022	2,848
EBITDAPS	1,620	1,469	1,563	1,479	1,768
BPS	4,153	3,967	4,390	4,508	4,693
DPS	320	320	360	360	400
배당수익률(%)	3.9	3.9	4.4	4.4	4.9
Valuation(Multiple)					
PER	13.7	39.6	14.2	26.5	15.4
PCR	6.3	7.6	5.4	6.1	5.2
PSR	13,402	12,875	13,772	15,906	16,753
PBR	2.0	2.1	1.9	1.8	1.7
EBITDA	864.5	784.0	834.3	789.7	943.6
EV/EBITDA	7.2	8.0	7.8	8.3	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.8	5.1	13.8	7.0	11.5
EBITDA 이익률	12.1	11.4	11.3	9.3	10.6
부채비율	108.1	145.9	142.7	149.7	144.4
금융비용부담률	1.0	1.3	1.2	1.0	1.0
이자보상배율(x)	678.1	352.5	380.4	278.0	431.6
매출채권회전율(x)	6.8	6.1	7.4	7.6	6.6
재고자산회전율(x)	12.8	11.1	10.2	10.8	11.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

