

## Company Update

Analyst 이상현

02) 6915-5662

coolcat.auto@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 11,000원

현재가 (5/11) 9,690원

KOSPI (5/11)	2,491.00pt
시가총액	5,173십억원
발행주식수	533,800천주
액면가	100원
52주 최고가	11,450원
최저가	7,210원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	16.6%
배당수익률 (2023F)	3.7%

주주구성	
한엔코오토홀딩스	50.50%
한국타이어엔테크놀로지	19.49%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	13%	16%	-7%
절대기준	10%	17%	-11%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	11,000	11,000	-
EPS(23)	392	423	▼
EPS(24)	616	525	▲

### 한온시스템 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 한온시스템 (018880)

## 비용부담 완화, 전동화 납품 본격화 기대

### 1분기 실적은 컨센서스 부합

2023년 1분기 실적은 매출액 2조 3,404억원(+18% yoy), 영업이익 602억원(+98% yoy), 영업이익률 2.6%(+1.1%p yoy)를 기록했다. 영업이익 컨센서스 619억원에 대체로 부합하는 수준이었다. 매출액은 분기 기준 역대 두번째로 높은 수준을 기록했는데 볼륨과 단가효과 16%(볼륨 효과만으로는 3% 내외), 환율효과 2% 등에 기인했고, 지역별로는 중국(-24%)을 제외하고 미주/유럽 각각 25% 증가했고, 한국도 18% 증가했다. 영업이익은 전년동기 생산 감소 기저효과로 두배 가까이 증가했으나 영업이익률 연간 가이던스 4.5%에 비해서는 미흡했다. 다만 2~4분기로 갈수록 비용부담 완화로 영업이익률이 개선될 전망이다.

### 전동화 아이템의 프리미엄 브랜드향 납품 확대 기대

1분기 전동화 매출은 25% 비중을 차지했고 xEV와 내연기관의 수익성은 전사 영업이익률과 비슷했던 것으로 파악된다. 향후 전동화 매출비중은 25년 40% 수준, 장기적으로는 80% 이상을 차지할 전망이다. 4월까지 수주는 연간 가이던스의 40%를 상회했고 이 중 전동화 비중은 96%로 대부분을 차지하고 있다. 특히 Benz와 BMW 등 프리미엄 브랜드의 전기차 플랫폼에 한온시스템의 전동화 아이템 납품이 확대되며 수익성을 높여가는 모습이 향후 중요한 투자 포인트가 될 전망이다. 주행거리를 늘리기 위해서는 효율적인 열관리 시스템인 히트펌프 시스템 적용이 필요하기 때문이다. Benz와 BMW 매출 비중은 합쳐서 2023년 1분기 7% 수준인데 2024년부터 전기차 플랫폼 적용모델이 확대되어 비중이 높아지는 2025~2026년경에는 두 브랜드 납품비중이 10%대로 높아질 것으로 기대된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 11,000원

투자의견 매수와 목표주가 11,000원을 유지한다. 과거 5개년 PER, PBR, Ev/EBITDA 배수 평균에 10% 할인 적용했다(2022년 PER 배수는 제외).

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,395	10,281	11,176
영업이익	326	257	383	573	732
세전이익	355	97	284	436	592
지배주주순이익	309	20	209	329	447
EPS(원)	578	38	392	616	837
증가율(%)	179.5	-93.4	922.6	57.5	35.8
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.1	5.6	6.5
순이익률(%)	4.2	0.3	2.3	3.3	4.1
ROE(%)	13.8	0.9	9.6	15.7	20.9
PER	23.3	211.3	24.9	15.8	11.6
PBR	3.1	1.9	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	11.5	9.0	8.7	7.5	6.6

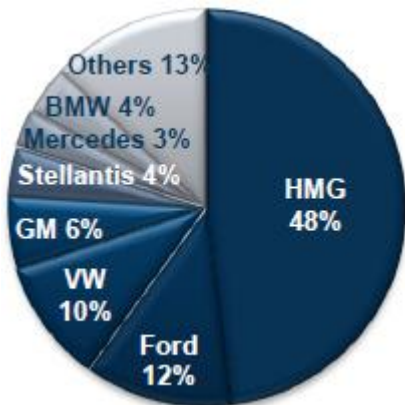
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 한온시스템 부문별 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>1,980</b>	<b>2,106</b>	<b>2,197</b>	<b>2,345</b>	<b>2,340</b>	<b>2,362</b>	<b>2,279</b>	<b>2,414</b>	<b>8,629</b>	<b>9,395</b>	<b>10,281</b>
아시아	1,165	1,214	1,253	1,378					5,011	5,339	5,811
미국	500	548	602	580					2,231	2,490	2,745
유럽	1,052	1,060	1,103	1,265					4,480	5,348	5,878
내부 및 연결조정	-737	-717	-762	-878					-3,094	-3,781	-4,153
매출총이익	179	200	204	264	214	252	250	298	848	1,015	1,257
판관비	148	140	142	160	154	164	152	162	590	632	684
<b>영업이익</b>	<b>30</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>104</b>	<b>60</b>	<b>88</b>	<b>98</b>	<b>136</b>	<b>257</b>	<b>383</b>	<b>573</b>
아시아	1	35	-12	33					57	95	162
미국	9	8	8	25					49	63	90
유럽	45	24	46	60					175	200	297
내부 및 연결조정	-24	-7	20	-14					-24	25	24
금융손익	10	-54	-40	-18	-36	-37	-38	-38	-104	-149	-147
기타손익	-12	10	0	-63	40	0	0	0	-65	40	0
관계기업투자손익	2	-1	4	4	2	3	3	2	9	10	11
<b>세전이익</b>	<b>30</b>	<b>15</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>67</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>100</b>	<b>97</b>	<b>284</b>	<b>436</b>
<b>지배순이익</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>-30</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>78</b>	<b>20</b>	<b>209</b>	<b>329</b>
(증감률, % y-y)											
매출액	5.9	13.7	28.9	21.8	18.2	12.2	3.8	2.9	17.4	8.9	9.4
아시아	-6.7	22.6	16.7	17.7					11.7	6.5	8.8
미국	20.1	25.4	59.7	40.1					35.6	11.6	10.2
유럽	20.2	4.3	29.9	34.7					21.7	19.4	9.9
영업이익	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	97.7	46.6	59.2	30.5	-21.2	49.1	49.6
아시아	-98.1	-11.4	적전	흑전					-53.5	68.0	70.0
미국	-11.1	-52.2	흑전	흑전					1,580.5	27.1	43.9
유럽	34.4	-53.2	68.3	-14.0					-3.8	14.2	48.7
세전이익	-60.2	-88.8	-51.9	-71.7	122.6	268.4	147.5	270.7	-72.6	192.2	53.7
지배순이익	-66.5	-85.6	-67.0	-129.4	122.6	198.5	172.2	-358.5	-93.4	922.6	57.5
(이익률, %)											
매출총이익률	9.0	9.5	9.3	11.2	9.2	10.7	11.0	12.4	9.8	10.8	12.2
<b>영업이익률</b>	<b>1.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>4.4</b>	<b>2.6</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>5.6</b>	<b>3.0</b>	<b>4.1</b>	<b>5.6</b>
아시아	0.1	2.9	-1.0	2.4					1.1	1.8	2.8
미국	1.7	1.5	1.3	4.2					2.2	2.5	3.3
유럽	4.3	2.3	4.2	4.7					3.9	3.7	5.1
세전이익률	1.5	0.7	1.2	1.2	2.8	2.3	2.8	4.1	1.1	3.0	4.2
지배순이익률	1.0	0.7	0.8	-1.3	1.9	1.8	2.0	3.2	0.2	2.2	3.2

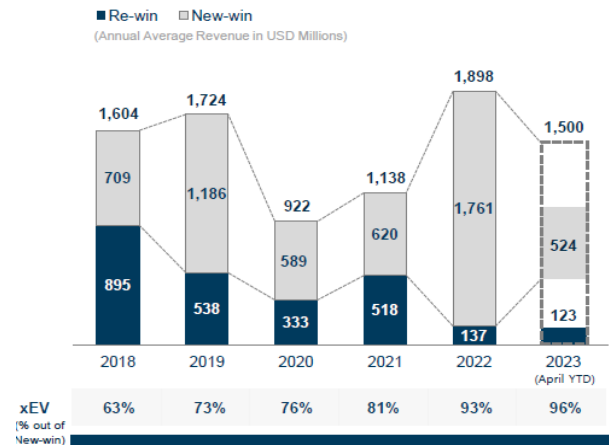
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 1. 한온시스템 1Q23 고객별 매출비중



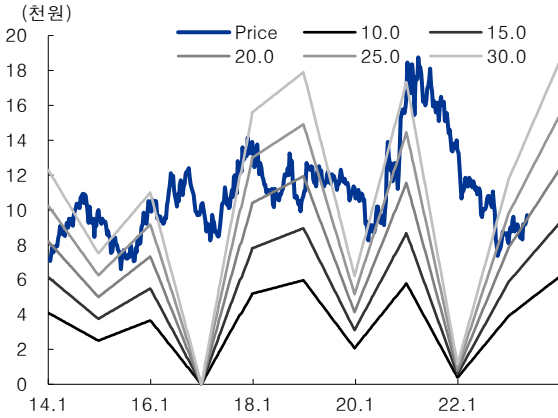
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 2. 한온시스템 연도별 수주 추이 및 가이드스



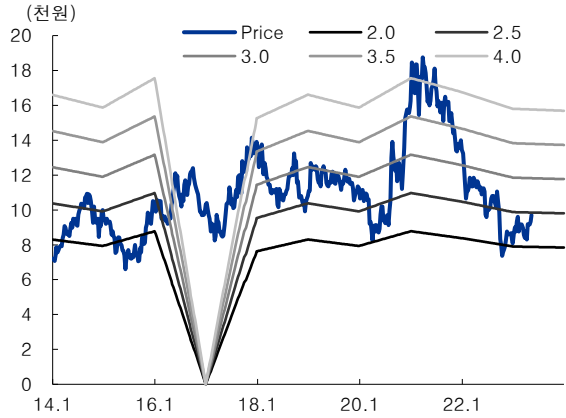
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 3. 한온시스템 Forward PER Band



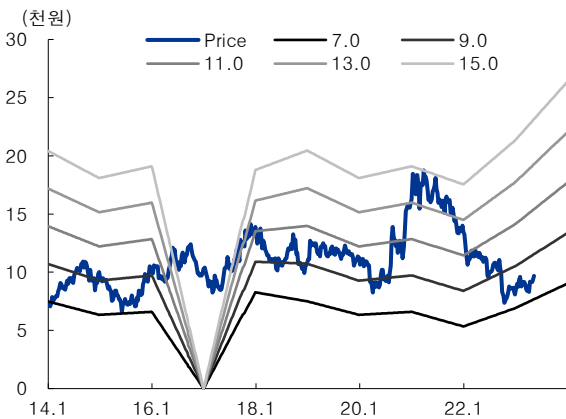
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 4. 한온시스템 Forward PBR Band



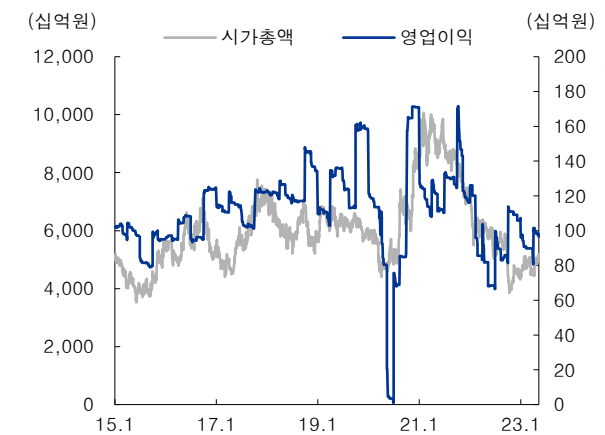
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 5. 한온시스템 Forward EV/EBITDA Band



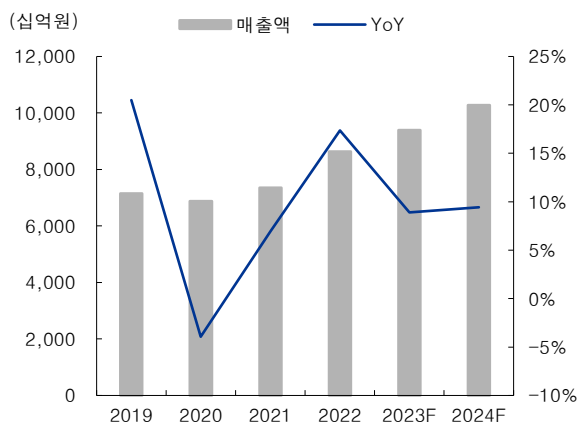
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 6. 한온시스템 시가총액과 영업이익의 컨센서스 추이



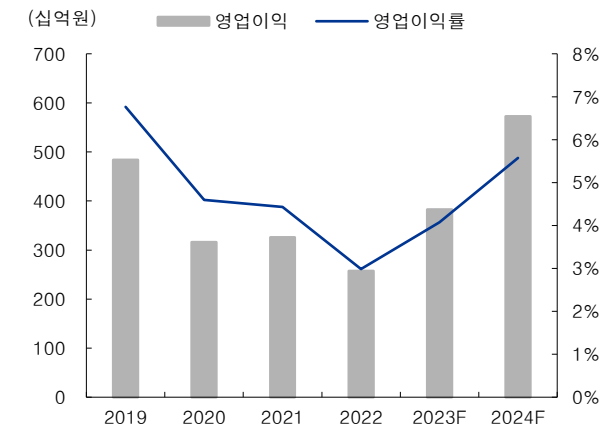
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 7. 한온시스템 연간 매출액 추이 및 전망



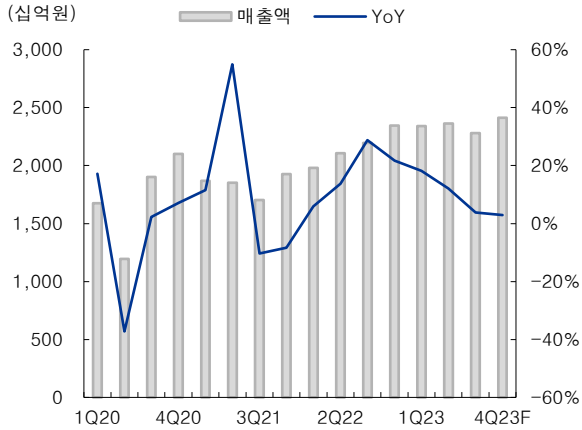
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 8. 한온시스템 연간 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



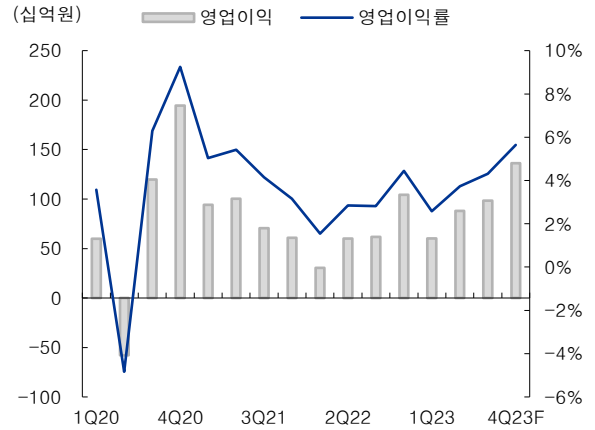
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 9. 한온시스템 분기 매출액 추이 및 전망



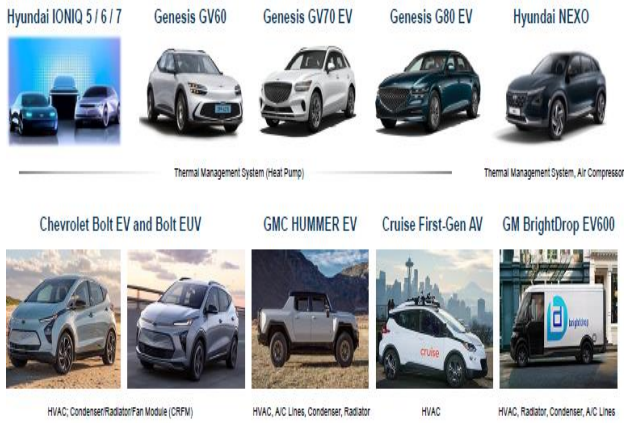
자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 10. 한온시스템 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 11. 한온시스템의 xEV 주요 납품차종(현대, GM)



자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 12. 한온시스템의 xEV 주요 납품차종(Ford)



자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 13. 한온시스템의 xEV 주요 납품차종(현대, GM)



자료: 한온시스템, IBK투자증권

그림 14. 한온시스템의 xEV 주요 납품차종(Nio, Xpeng, Zoox)



자료: 한온시스템, IBK투자증권

한온시스템 (018880)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,395	10,281	11,176
증가율(%)	7.0	17.4	8.9	9.4	8.7
매출원가	6,502	7,781	8,380	9,024	9,710
매출총이익	849	847	1,015	1,257	1,466
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	10.8	12.2	13.1
판매비	523	590	632	684	734
판매비율(%)	7.1	6.8	6.7	6.7	6.6
영업이익	326	257	383	573	732
증가율(%)	3.2	-21.2	49.1	49.6	27.9
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.1	5.6	6.5
순금융손익	-8	-104	-149	-147	-153
이자손익	-79	-93	-149	-155	-161
기타	71	-11	0	8	8
기타영업외손익	32	-65	40	0	0
중속/관계기업손익	5	9	10	11	12
세전이익	355	97	284	436	592
법인세	44	70	68	97	131
법인세율	12.4	72.2	23.9	22.2	22.1
계속사업이익	311	27	215	339	461
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	215	339	461
증가율(%)	173.9	-91.4	705.7	57.5	35.8
당기순이익률 (%)	4.2	0.3	2.3	3.3	4.1
지배주주당기순이익	309	20	209	329	447
기타포괄이익	136	59	0	0	0
총포괄이익	447	86	215	339	461
EBITDA	834	814	962	1,155	1,324
증가율(%)	6.4	-2.4	18.2	20.0	14.6
EBITDA마진율(%)	11.3	9.4	10.2	11.2	11.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	578	38	392	616	837
BPS	4,390	4,189	3,951	3,922	4,089
DPS	360	360	360	380	390
밸류에이션(배)					
PER	23.3	211.3	24.9	15.8	11.6
PBR	3.1	1.9	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	11.5	9.0	8.7	7.5	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	17.4	8.9	9.4	8.7
EPS증가율	179.5	-93.4	922.6	57.5	35.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.7	4.4	3.7	3.9	4.0
ROE	13.8	0.9	9.6	15.7	20.9
ROA	3.9	0.3	2.4	3.6	4.7
ROIC	7.1	0.6	4.3	6.6	8.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	232.5	283.9	304.2	329.6	333.3
순차입금 비율(%)	93.6	120.3	135.4	146.2	145.4
이자보상배율(배)	3.8	2.4	2.4	3.5	4.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.4	8.5	8.2	8.2	8.0
재고자산회전율	10.2	9.7	9.5	9.6	9.4
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	4,092	4,449	4,774
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,277	1,248	1,275
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	883	1,136	1,169	1,330	1,455
재고자산	810	972	1,000	1,138	1,245
비유동자산	4,682	4,904	5,000	5,192	5,398
유형자산	2,336	2,371	2,356	2,361	2,383
무형자산	1,790	1,923	2,019	2,131	2,258
투자자산	146	101	101	104	106
자산총계	8,234	9,099	9,092	9,641	10,172
유동부채	2,813	4,021	4,123	4,620	5,004
매입채무및기타채무	946	1,231	1,267	1,442	1,577
단기차입금	832	1,455	1,498	1,704	1,863
유동성장기부채	335	520	520	520	520
비유동부채	2,944	2,708	2,720	2,777	2,821
사채	1,706	1,547	1,547	1,547	1,547
장기차입금	661	577	577	577	577
부채총계	5,757	6,729	6,843	7,397	7,824
지배주주지분	2,343	2,236	2,109	2,094	2,183
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-66	-50	-50	-50	-50
이익잉여금	2,368	2,243	2,116	2,101	2,190
비지배주주지분	133	134	140	151	164
자본총계	2,477	2,370	2,249	2,244	2,347
비이자부채	2034	2449	2520	2868	3136
총차입금	3,723	4,280	4,323	4,529	4,688
순차입금	2,319	2,851	3,046	3,281	3,413

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	724	799	952
당기순이익	311	27	215	339	461
비현금성 비용 및 수익	655	872	679	719	732
유형자산감가상각비	375	398	416	415	419
무형자산상각비	134	159	164	168	173
운전자본변동	-190	-373	-21	-103	-80
매출채권등의 감소	244	-218	-33	-161	-124
재고자산의 감소	-163	-168	-28	-138	-106
매입채무등의 증가	-135	239	36	175	135
기타 영업현금흐름	-140	-148	-149	-156	-161
투자활동 현금흐름	-557	-643	-664	-852	-856
유형자산의 증가(CAPEX)	-388	-385	-400	-420	-440
유형자산의 감소	4	10	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-216	-257	-260	-280	-300
투자자산의 감소(증가)	1	0	-1	6	6
기타	42	-11	-3	-158	-122
재무활동 현금흐름	-24	262	-212	24	-70
차입금의 증가(감소)	91	193	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-115	69	-212	24	-70
기타 및 조정	23	28	0	0	1
현금의 증가	78	25	-152	-29	27
기초현금	1,325	1,404	1,429	1,277	1,248
기말현금	1,404	1,429	1,277	1,248	1,275

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	148	94.3
중립	9	5.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

