

# 한온시스템 (018880)

## 자동차부품



**이현수**  
02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	<b>HOLD (I)</b>
목표주가	<b>10,000원 (I)</b>
현재주가 (7/10)	<b>9,070원</b>
상승여력	<b>10%</b>

시가총액	48,416억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	80억원
60일 평균 거래량	854,339주
52주 고	11,150원
52주 저	7,210원
외인지분율	16.74%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.1)	8.4	(9.3)
상대	1.5	8.0	(15.4)
절대(달려환산)	(4.2)	9.5	(9.7)

## 외면하기 어려운 Valuation

자동차 부품 산업 부문 전망은 금일 발간된 별도 보고서 참고 요망

### 성장을 위했던 투자에 대한 부담, 점차 낮아지는 중

2018년 5.9조원이었던 동사 매출액은 2022년 8.6조원까지 증가. 2021~2022년은 외부 변수(인플레이션 등)에 의한 외형 성장이 있었다면 2019년에는 내부 변수(M&A)가 큰 요인으로 작용. 외부 변수 영향이 컸던 2021~2022년은 원가 부담이 커지며 수익성이 정체 또는 축소 되는 모습 보여. 그러나 수익성에 부담을 주는 내부 요인(자산상각)도 존재. 동사는 1Q23 기준 KOSPI 200 종목 중 17번째로 자산총액 대비 무형자산 비중(21.9%)이 큰 것으로 파악. 무형자산 비중은 업종의 특성 또는 M&A 등의 이슈에 따라 높을 수 있기에 이를 무조건 부정적으로 평가할 수는 없어. 또한 R&D는 미래 성장을 위해 반드시 필요한 부분으로 오히려 그 규모가 작을 경우 부정적 평가를 받을 수 있어. 그럼에도 불구하고 과거 높은 투자(CAPEX, M&A 및 R&D 등) 규모는 현재와 가까운 미래에 부담이 되는 것도 사실. 그렇지만 다소 시일이 걸리더라도 향후 부담이 완화될 가능성은 존재. 매출액 대비 CAPEX 비중은 2018년을 고점으로 2022년까지 낮아지고 있으며 R&D 비중 역시 2019년을 고점으로 낮아진 상황. 2023년 예상 CAPEX 및 R&D 비중은 전년대비 감소한 4% 초반이 될 것으로 추정.

### 낮지 않은 Valuation, 외면하기는 어려워

동사가 국내, 북미, 유럽 주요 완성차 OEM과의 관계를 지속적으로 유지하고 있다는 점은 글로벌 자동차 부품, 특히 공조 시장에서 가지는 경쟁력에 대해서 의심할 여지가 없다고 판단. 전기차로 대변되는 친환경차 관련 공조 시장에서의 행보 역시 긍정적으로 평가. 2022년말 기준 전체 수주잔고 중 약 60%, New-win 수주잔고 중 약 90%가 친환경차로 파악. 다만, 현 주가(7/6일 종가)는 PER 18배(12M fwd EPS)로 국내외 글로벌 자동차 부품업체 대비 낮지 않은 Valuation. 또한 최근 5년(2018~2022년) 동사 배당 규모를 감안할 때 배당성향보다는 일정 규모의 DPS를 지키려는 모습이 강하게 나타나는데 이는 배당에 대한 가시성을 높이는 긍정적 영향도 있지만 다른 한편으로는 실적이 악화될 때 또는 미래 투자를 위한 사내 유보 자금이 부족할 수 있다는 인식도 줄 수 있어. 3% 중반 수준의 배당수익률을 기대할 수 있는 주가 수준을 반영하여 동사에 대한 Target PER(12M fwd EPS) 20배를 적용, 목표주가 10,000원, 투자 의견 HOLD로 분석 개시.

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	23,937	13.6	2.3	23,821	0.5
영업이익	961	60.1	59.7	904	6.4
세전계속사업이익	613	320.6	-8.0	742	-17.3
지배순이익	447	220.4	1.9	594	-24.7
영업이익률 (%)	4.0	+1.1 %pt	+1.4 %pt	3.8	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.9	+1.2 %pt	0	2.5	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		73,514	86,277	96,432	99,622
영업이익		3,258	2,566	3,826	4,974
지배순이익		3,085	204	2,245	2,948
PER		28.1	268.3	21.6	16.4
PBR		3.7	2.5	2.0	1.9
EV/EBITDA		13.3	10.4	8.3	7.3
ROE		13.8	0.9	9.7	12.0

자료: 유안타증권

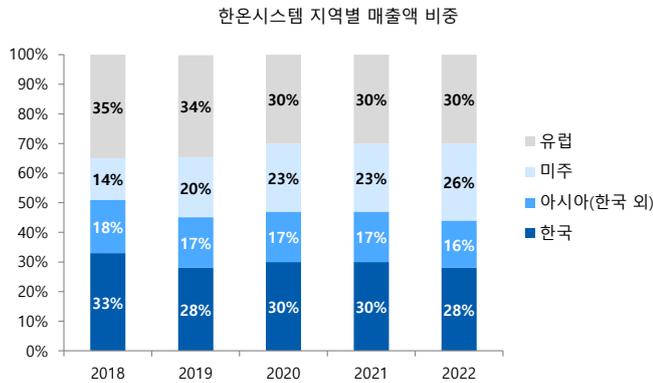
[표-1] 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	QoQ	YoY	3Q23E	4Q23E
매출액	8,628	9,643	9,962	1,980	2,107	2,196	2,345	2,340	2,394	2.3%	13.6%	2,431	2,479
지역별 비중													
한국	28%	28%	-	28%	30%	23%	31%	28%	-	-	-	-	-
아시아(한국 외)	16%	12%	-	15%	13%	20%	16%	12%	-	-	-	-	-
미주	26%	27%	-	26%	26%	29%	23%	27%	-	-	-	-	-
유럽	30%	33%	-	31%	31%	28%	30%	33%	-	-	-	-	-
고객사별 비중													
HMG	47%	48%	-	46%	48%	47%	47%	48%	-	-	-	-	-
Ford	12%	12%	-	12%	12%	12%	12%	12%	-	-	-	-	-
VW	8%	10%	-	8%	8%	8%	8%	10%	-	-	-	-	-
GM	7%	6%	-	6%	6%	6%	10%	6%	-	-	-	-	-
Stellantis	4%	4%	-	4%	4%	4%	4%	4%	-	-	-	-	-
기타	22%	20%	-	24%	22%	23%	19%	20%	-	-	-	-	-
영업이익	257	383	497	30	60	62	104	60	96	59.7%	60.1%	106	120
이익률	3.0%	4.0%	5.0%	1.5%	2.9%	2.8%	4.4%	2.6%	4.0%	1.4%p	1.2%p	4.4%	4.8%
세전이익	97	312	400	30	15	26	27	67	61	-8.0%	320.6%	77	107
이익률	1.1%	3.2%	4.0%	1.5%	0.7%	1.2%	1.2%	2.8%	2.6%	-0.3%p	1.9%p	3.2%	4.3%
지배순이익	20	225	295	20	14	17	-30	44	45	1.9%	220.4%	56	80
이익률	0.2%	2.3%	3.0%	1.0%	0.7%	0.8%	-1.3%	1.9%	1.9%	0.0%p	1.2%p	2.3%	3.2%

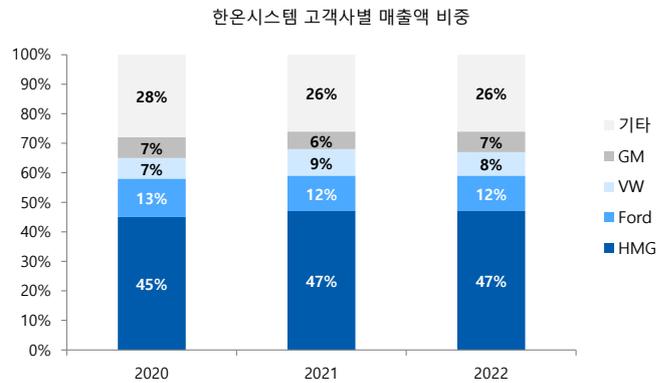
자료: 유안타증권, 주: 2023년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준

[그림-1] 한온시스템 지역별 매출액 비중



자료: 한온시스템

[그림-2] 한온시스템 고객사별 매출액 비중



자료: 한온시스템

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	73,514	86,277	96,432	99,622	101,970	
매출원가	65,024	77,806	86,217	88,038	89,682	
매출총이익	8,490	8,471	10,216	11,583	12,287	
판매비	5,232	5,905	6,389	6,609	6,765	
영업이익	3,258	2,566	3,826	4,974	5,522	
EBITDA	8,343	8,145	9,757	11,145	12,192	
영업외손익	289	-1,594	-707	-969	-950	
외환관련손익	323	341	1,496	1,200	1,200	
이자손익	-791	-927	-1,383	-1,394	-1,375	
관계기업관련손익	54	89	20	0	0	
기타	702	-1,097	-840	-775	-775	
법인세비용차감전순손익	3,546	972	3,119	4,005	4,572	
법인세비용	439	704	803	961	1,097	
계속사업순손익	3,107	267	2,317	3,044	3,475	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,107	267	2,317	3,044	3,475	
지배지분순이익	3,085	204	2,245	2,948	3,366	
포괄순이익	4,471	862	7,826	8,553	8,985	
지배지분포괄이익	4,319	837	7,394	8,058	8,464	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	6,363	3,783	3,949	6,001	7,089	
당기순이익	3,107	267	2,317	3,044	3,475	
감가상각비	3,747	3,984	4,120	4,278	4,571	
외환손익	-131	-66	-1,546	-1,200	-1,200	
중속, 관계기업관련손익	-54	-89	-20	0	0	
자산부채의 증감	-1,895	-3,731	-4,457	-3,548	-3,390	
기타현금흐름	1,590	3,418	3,536	3,427	3,632	
투자활동 현금흐름	-5,573	-6,433	-6,954	-7,002	-7,002	
투자자산	9	-99	-19	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,877	-3,851	-3,977	-4,000	-4,000	
유형자산 감소	42	102	34	0	0	
기타현금흐름	-1,747	-2,585	-2,993	-3,002	-3,002	
재무활동 현금흐름	-242	2,620	-3,471	-1,752	-1,752	
단기차입금	356	3,216	-1,140	0	0	
사채 및 장기차입금	1,992	2,014	-80	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,098	-1,942	-1,462	-981	-981	
기타현금흐름	-492	-668	-789	-770	-770	
연결범위변동 등 기타	236	284	3,002	2,605	2,529	
현금의 증감	784	254	-3,475	-149	863	
기초 현금	13,254	14,038	14,291	10,817	10,668	
기말 현금	14,038	14,291	10,817	10,668	11,532	
NOPLAT	3,258	2,566	3,826	4,974	5,522	
FCF	2,486	-68	-28	2,001	3,089	

자료: 유안타증권

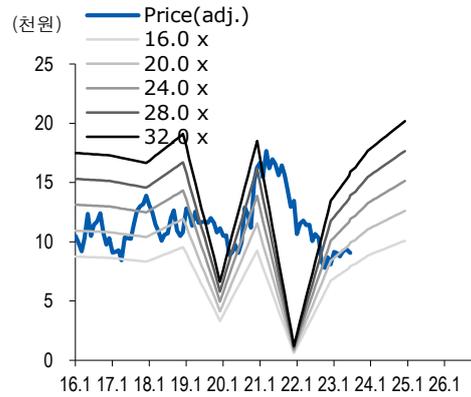
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
유동자산	35,517	41,948	41,224	41,815	43,258	
현금및현금성자산	14,038	14,291	10,817	10,668	11,532	
매출채권 및 기타채권	10,016	12,624	13,869	14,229	14,537	
재고자산	8,101	9,719	11,129	11,509	11,780	
비유동자산	46,820	49,040	51,538	52,367	52,697	
유형자산	23,363	23,714	23,706	23,428	22,856	
관계기업 등 지분관련 자산	1,086	718	768	768	768	
기타투자자산	371	291	228	228	228	
자산총계	82,337	90,988	92,762	94,181	95,955	
유동부채	28,135	40,211	40,618	40,948	41,277	
매입채무 및 기타채무	15,005	18,505	18,079	18,409	18,738	
단기차입금	8,319	14,552	13,807	13,807	13,807	
유동성장기부채	3,354	5,196	5,900	5,900	5,900	
비유동부채	29,436	27,078	26,690	26,690	26,690	
장기차입금	6,613	5,771	5,716	5,716	5,716	
사채	17,060	15,466	14,869	14,869	14,869	
부채총계	57,571	67,289	67,307	67,638	67,967	
지배지분	23,432	22,360	24,016	25,043	26,487	
자본금	534	534	534	534	534	
자본잉여금	-110	-98	-88	-88	-88	
이익잉여금	23,684	22,435	22,730	23,757	25,201	
비지배지분	1,334	1,339	1,438	1,501	1,501	
자본총계	24,767	23,699	25,454	26,544	27,988	
순차입금	23,006	28,369	31,422	31,570	30,707	
총차입금	37,254	42,974	42,462	42,462	42,462	

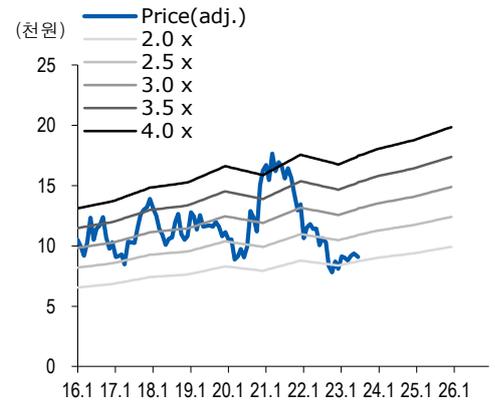
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	578	38	421	552	631	
BPS	4,391	4,190	4,500	4,693	4,963	
EBITDAPS	1,563	1,526	1,828	2,088	2,284	
SPS	13,772	16,163	18,065	18,663	19,103	
DPS	360	360	360	360	360	
PER	28.1	268.3	21.6	16.4	14.4	
PBR	3.7	2.5	2.0	1.9	1.8	
EV/EBITDA	13.3	10.4	8.3	7.3	6.6	
PSR	1.2	0.6	0.5	0.5	0.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	7.0	17.4	11.8	3.3	2.4	
영업이익 증가율 (%)	3.2	-21.2	49.1	30.0	11.0	
지배순이익 증가율 (%)	179.5	-93.4	998.4	31.3	14.2	
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	10.6	11.6	12.1	
영업이익률 (%)	4.4	3.0	4.0	5.0	5.4	
지배순이익률 (%)	4.2	0.2	2.3	3.0	3.3	
EBITDA 마진 (%)	11.3	9.4	10.1	11.2	12.0	
ROIC	6.5	1.5	5.4	6.9	7.5	
ROA	3.8	0.2	2.4	3.2	3.5	
ROE	13.8	0.9	9.7	12.0	13.1	
부채비율 (%)	232.5	283.9	264.4	254.8	242.8	
순차입금/자기자본 (%)	98.2	126.9	130.8	126.1	115.9	
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.4	2.3	3.0	3.4	

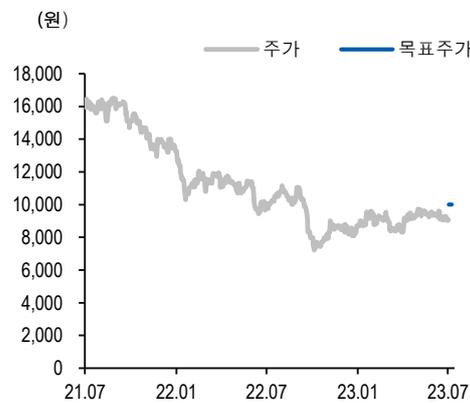
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-07-11	HOLD	10,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.