

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

8,100
유지

현재주가

(23.04.05)

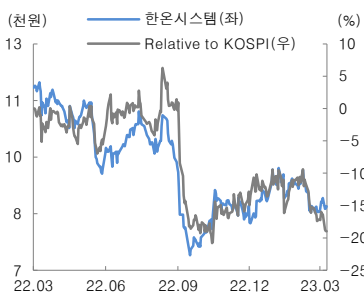
8,550

자동차업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2495.21
시가총액	4,564십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	11,800원 / 7,210원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	16.30%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50% 한국타이어엔테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.8	3.3	7.0	-27.5
상대수익률	-9.1	-6.3	-5.0	-19.9



쉽지 않은 구간

- 2023년 고객사 가동률 개선/비용 부담 완화에 따른 수익성 개선 예상
- 다만, 밸류에이션/고정비 부담에 따른 수익성 개선 여력 제한
- 단기 트레이딩 혹은 장기 투자 관점에서 접근하기를 권고

투자의견 매수, 적정주가 8,100원 유지

적정주가는 2023년 EPS 396원에 Target P/E 20배(한온시스템의 역사적 평균 PER) 적용, 2023년 기준 Implied PBR 2.1배, EV/EBITDA 7.7배로 밸류 부담 지속. 2023년 실적 기저효과(턴어라운드), 2025년 BEV 플랫폼 납품 본격화/감가비 피크아웃에 따른 수익성 개선 예상되는 점 고려 시, 단기 트레이딩 혹은 장기 투자의 관점에서 접근하는 전략 필요할 것이라는 판단

1Q23 매출 2.2조(YoY +9.3%), OP 514억(+128%), OPM 2.1%

1Q23 1M 영업이익 컨센서스(583억), 당사 추정(813억)을 하회하는 부진한 실적 전망. 일부 고객사의 물량 차질 이슈(반도체/BEV 보조금 폐지), 원재료 상승분에 대한 시차로 인해 기존 예상대비 수익성 개선 제한적일 것으로 판단

2023년 매출 9.1조(+6.0%), OP 3,722억(+45%), OPM 4.1%

연중 1) 원자재 인상에 대한 Recovery 협상분 반영, 2) 고객사 가동률 개선에 따른 실적 개선세 나타날 것으로 전망. 2023년 가이던스(매출 9조/OPM 4%대 /EBITDA 1조) 달성에 무리 없을 것으로 판단. Capex 투자에 따른 감가비 부담 지속으로 단기 수익성 개선 쉽지 않은 상황이나, 2023년 e-Comp 판매 300만 대 달성하며 전기차량 사업성과 지속 확대될 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q22	4Q22	직전추정	당사추정	1Q23(F)			2Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,980	2,345	2,157	2,165	9.3	-7.7	2,163	2,281	8.3	5.4
영업이익	30	104	81	51	68.7	-50.7	81	102	69.2	97.8
순이익	20	-30	45	22	10.4	흑전	49	62	343.0	184.3

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,145	9,659	10,212
영업이익	326	257	372	467	549
세전순이익	355	97	276	357	426
총당기순이익	311	27	214	276	330
지배지분순이익	309	20	211	274	327
EPS	578	38	396	513	612
PER	23.3	211.3	22.2	17.1	14.3
BPS	4,390	4,189	4,248	4,418	4,684
PBR	3.1	1.9	2.0	1.9	1.8
ROE	13.8	0.9	9.4	11.8	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

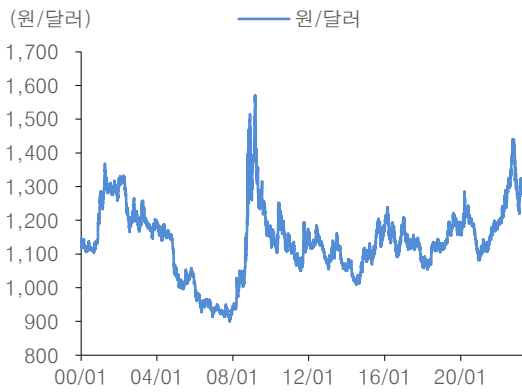
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,112	9,624	9,145	9,659	0.4	0.4
판매비와 관리비	644	701	638	699	-1.0	-0.3
영업이익	383	446	372	467	-2.9	4.6
영업이익률	4.2	4.6	4.1	4.8	-0.1	0.2
영업외손익	-107	-109	-97	-110	적자유지	적자유지
세전순이익	276	337	276	357	-0.2	5.7
지배지분순이익	213	260	211	274	-0.5	5.3
순이익률	2.4	2.8	2.3	2.9	-0.1	0.1
EPS(지배지분순이익)	398	487	396	513	-0.5	5.3

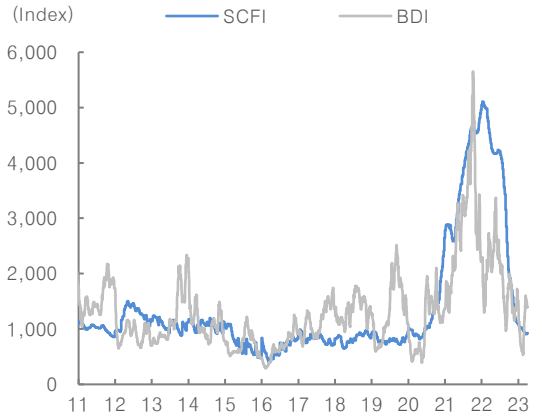
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 1. 원달러 환율



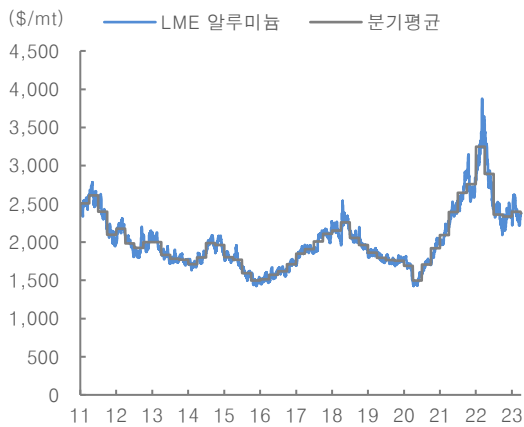
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 글로벌 운임 지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 알루미늄 가격



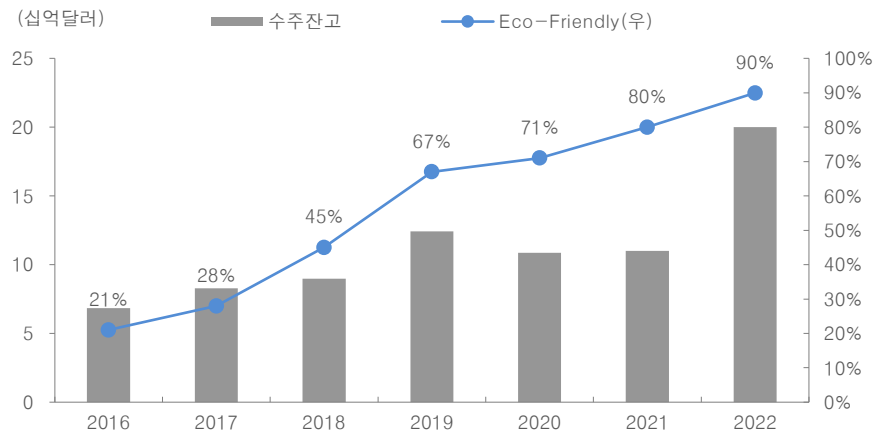
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 구리 가격



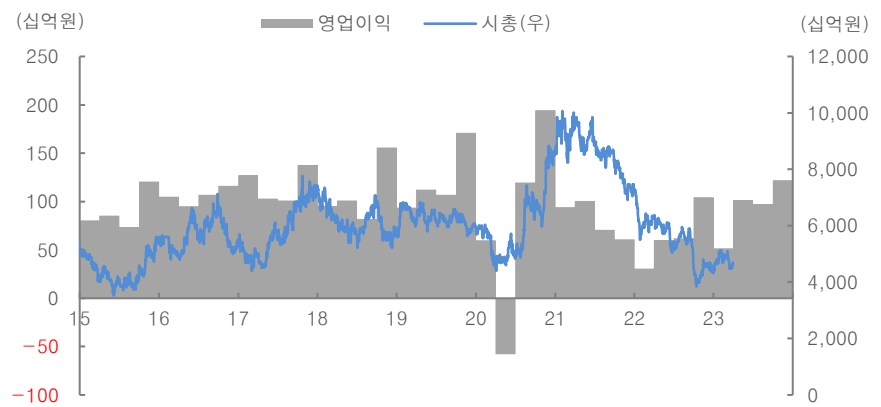
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 수주 잔고 추이



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 OP - 주가 추이: 2023년 실적은 대신증권 추정치



자료: QuantiWise, 대신증권 Research Center

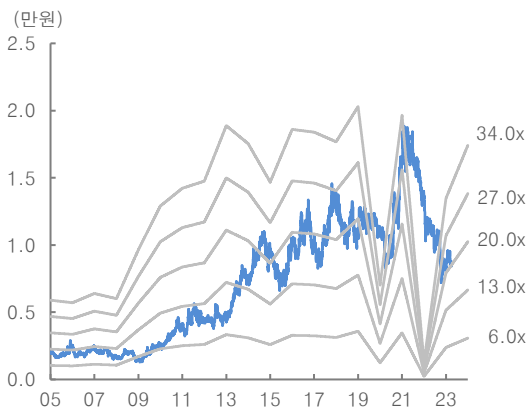
표 1. 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,980.2	2,106.7	2,195.6	2,345.3	2,164.7	2,281.0	2,244.9	2,454.4	8,627.8	9,145.0	9,659.3
YoY	5.9%	13.7%	28.8%	21.8%	9.3%	8.3%	2.2%	4.7%	17.4%	6.0%	5.6%
QoQ	2.8%	6.4%	4.2%	6.8%	-7.7%	5.4%	-1.6%	9.3%			
HMG	910.9	1,010.0	1,031.9	1,102.3	985.2	1,122.8	1,075.8	1,146.7	4,055.0	4,330.5	4,572.8
Ford	237.6	252.8	263.5	281.4	268.0	272.6	280.0	280.6	1,035.3	1,101.3	1,174.9
VW	158.4	168.5	175.6	187.6	180.4	184.1	181.3	198.9	690.2	744.8	797.0
GM	118.8	126.4	131.7	227.0	134.1	154.7	142.2	231.2	603.9	662.2	709.3
FCA	79.2	84.3	87.8	93.8	83.0	88.3	93.8	100.2	345.1	365.4	385.8
Daimler	79.2	43.4	65.9	70.4	87.8	47.2	71.7	76.6	258.8	283.4	335.7
BMW	79.2	84.3	87.8	93.8	91.4	91.5	98.0	101.8	345.1	382.6	408.6
영업이익	30.5	60.1	61.8	104.3	51.4	101.6	97.3	121.9	256.7	372.2	466.6
OPM	1.5%	2.9%	2.8%	4.4%	2.4%	4.5%	4.3%	5.0%	3.0%	4.1%	4.8%
YoY	-67.6%	-40.1%	-12.5%	71.8%	68.5%	69.1%	57.4%	16.9%	-21.2%	45.0%	25.4%
QoQ	-49.8%	97.0%	2.8%	68.8%	-50.7%	97.8%	-4.3%	25.3%			
당기순이익	22.3	14.6	19.1	-29.2	21.1	60.1	56.7	75.8	26.8	213.6	276.4
지배순이익	19.7	14.0	16.8	-30.0	21.8	61.9	58.4	69.5	20.5	211.5	273.6
NPM	1.0%	0.7%	0.8%	-1.3%	1.0%	2.7%	2.6%	2.8%	0.2%	2.3%	2.8%
YoY	-66.6%	-85.5%	-67.0%	적전	10.4%	341.8%	247.4%	흑전	-93.4%	931.6%	29.4%
QoQ	-80.7%	-28.9%	20.0%	적전	흑전	184.3%	-5.6%	19.1%			

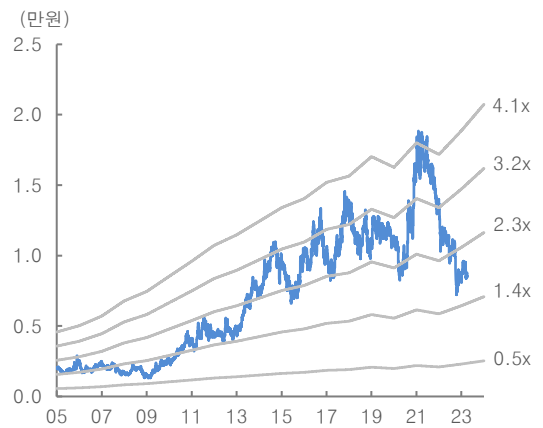
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 4. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,145	9,659	10,212
매출원가	6,502	7,781	8,135	8,494	8,932
매출총이익	849	847	1,010	1,166	1,280
판매비와관리비	523	590	638	699	731
영업이익	326	257	372	467	549
영업이익률	4.4	3.0	4.1	4.8	5.4
EBITDA	834	814	975	1,072	1,138
영업외손익	29	-159	-97	-110	-123
관계기업손익	5	9	9	9	9
금융수익	111	98	25	25	25
외환관련이익	174	273	128	128	128
금융비용	-120	-201	-169	-182	-196
외환관련손실	31	54	12	12	12
기타	32	-65	38	38	38
법인세비용차감전순손익	355	97	276	357	426
법인세비용	-44	-70	-62	-80	-96
계속사업순손익	311	27	214	276	330
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	214	276	330
당기순이익률	4.2	0.3	2.3	2.9	3.2
비지배지분순이익	2	6	2	3	3
지배지분순이익	309	20	211	274	327
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	14	6	6	6	6
포괄순이익	447	86	274	337	391
비지배지분포괄이익	15	3	3	3	4
지배지분포괄이익	432	84	271	334	388

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	578	38	396	513	612
PER	23.3	211.3	22.2	17.1	14.3
BPS	4,390	4,189	4,248	4,418	4,684
PBR	3.1	1.9	2.0	1.9	1.8
EBITDAPS	1,563	1,526	1,827	2,007	2,131
EV/EBITDA	11.5	9.0	7.6	6.7	6.0
SPS	13,772	16,163	17,132	18,095	19,130
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	1,809	1,684	2,103	2,282	2,405
DPS	360	360	360	360	360

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	7.0	17.4	6.0	5.6	5.7
영업이익 증가율	3.2	-21.2	45.0	25.4	17.8
순이익 증가율	173.9	-91.4	698.8	29.4	19.5
수익성					
ROC	5.9	1.3	5.3	6.8	8.3
ROA	4.1	3.0	4.0	4.7	5.2
ROE	13.8	0.9	9.4	11.8	13.5
안정성					
부채비율	232.5	283.9	296.2	308.9	314.3
순차입금비율	93.1	120.5	112.1	99.4	78.8
이자보상배율	3.8	2.4	3.2	3.7	3.9

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	4,797	5,655	6,710
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,904	2,634	3,553
매출채권 및 기타채권	1,002	1,262	1,332	1,401	1,475
재고자산	810	972	1,030	1,088	1,150
기타유동자산	336	531	531	532	532
비유동자산	4,682	4,904	4,726	4,567	4,270
유형자산	2,336	2,371	2,339	2,333	2,197
관계기업투자금	109	72	81	90	98
기타비유동자산	2,237	2,461	2,306	2,144	1,974
자산총계	8,234	9,099	9,523	10,222	10,980
유동부채	2,813	4,021	4,207	4,603	5,006
매입채무 및 기타채무	1,501	1,850	1,924	1,998	2,076
차입금	832	1,455	1,777	2,098	2,420
유동성채무	335	520	308	308	308
기타유동부채	146	196	198	200	202
비유동부채	2,944	2,708	2,913	3,118	3,324
차입금	2,367	2,124	2,325	2,526	2,728
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	576	584	588	592	596
부채총계	5,757	6,729	7,120	7,722	8,330
지배지분	2,343	2,236	2,268	2,359	2,500
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	2,368	2,243	2,263	2,344	2,479
기타지분변동	-68	-51	-39	-29	-22
비지배지분	133	134	136	141	150
자본총계	2,477	2,370	2,403	2,500	2,650
순차입금	2,307	2,856	2,693	2,485	2,089

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	668	733	766
당기순이익	311	27	214	276	330
비현금항목의 가감	655	872	909	942	954
감가상각비	509	558	603	605	588
외환손익	-13	-7	-28	-28	-28
지분법평가손익	-5	-9	-9	-9	-9
기타	165	330	342	373	402
자산부채의 증감	-190	-373	-279	-278	-282
기타현금흐름	-140	-148	-176	-207	-236
투자활동 현금흐름	-557	-643	-422	-442	-288
투자자산	2	-10	-9	-9	-9
유형자산	-383	-375	-413	-433	-278
기타	-176	-258	0	0	0
재무활동 현금흐름	-24	262	52	264	264
단기차입금	36	322	322	322	322
사채	108	9	9	9	9
장기차입금	91	193	193	193	193
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-210	-194	-192	-192	-192
기타	-49	-67	-279	-67	-67
현금의 증감	78	25	474	731	919
기초 현금	1,325	1,404	1,429	1,904	2,634
기말 현금	1,404	1,429	1,904	2,634	3,553
NOPLAT	285	71	288	362	426
FCF	190	-13	479	533	736

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

한온시스템 통합 ESG 등급

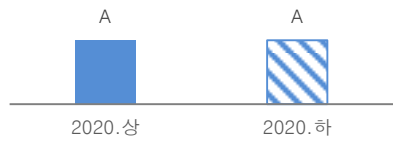
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

A

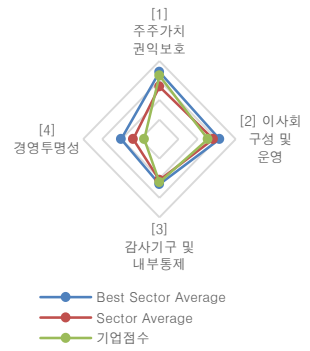
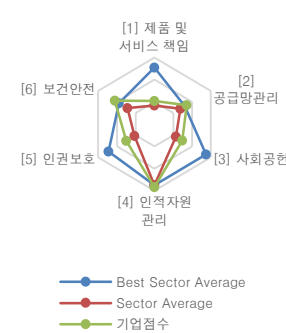
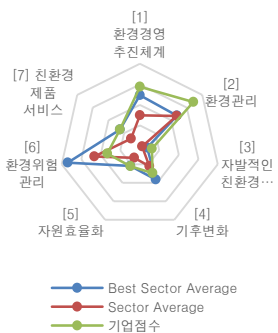
- 한온시스템은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■■■	경영투명성	■■■
자원효율화	■■■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■■■	보건안전	■■■■■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

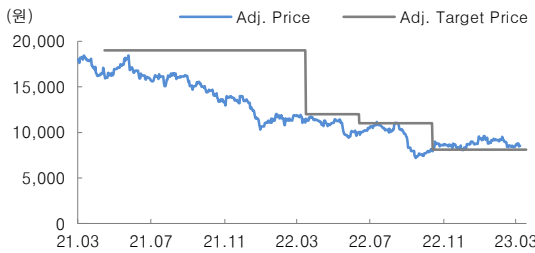
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한온시스템(018880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.04.07	23.02.10	22.11.10	22.11.05	22.08.11	22.07.11
투자의견	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor
목표주가	8,100	8,100	8,100	11,000	11,000	11,000
과리율(평균%)		8.27	7.70	(13.52)	(13.05)	(5.11)
과리율(최대/최소%)		(0.12)	(0.12)	1.36	1.36	1.36
제시일자	22.05.12	22.04.13	21.11.12	21.05.12		
투자의견	Marketperfor	Marketperfor	6개월 경과	Marketperfor		
목표주가	12,000	12,000	19,000	19,000		
과리율(평균%)	(10.25)	(5.39)	(35.06)	(15.44)		
과리율(최대/최소%)	(2.08)	(2.08)	(24.74)	(2.89)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일 자:20230403)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.7%	6.8%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견**
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상