

# 한온시스템(018880)

## 4Q22Preview: 예상보다 좋은 EU 신차 시장

2023.1.25

Preview

투자의견: **BUY** (상향)

목표주가: **11,000**원(상향)

현재주가: 8,760원(1/20)

시가총액: 4,676(십억원)

Mobility/EV 이재일 CFA\_02)368-6183\_lee.jae-il@eugenefn.com

### 4Q22Preview: 유틸리티, 운임비 부담 완화

동사의 4 분기 실적은 매출액 2.27 조원(+18.1%yoy), 영업이익 1,091 억원(+79.7%yoy), 지배이익 1,043 억원(+2.3%yoy)을 기록할 전망. 러/우 전쟁으로 인한 독일 지역의 생산 차질, 유틸리티/운임 증가에 따른 비용 증가 등 부정적인 요인이 점차 완화되고 있음. 이에 따라, 4 분기 영업이익률은 4.8%를 기록해 전분기(2.8%) 및 전년동기(3.2%) 대비 뚜렷하게 개선됨

### 예상보다 좋은 EU 신차 시장

어둡게만 보였던 EU 신차 시장 전망이 개선의 조짐을 보이고 있음. 예년보다 따뜻한 겨울로 인해 에너지 위기가 심각하지 않았고 러/우 전쟁으로 촉발된 인플레이션도 점차 완화되고 있기 때문. 지난 12 월 서유럽 시장 신차 판매는 전년비 16.5% 증가한 100 만대를 기록하였음. SAAR(계절조정연환산지수)는 1,310 만대로 지난해 4 월 880 만대 수준까지 하락한 이후 회복세를 나타냄. LMC Automotive 는 23 년 서유럽 지역 신차 판매가 지난해 대비 8% 증가한 1,095 만대에 달할 것으로 전망

### 북미 고객사의 EV 사이클 본격화

북미 지역 고객사의 EV 모델 출시 본격화 됨에 따라 동사의 동반 수혜가 기대됨. 한온시스템의 전신인 비스테온은 원래 포드의 자회사로 미국계 완성차 업체 역시 동사의 주요 고객사 중 하나임. 동사는 올해 매출액 8.9 조원(+4.5%yoy), 영업이익 4,000 억원(+52.9%yoy), 지배이익 3,270 억원(+110.9%yoy)을 기록할 전망. 유틸리티&운임 관련 코스트는 전년비 1 천억원 이상 절감될 수 있을 것으로 기대됨. 목표 주가를 기존 대비 5% 상향한 11,000 원(23 년 EPS\*18 배)으로 제시하며 주가 하락으로 업사이드 확보됨에 따라 투자의견을 중립에서 매수로 상향 조정함

발행주식수(천주)	533,800
52주 최고가(원)	12,350
최저가(원)	7,100
52주 일간 Beta	1.00
일평균거래대금(3M, 억원)	5,095
외국인 자본율(%)	16.5
배당수익률(2022F, %)	4.1

#### 주주구성

한앤코오토홀딩스(외 2인)	70.0
국민연금공단 (외 1인)	5.0
자사주(외 1인)	0.0

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	5.2	-14.5	-24.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	▲
목표주가	11,000	10,500	▲
영업이익(22)	261	266	▼
영업이익(23)	400	399	▲



결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q22E			시장 전망치	1Q23E			2021	2022E		2023E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	2,274	3.6	18.1	2,253	2,109	-7.3	6.5	7,351	8,556	16.4	8,940	4.5
영업이익	109	76.7	79.7	106	80	-26.4	163.9	326	261	-19.7	400	52.9
세전이익	140	446.1	46.8	105	94	-32.7	215.1	355	206	-42.0	436	111.8
지배이익	104	520.7	2.3	77	70	-32.5	257.3	309	155	-49.8	327	110.9
OP Margin	4.8	2.0	1.6	4.7	3.8	-1.0	2.3	4.4	3.1	-1.4	4.5	1.4
NP Margin	4.7	3.9	-0.4	2.9	3.4	-1.3	2.3	4.2	1.9	-2.4	3.7	1.9
EPS(원)	782	520.8	2.3	575	528	-32.5	257.3	578	290	-49.8	612	110.9
BPS(원)	4,511	-0.4	2.8	4,929	4,283	-5.1	-2.0	4,390	4,511	2.8	4,763	5.6
ROE(%)	17.3	14.6	-0.1	11.7	12.3	-5.0	8.9	13.8	6.5	-7.3	13.2	6.7
PER(X)	11.2	-	-	15.2	16.6	-	-	23.3	30.2	-	14.3	-
PBR(X)	1.9	-	-	1.8	2.0	-	-	3.1	1.9	-	1.8	-

자료: 한온시스템, 유진투자증권  
주: EPS는 annualized 기준

**도표 1. 한온시스템 4Q22 실적 전망**

(십억원)	4Q22E	4Q21	3Q22	컨센서스	%YoY	%QoQ	컨센대비
매출액	2,274	1,926	2,196	2,253	18.1	3.6	0.9
영업이익	109	61	62	106	79.7	76.7	3.1
세전이익	140	95	26	105	46.8	446.1	34.0
지배이익	104	102	17	77	2.3	520.7	35.3
<b>% of Sales</b>							
영업이익	4.8%	3.2%	2.8%	4.7%			
세전이익	6.2%	5.0%	1.2%	4.6%			
지배이익	4.6%	5.3%	0.8%	3.4%			

자료: 한온시스템, 유진투자증권

**도표 2. 한온시스템 연간 실적 추정치 변경**

(십억원)	수정후		수정전		변경률		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	
매출액	8,556	8,940	8,555	9,035	0.0%	-1.1%	
영업이익	261	400	266	399	-1.7%	0.3%	
세전이익	206	436	204	411	0.9%	6.1%	
지배이익	155	327	150	307	3.1%	6.3%	
<b>% of Sales</b>							
영업이익	3.1%	4.5%	3.1%	4.4%			
세전이익	2.4%	4.9%	2.4%	4.5%			
지배이익	1.8%	3.7%	1.8%	3.4%			

자료: 한온시스템, 유진투자증권

도표 3. 한온시스템 투자의견/목표가 변경

2023년 EPS(원)	612	-
적용 P/E(배)	18	2014년 이후 연간 평균 P/E 밴드 하단 적용(18~28배)
현재주가(원)	8,760	-
목표주가(원)	11,000	기존 대비 5% 상향 조정
Upside(%)	25.6	-
투자의견	BUY	기존 HOLD에서 BUY로 상향 조정

자료: 한온시스템, 유진투자증권

도표 4. 한온시스템 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E
매출액	1,980	2,107	2,196	2,274	2,109	2,297	2,145	2,390	8,556	8,940
매출원가	1,802	1,906	1,991	2,017	1,891	2,037	1,909	2,088	7,716	7,925
매출총이익	179	200	204	257	217	260	236	303	840	1,015
판관비	148	140	142	148	137	161	150	167	579	615
영업이익	30	60	62	109	80	99	86	135	261	400
세전이익	30	15	26	140	94	113	89	139	210	436
지배이익	20	14	17	104	70	85	67	105	155	327
성장률(%)										
매출액	5.9	13.8	28.8	18.1	6.5	9.0	-2.3	5.1	16.4	4.5
영업이익	-67.6	-40.2	-12.5	79.7	163.9	64.4	38.5	23.9	-19.7	52.9
지배이익	-66.5	-85.6	-67.0	2.3	257.4	505.7	296.9	0.5	-49.8	110.9
이익률(%)										
매출총이익	9.0	9.5	9.3	11.3	10.3	11.3	11.0	12.7	9.8	11.4
영업이익	1.5	2.9	2.8	4.8	3.8	4.3	4.0	5.7	3.1	4.5
지배이익	1.0	0.7	0.8	4.6	3.3	3.7	3.1	4.4	1.8	3.7

자료: 한온시스템, 유진투자증권

## 한온시스템(018880.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>7,807</b>	<b>8,234</b>	<b>8,993</b>	<b>9,231</b>	<b>9,483</b>
유동자산	3,465	3,552	3,841	3,903	3,972
현금성자산	1,360	1,412	1,125	1,061	1,014
매출채권	1,174	1,002	1,264	1,329	1,389
재고자산	630	810	1,121	1,179	1,232
비유동자산	4,343	4,682	5,151	5,329	5,511
투자자산	497	556	648	675	702
유형자산	2,224	2,336	2,442	2,491	2,550
기타	1,622	1,790	2,061	2,163	2,258
<b>부채총계</b>	<b>5,568</b>	<b>5,757</b>	<b>6,438</b>	<b>6,542</b>	<b>6,640</b>
유동부채	2,718	2,813	3,640	3,728	3,810
매입채무	1,612	1,501	1,699	1,786	1,866
유동성이자부채	956	1,174	1,800	1,800	1,800
기타	150	139	141	142	144
비유동부채	2,850	2,944	2,798	2,814	2,830
비유동이자부채	2,477	2,558	2,406	2,406	2,406
기타	373	385	392	408	424
<b>자본총계</b>	<b>2,239</b>	<b>2,477</b>	<b>2,555</b>	<b>2,689</b>	<b>2,843</b>
지배지분	2,117	2,343	2,408	2,543	2,696
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(11)	(11)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	2,257	2,368	2,367	2,501	2,655
기타	(182)	(68)	(2)	(2)	(2)
비지배지분	122	133	147	147	147
<b>자본총계</b>	<b>2,239</b>	<b>2,477</b>	<b>2,555</b>	<b>2,689</b>	<b>2,843</b>
총차입금	3,433	3,732	4,206	4,206	4,206
순차입금	2,073	2,319	3,081	3,145	3,192

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	<b>796</b>	<b>636</b>	<b>333</b>	<b>890</b>	<b>951</b>
당기순이익	113	311	164	335	375
자산상각비	468	509	557	585	602
기타비현금성손익	32	(154)	(617)	8	8
운전자본증감	65	(190)	(310)	(37)	(34)
매출채권감소(증가)	38	244	(123)	(65)	(60)
재고자산감소(증가)	(40)	(163)	(248)	(57)	(53)
매입채무증감(감소)	105	(135)	172	87	80
기타	(39)	(136)	(110)	(2)	(2)
<b>투자현금</b>	<b>(594)</b>	<b>(557)</b>	<b>(680)</b>	<b>(763)</b>	<b>(784)</b>
단기투자자산감소	(0)	0	(4)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	2	(1)	(6)	(6)
설비투자	402	388	429	471	492
유형자산처분	4	4	5	0	0
무형자산처분	(199)	(216)	(247)	(265)	(265)
<b>재무현금</b>	<b>485</b>	<b>(24)</b>	<b>(54)</b>	<b>(192)</b>	<b>(214)</b>
차입금증가	639	186	90	0	0
자본증가	(154)	(210)	(192)	(192)	(214)
배당금지급	(153)	(210)	192	192	214
<b>현금 증감</b>	<b>639</b>	<b>78</b>	<b>(286)</b>	<b>(64)</b>	<b>(47)</b>
기초현금	687	1,325	1,404	1,118	1,053
기말현금	1,325	1,404	1,118	1,053	1,007
Gross Cash flow	853	965	749	927	985
Gross Investment	529	747	986	799	818
<b>Free Cash Flow</b>	<b>324</b>	<b>218</b>	<b>(237)</b>	<b>128</b>	<b>167</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>6,873</b>	<b>7,351</b>	<b>8,556</b>	<b>8,940</b>	<b>9,330</b>
증가율(%)	(3.9)	7.0	16.4	4.5	4.4
매출원가	6,008	6,502	7,716	7,925	8,224
<b>매출총이익</b>	<b>864</b>	<b>849</b>	<b>840</b>	<b>1,015</b>	<b>1,105</b>
판매 및 일반관리비	549	523	579	615	653
기타영업손익	(0)	(5)	11	6	6
<b>영업이익</b>	<b>316</b>	<b>326</b>	<b>261</b>	<b>400</b>	<b>452</b>
증가율(%)	(34.7)	3.2	(19.7)	52.9	13.1
<b>EBITDA</b>	<b>784</b>	<b>834</b>	<b>819</b>	<b>985</b>	<b>1,054</b>
증가율(%)	(9.3)	6.4	(1.9)	20.3	7.0
<b>영업외손익</b>	<b>(176)</b>	<b>29</b>	<b>(56)</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
이자수익	5	7	13	8	8
이자비용	90	86	97	116	128
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(91)	108	28	144	155
<b>세전순이익</b>	<b>140</b>	<b>355</b>	<b>206</b>	<b>436</b>	<b>488</b>
증가율(%)	(65.7)	153.7	(42.0)	111.8	12.0
법인세비용	26	44	47	101	113
<b>당기순이익</b>	<b>113</b>	<b>311</b>	<b>159</b>	<b>335</b>	<b>375</b>
증가율(%)	(64.8)	173.9	(48.9)	110.5	12.0
지배주주지분	110	309	155	327	367
증가율(%)	(65.4)	179.5	(49.8)	110.9	12.3
비지배지분	3	2	9	8	8
<b>EPS(원)</b>	<b>207</b>	<b>578</b>	<b>290</b>	<b>612</b>	<b>687</b>
증가율(%)	(65.4)	179.5	(49.8)	110.9	12.3
수경EPS(원)	207	578	290	612	687
증가율(%)	(65.4)	179.5	(49.8)	110.9	12.3

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	207	578	290	612	687
BPS	3,967	4,390	4,511	4,763	5,050
DPS	320	360	360	400	400
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	78.6	23.3	30.2	14.3	12.7
PBR	4.1	3.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.7	11.4	9.5	7.9	7.5
배당수익률	2.0	2.7	4.1	4.6	4.6
PCR	10.2	7.4	6.2	5.0	4.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.6	4.4	3.1	4.5	4.8
EBITDA이익률	11.4	11.3	9.6	11.0	11.3
순이익률	1.7	4.2	1.9	3.7	4.0
ROE	5.1	13.8	6.5	13.2	14.0
ROIC	6.0	6.4	4.0	5.5	6.0
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금자기자본	92.6	93.7	120.6	117.0	112.3
유동비율	127.5	126.2	105.5	104.7	104.3
이자보상배율	3.5	3.8	2.7	3.4	3.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	5.7	6.8	7.6	6.9	6.9
재고자산회전율	11.1	10.2	8.9	7.8	7.7
매입채무회전율	4.4	4.7	5.3	5.1	5.1

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

