기업브리프

키움증권

Earnings Update

2023.10.06.

한온시스템 (018880)

유럽/미주 눈높이 하향에 대비

Outperform(Maintain)

목표주가: 11,000원(하향)

주가(10/05): 9,350원

시가총액: 49,910억원

자동차/부품 Analyst 신윤철

yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/05)		2,403.60pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,730원	7,210원
등락률	-3.9%	29.7%
수익률	절대	상대
1M	2.7%	10.4%
6M	9.4%	13.5%
1Y	25.2%	15.6%

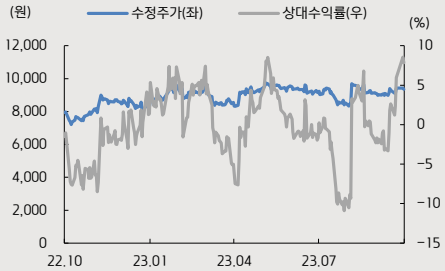
Company Data

발행주식수		533,800천주
일평균 거래량(3M)		989천주
외국인 지분율		17.0%
배당수익률(2023E)		3.9%
BPS(2023E)		4,468원
주요 주주	한앤코오토홀딩스	50.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,659.4	10,153.0
영업이익	325.8	256.6	401.7	546.6
EBITDA	834.3	814.5	983.2	1,130.2
세전이익	354.6	97.2	367.4	537.3
순이익	310.7	26.7	288.2	429.8
지배주주지분순이익	308.5	20.4	281.5	423.4
EPS(원)	578	38	527	793
증감률(%,YoY)	179.5	-93.4	1,277.4	50.4
PER(배)	23.3	211.3	17.7	11.8
PBR(배)	3.06	1.93	2.09	1.87
EV/EBITDA(배)	11.5	8.9	8.0	6.6
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.2	5.4
ROE(%)	13.8	0.9	12.2	16.7
순차입금비율(%)	93.0	119.3	109.2	82.3

Price Trend



한온시스템은 원가 인플레이션에 대한 고객사 협상 결과가 온기로 반영됐던 2분기 어닝 서프라이즈를 하반기에 재현할 것으로 기대됐다. 그러나 최근 주요 고객사 Ford의 UAW 파업 여파 및 Volkswagen ID시리즈 판매부진 등이 지속되며 주요 고객사 이익 체력이 상반기 대비 약세를 보일 전망이다. 또한, 2분기 실적에 기반영된 이익의 일부가 협력사들에게 후행적으로 배분될 것이라는 점 역시 감안할 필요가 있는 시점이다.

>>> 3Q23 Preview: 조금 더 가혹해진 비수기

동사의 3Q23 실적은 매출액 2.38조 원(+8.4% YoY, -2.1% QoQ), 영업이익 588억 원(-4.8% YoY, -59.0% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.35조 원, 영업이익 852억 원)를 하회할 전망이다. 동사의 2위 고객사 Ford의 UAW 파업에 따른 생산차질이 9월 중순부터 지속되고 있는 만큼, 직전 분기와는 달리 미주지역 수익성에 대해 보수적인 접근이 필요하다고 판단한다. UAW 파업 장기화 및 가파른 북미 인건비 상승은 하반기 전반에 걸쳐 동사 실적에 부담으로 작용할 수 있으므로 예의주시할 필요가 있을 것이다.

3위 고객사 Volkswagen의 ID시리즈 판매량 또한 하반기에 접어들면서부터 글로벌 BEV 수요 둔화 현상에 기인해 부진한 흐름을 보이고 있다. 이에 따른 고정비 부담 증가로 유럽지역 전년 동기 대비 수익성 역성장 폭은 상반기보다 확대될 전망이다.

>>> Ford 전동화 전략, 안갯속으로

E-GMP 기반 BEV 라인업 흥행에 성공했던 현대차그룹과는 달리 Ford는 출시 당시 큰 기대를 모았던 1세대 F-150 Lightning 판매 성적이 예상외로 저조한 상황이다. CATL과의 미시간 배터리 합작 공장 건설은 잠정 중단됐으며, 미 대선을 앞두고 IRA를 비롯한 BEV 관련 지원정책 변화 가능성 우려가 맞물리며 BlueOval City 프로젝트 역시 추진력을 얻지 못하는 모습이다. 더불어 향후 몇 년에 걸친 UAW 임금 인상이 결정된다면 Detroit 3사 협력사들은 중장기 마진 개선에 대한 눈높이를 낮춰야 할 가능성이 확대될 것이다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 11,000원으로 하향

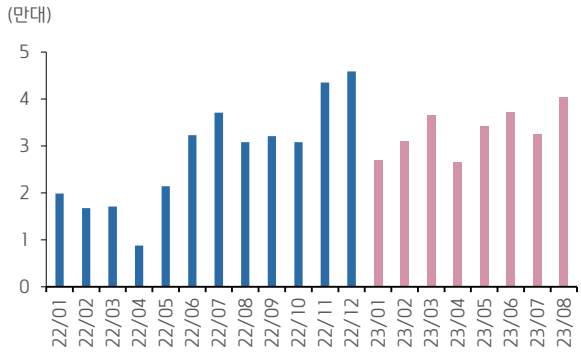
동사에 대해 투자의견 Outperform을 유지하며, 목표주가는 11,000원으로 하향한다. 2분기 어닝 서프라이즈 이후 형성된 하반기 호실적 기대치에 대해 재점검이 필요한 시점이다. 특히 2분기 어닝에서는 아직 동사의 협력사들에 대한 원가 인플레이션 정산 예정 분이 제거되지 않았던 것으로 파악된다. 또한 이자비용 부담증가 추세이므로 재무건전성 확보 차원의 배당정책 변화 가능성도 일부 열어둘 필요가 있을 것이다. 그럼에도 불구하고 현대차그룹의 안정적인 물량 확대, 물류비 정상화에 기인해 동사가 제시한 연간 실적 가이던스(매출액: 9조 원, 영업이익: 4,000억 원) 달성은 여전히 가능할 것으로 판단한다.

한온시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	19,802	21,067	21,956	23,453	23,404	24,291	23,790	25,109	73,514	86,277	96,594
YoY(%)	*5.9*	*13.7*	*28.8*	*21.8*	*18.2*	*15.3*	*8.4*	*7.1*	*7.0*	*17.4*	*12.0*
QoQ(%)	*2.8*	*6.4*	*4.2*	*6.8*	*-0.2*	*3.8*	*-2.1*	*5.5*			
매출원가	18,016	19,063	19,913	20,814	21,261	21,454	21,530	21,920	65,024	77,806	86,166
%	*91.0*	*90.5*	*90.7*	*88.8*	*90.8*	*88.3*	*90.5*	*87.3*	*88.5*	*90.2*	*89.2*
판매비 및 관리비	1,482	1,404	1,425	1,595	1,540	1,402	1,672	1,755	5,232	5,905	6,369
%	*7.5*	*6.7*	*6.5*	*6.8*	*6.6*	*5.8*	*7.0*	*7.0*	*7.1*	*6.8*	*6.6*
영업이익	305	601	618	1,043	602	1,435	588	1,392	3,258	2,566	4,017
%	*1.5*	*2.9*	*2.8*	*4.4*	*2.6*	*5.9*	*2.5*	*5.5*	*4.4*	*3.0*	*4.2*
YoY(%)	*-67.6*	*-40.2*	*-12.5*	*71.7*	*97.7*	*138.8*	*-4.8*	*33.5*	*3.2*	*-21.2*	*56.6*
QoQ(%)	*-49.8*	*97.2*	*2.8*	*68.9*	*-42.3*	*138.2*	*-59.0*	*136.7*			
세전이익	299	146	257	270	666	1,352	612	1,043	3,546	972	3,674
%	*1.5*	*0.7*	*1.2*	*1.2*	*2.8*	*5.6*	*2.6*	*4.2*	*4.8*	*1.1*	*3.8*
지배주주순이익	197	140	168	-300	439	1,072	482	822	3,085	204	2,815
%	*1.0*	*0.7*	*0.8*	*-1.3*	*1.9*	*4.4*	*2.0*	*3.3*	*4.2*	*0.2*	*2.9*

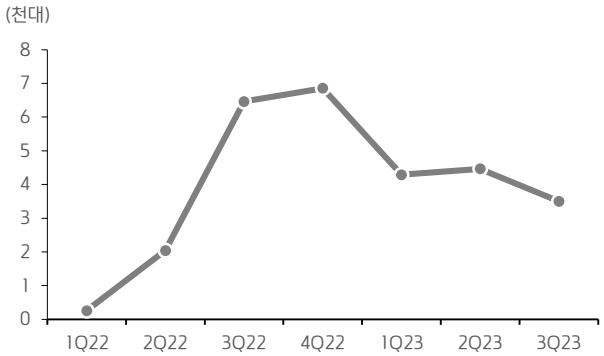
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

VW ID시리즈 글로벌 생산: 하반기 성장폭 둔화 시작



자료: Marklines, 키움증권 리서치

Ford F-150 Lightning 글로벌 분기판매 추이



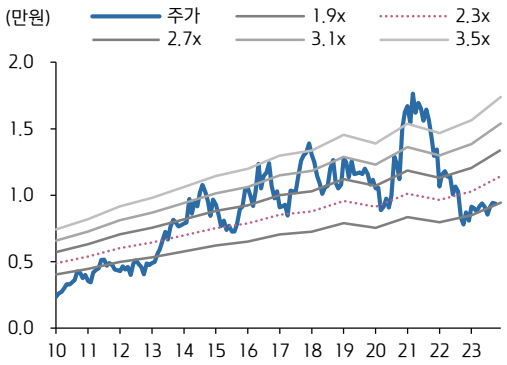
자료: Ford, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,876	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	533,800	
Target Multiple(배)	2.3	2014 년 이후 한온시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 하단
적정주가(원)	11,215	
목표주가(원)	11,000	
전일종가(원)	9,350	
Upside	17.6%	

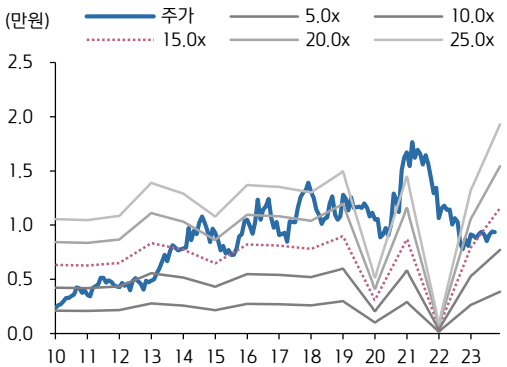
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,659.4	10,153.0	11,045.6
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,616.6	8,904.9	9,623.1
매출총이익	849.0	847.1	1,042.8	1,248.1	1,422.5
판관비	523.2	590.5	641.1	701.5	772.5
영업이익	325.8	256.6	401.7	546.6	650.0
EBITDA	834.3	814.5	983.2	1,130.2	1,200.0
영업외손익	28.9	-159.4	-34.3	-9.3	17.2
이자수익	6.5	12.9	30.7	43.5	41.9
이자비용	85.6	105.6	122.8	134.1	118.7
외환관련이익	250.5	352.4	301.5	326.9	314.2
외환관련손실	218.2	318.3	268.3	293.3	280.8
종속 및 관계기업손익	5.4	8.9	9.1	9.1	9.1
기타	70.3	-109.7	15.5	38.6	51.5
법인세차감전이익	354.6	97.2	367.4	537.3	667.2
법인세비용	43.9	70.4	79.1	107.5	133.4
계속사업순손익	310.7	26.7	288.2	429.8	533.8
당기순이익	310.7	26.7	288.2	429.8	533.8
지배주주순이익	308.5	20.4	281.5	423.4	525.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.0	17.4	12.0	5.1	8.8
영업이익 증감율	3.2	-21.2	56.5	36.1	18.9
EBITDA 증감율	6.4	-2.4	20.7	15.0	6.2
지배주주순이익 증감율	179.5	-93.4	1,279.9	50.4	24.2
EPS 증감율	179.5	-93.4	1,277.4	50.4	24.2
매출총이익율(%)	11.5	9.8	10.8	12.3	12.9
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.2	5.4	5.9
EBITDA Margin(%)	11.3	9.4	10.2	11.1	10.9
지배주주순이익률(%)	4.2	0.2	2.9	4.2	4.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,551.7	4,194.8	4,079.4	4,651.4	5,384.3
현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,303.9	1,698.8	2,155.9
단기금융자산	16.1	24.7	32.0	41.7	54.2
매출채권 및 기타채권	1,001.6	1,262.4	1,413.4	1,485.6	1,616.2
재고자산	810.1	971.9	772.8	812.2	883.7
기타유동자산	320.1	506.7	557.3	613.1	674.3
비유동자산	4,682.0	4,904.0	5,025.0	4,850.4	4,709.6
투자자산	142.7	87.4	96.5	105.6	114.6
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,376.7	2,377.9	2,381.0
무형자산	1,790.2	1,923.1	2,091.4	1,906.5	1,753.4
기타비유동자산	412.8	522.1	460.4	460.4	460.6
자산총계	8,233.7	9,098.8	9,104.4	9,501.8	10,093.8
유동부채	2,813.5	4,021.1	3,921.1	4,021.4	4,212.4
매입채무 및 기타채무	1,500.5	1,850.5	1,937.0	2,069.3	2,260.3
단기금융부채	1,167.3	1,974.7	1,839.1	1,807.1	1,807.1
기타유동부채	145.7	195.9	145.0	145.0	145.0
비유동부채	2,943.6	2,707.8	2,657.8	2,657.8	2,657.8
장기금융부채	2,555.5	2,305.4	2,255.4	2,255.4	2,255.4
기타비유동부채	388.1	402.4	402.4	402.4	402.4
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,578.9	6,679.2	6,870.2
지배지분	2,343.2	2,236.0	2,384.8	2,675.5	3,068.6
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-11.0	-9.8	-9.8	-9.8	-9.8
기타자본	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
기타포괄손익누계액	-66.4	-50.0	9.5	68.9	128.3
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,332.9	2,564.1	2,897.8
비지배지분	133.4	133.9	140.6	147.0	155.0
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,525.4	2,822.6	3,223.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636.3	378.3	1,027.9	1,104.9	1,137.1
당기순이익	310.7	26.7	288.2	429.8	533.8
비현금항목의 가감	654.7	872.3	874.8	905.4	883.1
유형자산감가상각비	374.7	398.4	399.8	398.8	396.9
무형자산감가상각비	133.9	159.5	181.7	184.9	153.1
지분법평가손익	-5.4	-8.9	-9.1	-9.1	-9.1
기타	151.5	323.3	302.4	330.8	342.2
영업활동자산부채증감	-189.5	-373.1	33.2	-35.1	-72.3
매출채권및기타채권의감소	243.9	-218.4	-151.0	-72.2	-130.6
재고자산의감소	-162.9	-167.8	199.2	-39.5	-71.4
매입채무및기타채무의증가	-135.0	239.2	86.6	132.3	191.0
기타	-135.5	-226.1	-101.6	-55.7	-61.3
기타현금흐름	-139.6	-147.6	-168.3	-195.2	-207.5
투자활동 현금흐름	-557.3	-643.3	-829.8	-477.0	-479.9
유형자산의 취득	-387.7	-385.1	-405.0	-400.0	-400.0
유형자산의 처분	4.2	10.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-215.9	-256.6	-350.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-29.5	64.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.2	-8.6	-7.4	-9.6	-12.5
기타	67.4	-67.3	-67.4	-67.4	-67.4
재무활동 현금흐름	-24.2	262.0	-444.6	-290.9	-258.9
차입금의 증가(감소)	234.8	523.0	-185.7	-32.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-209.8	-194.2	-192.1	-192.1	-192.1
기타	-49.2	-66.8	-66.8	-66.8	-66.8
기타현금흐름	23.6	28.4	121.2	58.0	58.8
현금 및 현금성자산의 순증가	78.4	25.4	-125.3	394.9	457.1
기초현금 및 현금성자산	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,303.9	1,698.8
기말현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,303.9	1,698.8	2,155.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	578	38	527	793	985
BPS	4,390	4,189	4,468	5,012	5,749
CFPS	1,809	1,684	2,179	2,501	2,654
DPS	360	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	23.3	211.3	17.7	11.8	9.5
PER(최고)	35.0	365.7	19.3		
PER(최저)	22.2	185.4	15.2		
PBR	3.06	1.93	2.09	1.87	1.63
PBR(최고)	4.60	3.34	2.28		
PBR(최저)	2.93	1.69	1.79		
PSR	0.98	0.50	0.52	0.49	0.45
PCFR	7.4	4.8	4.3	3.7	3.5
EV/EBITDA	11.5	8.9	8.0	6.6	5.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	61.8	718.4	66.7	44.7	36.0
배당수익률(%,보통주,현금)	2.7	4.4	3.9	3.9	3.9
ROA	3.9	0.3	3.2	4.6	5.4
ROE	13.8	0.9	12.2	16.7	18.3
ROIC	5.9	2.1	7.0	8.1	9.8
매출채권회전율	6.8	7.6	7.2	7.0	7.1
재고자산회전율	10.2	9.7	11.1	12.8	13.0
부채비율	232.5	283.9	260.5	236.6	213.1
순차입금비율	93.0	119.3	109.2	82.3	57.5
이자보상배율	3.8	2.4	3.3	4.1	5.5
총차입금	3,722.8	4,280.1	4,094.5	4,062.5	4,062.5
순차입금	2,302.9	2,826.3	2,758.5	2,322.0	1,852.4
NOPLAT	834.3	814.5	983.2	1,130.2	1,200.0
FCF	-2.2	-337.9	236.5	585.8	597.6

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 10월 05일 현재 '한온시스템(018880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

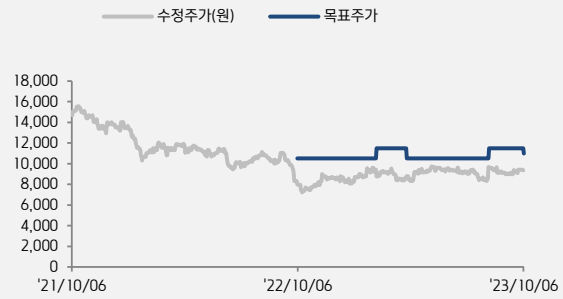
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
한온시스템 (018880)	2022-10-05	Buy(Initiate)	10,500원	6개월	-26.42	-22.00
	2022-11-10	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-21.69	-14.29
	2023-01-11	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-19.70	-8.57
	2023-02-10	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-22.77	-17.04
	2023-03-31	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-12.64	-7.33
	2023-05-24	Marketperform (Downgrade)	10,500원	6개월	-12.88	-7.33
	2023-08-11	Outperform (Upgrade)	11,500원	6개월	-19.46	-16.09
	2023-10-06	Outperform (Maintain)	11,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

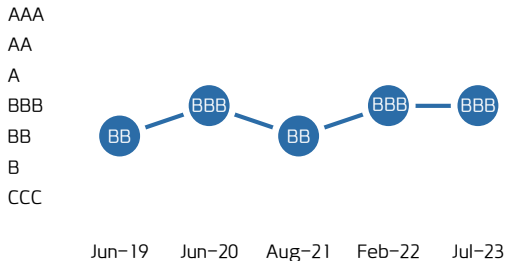
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

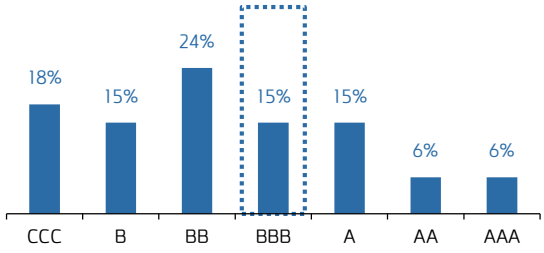
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주: MSCI ACWI Index 내 Auto 업체 32개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중 평균	4.6	4.2		
환경	4.4	4.5	18.0%	▲0.4
친환경 기술	4.4	4.1	18.0%	▲0.4
사회	2.7	3.7	41.0%	▼1.3
제품의 안전성 및 품질	3.3	3.9	23.0%	▼2.1
노무 관리	1.9	3.5	18.0%	▼0.3
지배구조	6.6	4.6	41.0%	▲1.1
기업 지배구조	7.7	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 주요 경쟁사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안정성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
HL Mando Corp.	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	
Hanon Systems	● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	BBB	
HYUNDAI WIA CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	BB	
SL CORPORATION	● ● ●	●	● ● ●	● ●	● ●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	● ●	●	●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	● ●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	

4분위 등급 : 최저 ● 최고 ● ● ● ●
등급 추이: 유지 ◄► 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치