

한온시스템 (018880)

변화에는 시간이 필요하다

3Q23(P): 매출액 2.3조원, 영업이익 200억원

영업이익, Consensus(670억원) 하회

매출액 yoy +6% 증가, qoq -4% 감소. 영업이익 yoy -67%, qoq -86% 감소. 매출액이 전분기비 감소한 이유는 북미 및 아시아 등 주요 국가에서 완성차 판매가 전분기비 감소했기 때문으로 판단. 9월 중순부터 10월 하순까지 1개월 이상 진행된 전미자동차노조 파업이 북미 매출 및 이익에 악영향을 미친 것으로 관측. 영업이익은 2Q20 적자를 기록한 이후 가장 낮은 수준 시현(OPM 0.9%). 전미자동차노조 파업 영향 등 부정적 일회성 요인이 영업손익에 미친 금액은 약 320억원으로 파악. 당사는 이번 3Q 영업이익은 흑자를 기록했으나 세전 적자 및 순적자를 기록하며 분기 주당배당금을 전분기비 -24% 감소한 68원으로 결정.

2024년 실적 가이드스 다소 실망스러워

연초 당사는 2023년 가이드스로 매출액 9조원, EBITDA 1조원, 영업이익 0.4조원 제시. 이번 3Q 실적발표에서 2023년 가이드스를 매출액 9.5조원, EBITDA 0.9조원, 영업이익 0.3조원으로 수정. 주어진 가이드스를 바탕으로 예상해볼 수 있는 4Q23 영업이익은 500~600억원 수준. 또한 2024년 가이드스를 매출액 9.8조원, EBITDA 1.1조원, 영업이익 0.4조원 수준으로 제시. 당사는 수정 전 기준, 동사의 2024년 매출액 10조원, 영업이익 0.5조원을 전망했던 바 있어. 동사가 이번 실적발표와 함께 밝힌 2024년 전략안을 실행하는데 있어 당초 예상하지 못했던 일회성 비용이 발생할 것으로 추정.

수익성 회복, 방향은 맞지만 속도는 시간이 필요

2024년은 동사가 경영 전략 측면에서 변화를 꾀할 수 있는 시기가 될 수 있지만 그 과정에서 비경쟁적인 비용도 동반될 것으로 전망. 전년대비 2024년은 수익성 회복이 가능할 것으로 예상되지만 그 속도는 시간이 필요하다고 판단. Target PER을 20x에서 16x으로 하향하여 목표주가를 10,000원에서 8,000원으로 조정.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가 8,000원 (D)

현재주가 (11/09) 7,510원

상승여력 7%

시가총액	40,088억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	100억원
60일 평균 거래량	1,157,651주
52주 고/저	9,730원 / 6,880원
외인지분율	16.44%
배당수익률	4.45%
주요주주	한앤코오토홀딩스

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.2)	(11.9)	(8.3)
상대	(22.8)	(5.4)	(8.4)
절대 (달러환산)	(19.8)	(11.5)	(4.5)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,327	6.0	-4.2	2,321	0.3
영업이익	20	-67.1	-85.9	67	-69.9
세전계속사업이익	-27	적전	적전	47	-157.0
지배순이익	-45	적전	적전	44	-203.7
영업이익률 (%)	0.9	-1.9 %pt	-5.0 %pt	2.9	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	-2.0	적전	적전	1.9	-3.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	7,351	8,628	9,583	9,871
영업이익	326	257	281	404
지배순이익	309	20	141	271
PER	28.1	268.3	28.5	14.8
PBR	3.7	2.5	1.6	1.6
EV/EBITDA	13.3	10.4	8.3	6.8
ROE	13.8	0.9	6.0	10.8

자료: 유안타증권

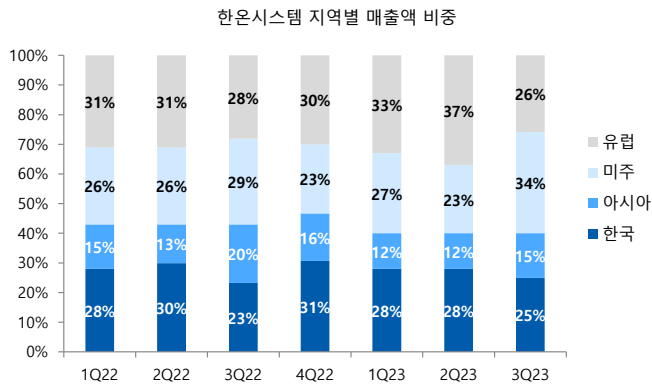
[표-1] 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY	4Q23E
매출액	8,628	9,583	9,871	1,980	2,107	2,196	2,345	2,340	2,429	2,327	-4.2%	6.0%	2,486
지역별 비중													
한국	28%	27%	-	28%	30%	23%	31%	28%	28%	25%	-3%p	2%p	-
아시아(한국 외)	16%	13%	-	15%	13%	20%	16%	12%	12%	15%	3%p	-5%p	-
미주	26%	28%	-	26%	26%	29%	23%	27%	23%	34%	11%p	5%p	-
유럽	30%	32%	-	31%	31%	28%	30%	33%	37%	26%	-11%p	-2%p	-
고객사별 비중													
HMG	47%	47%	-	46%	48%	47%	47%	48%	48%	45%	-3%p	-2%p	-
Ford	12%	12%	-	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	0%p	0%p	-
VW	8%	10%	-	8%	8%	8%	8%	10%	10%	10%	0%p	2%p	-
GM	7%	7%	-	6%	6%	6%	10%	6%	6%	9%	3%p	3%p	-
Stellantis	4%	4%	-	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	0%p	0%p	-
기타	22%	20%	-	24%	22%	23%	19%	20%	20%	20%	0%p	-3%p	-
영업이익	257	281	404	30	60	62	104	60	143	20	-85.9%	-67.1%	57
이익률	3.0%	2.9%	4.1%	1.5%	2.9%	2.8%	4.4%	2.6%	5.9%	0.9%	-5.0%p	-1.9%p	2.3%
세전이익	97	223	372	30	15	26	27	67	135	-27	적전	적전	48
이익률	1.1%	2.3%	3.8%	1.5%	0.7%	1.2%	1.2%	2.8%	5.6%	-1.2%	-6.7%p	-2.3%p	1.9%
지배순이익	20	141	271	20	14	17	-30	44	107	-45	적전	적전	35
이익률	0.2%	1.5%	2.7%	1.0%	0.7%	0.8%	-1.3%	1.9%	4.4%	-2.0%	-6.4%p	-2.7%p	1.4%

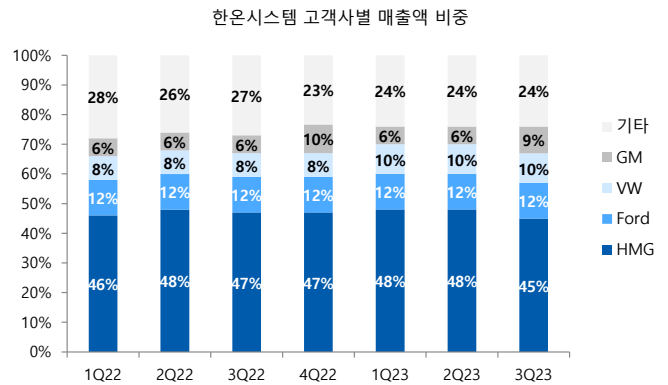
자료: 유안타증권, 주: 2023년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준

[그림-1] 한온시스템 지역별 매출액 비중



자료: 한온시스템

[그림-2] 한온시스템 고객사별 매출액 비중



자료: 한온시스템

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,583	9,871	10,077
매출원가	6,502	7,781	8,676	8,816	8,857
매출총이익	849	847	908	1,055	1,219
판매비	523	590	626	652	665
영업이익	326	257	281	404	554
EBITDA	834	814	879	1,057	1,202
영업외손익	29	-159	-58	-32	-28
외환관련손익	32	34	92	81	97
이자손익	-79	-93	-137	-140	-136
관계기업관련손익	5	9	10	11	11
기타	70	-110	-23	16	0
법인세비용차감전순이익	355	97	223	372	526
법인세비용	44	70	74	93	132
계속사업순이익	311	27	150	279	395
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	150	279	395
지배지분순이익	309	20	141	271	383
포괄순이익	447	86	423	279	395
지배지분포괄이익	432	84	418	281	398

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	680	902	952
당기순이익	311	27	150	279	395
감가상각비	375	398	418	450	437
외환손익	-13	-7	-96	-81	-97
중속, 관계기업관련손익	-5	-9	-10	-11	-11
자산부채의 증감	-190	-373	-80	-37	-81
기타현금흐름	159	342	299	302	310
투자활동 현금흐름	-557	-643	-645	-660	-660
투자자산	1	-10	1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-388	-385	-404	-360	-360
유형자산 감소	4	10	25	0	0
기타현금흐름	-175	-259	-266	-300	-300
재무활동 현금흐름	-24	262	-580	-192	-192
단기차입금	212	636	-835	0	1
사채 및 장기차입금	87	-51	569	0	0
자본	0	1	1	0	0
현금배당	-210	-194	-180	-192	-192
기타현금흐름	-113	-130	-134	0	0
연결범위변동 등 기타	24	28	15	41	79
현금의 증감	78	25	-529	91	179
기초 현금	1,325	1,404	1,429	900	991
기말 현금	1,404	1,429	900	991	1,170
NOPLAT	326	257	281	404	554
FCF	249	-7	276	542	592

자료: 유안타증권

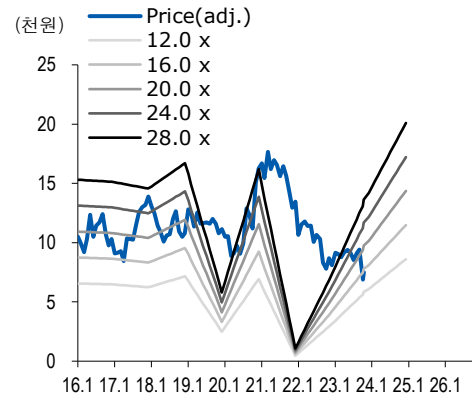
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	3,839	3,881	4,145
현금및현금성자산	1,404	1,429	900	991	1,170
매출채권 및 기타채권	1,002	1,262	1,341	1,314	1,355
재고자산	810	972	1,095	1,073	1,107
비유동자산	4,682	4,904	5,396	5,403	5,415
유형자산	2,336	2,371	2,648	2,557	2,480
관계기업 등 지분관련자산	109	72	72	72	72
기타투자자산	37	29	13	13	13
자산총계	8,234	9,099	9,235	9,284	9,559
유동부채	2,813	4,021	3,653	3,615	3,679
매입채무 및 기타채무	1,501	1,850	1,909	1,871	1,929
단기차입금	832	1,455	614	614	614
유동성장기부채	335	520	851	851	851
비유동부채	2,944	2,708	2,972	2,972	2,980
장기차입금	661	577	812	812	812
사채	1,706	1,547	1,516	1,516	1,516
부채총계	5,757	6,729	6,625	6,586	6,659
지배지분	2,343	2,236	2,471	2,550	2,740
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-9	-9	-9
이익잉여금	2,368	2,243	2,201	2,279	2,470
비지배지분	133	134	139	148	159
자본총계	2,477	2,370	2,610	2,697	2,900
순차입금	2,307	2,856	3,128	3,037	2,859
총차입금	3,732	4,317	4,050	4,050	4,051

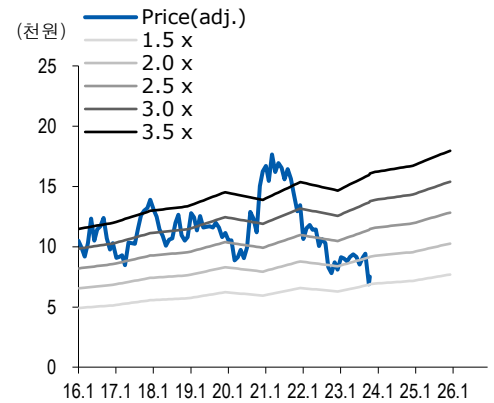
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	578	38	264	507	717
BPS	4,391	4,190	4,630	4,778	5,135
EBITDAPS	1,563	1,526	1,647	1,981	2,252
SPS	13,772	16,163	17,953	18,492	18,877
DPS	360	360	338	360	360
PER	28.1	268.3	28.5	14.8	10.5
PBR	3.7	2.5	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.3	10.4	8.3	6.8	5.8
PSR	1.2	0.6	0.4	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	7.0	17.4	11.1	3.0	2.1
영업이익 증가율 (%)	3.2	-21.2	9.6	43.6	37.2
지배순이익 증가율 (%)	179.5	-93.4	588.8	92.4	41.3
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	9.5	10.7	12.1
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	4.1	5.5
지배순이익률 (%)	4.2	0.2	1.5	2.7	3.8
EBITDA 마진 (%)	11.3	9.4	9.2	10.7	11.9
ROIC	6.5	1.5	4.3	5.5	7.6
ROA	3.8	0.2	1.5	2.9	4.1
ROE	13.8	0.9	6.0	10.8	14.5
부채비율 (%)	232.5	283.9	253.8	244.2	229.6
순차입금/자기자본 (%)	98.5	127.7	126.6	119.1	104.3
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.4	1.7	2.4	3.3

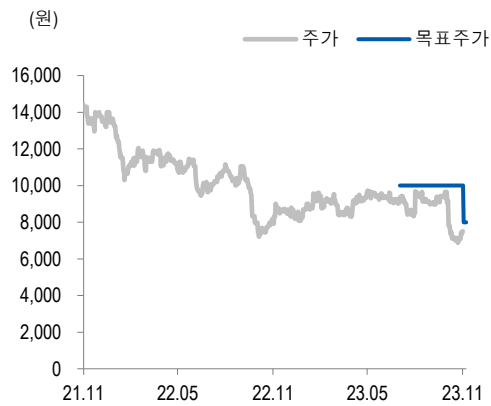
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-10	HOLD	8,000	1년		
2023-07-11	HOLD	10,000	1년	-13.64	-3.10

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
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-09

※ 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 투자결정은 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.