

Company Analysis

한온시스템 018880

Jan 16, 2024

4Q23 Preview: Q 부진과 비용 부담을 견디는 중

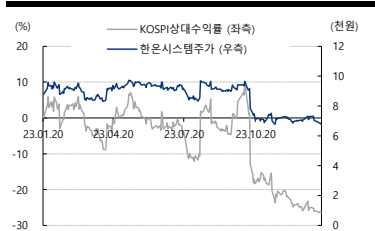
Buy 유지

TP 8,000 원 하향

Company Data

현재가(01/15)	6,790 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	9,730 원
52 주 최저가(보통주)	6,790 원
KOSPI (01/15)	2,525.05p
KOSDAQ (01/15)	868.08p
자본금	534 억원
시가총액	36,245 억원
발행주식수(보통주)	53,380 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	67.3 만주
평균거래대금(60 일)	48 억원
외국인지분(보통주)	16.25%
주요주주	
한앤코오토홀딩스	50.50%
한국타이어엔테크놀로지	19.49%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-27.5	-22.1
상대주가	-3.2	-26.0	-27.1



자동차/자동차부품 남주신

3771-9730, 20220077@iprovst.com

4Q23 실적 Preview

4Q23 매출액 2.3조원(YoY+1%), 영업이익 559억원(YoY-47%, OPM 2.3%)으로 컨센서스 하회 예상. 4분기 특이사항은 1)미국 UAW 파업으로 고객사들의 4분기 생산물량이 전년대비 감소했을 것으로 예상되며, 2)2분기에 이어 4분기에도 고객사와의 비용정산금이 반영될 것으로 추정. 원가 부담이 지속되는 중. 특히 유럽 고객사의 전기차 판매량이 YoY+3%에 그쳐 기존 목표 대비 크게 하회하면서 동사에도 실적에도 영향을 주고 있는 상황.

2024년 실적 전망

2024년 매출액 9.67조원(YoY+2.1%), 영업이익 3,261억원(YoY+16.9%, OPM 3.4%)로 전망. 2024년 연간 가이드는 매출액 9.8조원, 영업이익률 4.2%로 제시한 바 있음. 2024년에는 글로벌 완성차들의 EV 수요 부진으로 인한 생산 감소가 예상되므로 동사의 미국과 유럽 시장 매출도 소폭 감소가 전망됨. 동사는 3분기 발표 때 비용 절감을 강조하였음. 사업운영 효율화 1,000억원, 공급망 최적화 800억원, 인플레이션 등 제반비용 증가와 고객사 전가 및 판가 재산정 750억 등 총 2,550억원 수익성 개선 목표를 발표. 상반기까지 해외공장 희망퇴직 관련 비용 상승이 일시적으로 있을 것.

투자의견 Buy 및 목표주가 8,000원 하향

현재 주가는 12MF P/E 15배 수준. 열관리사업을 영위하고 있는 글로벌 Peer 업체들은 13~17배까지 받고 있는 상황. Peer 대비 낮은 수익성을 시현하고 있어 밸류에이션 매력 찾기는 어려움. 배당의 경우 3분기에 이미 DPS를 축소할 바 있는데, 추가적인 DPS 축소나 배당 정책 변경에 대한 가능성도 존재하는 상황. 25년 이후 열관리사업의 성장을 위한 기다림의 시간이 필요.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	7,351	8,628	9,465	9,666	9,987
YoY(%)	7.0	17.4	9.7	2.1	3.3
영업이익(십억원)	326	257	279	326	437
OP 마진(%)	4.4	3.0	2.9	3.4	4.4
순이익(십억원)	311	27	121	192	282
EPS(원)	578	38	211	341	512
PER(배)	23.3	211.3	33.8	19.0	13.5
PBR(배)	3.1	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	11.5	8.9	9.0	8.6	7.4
ROE(%)	13.8	0.9	5.1	8.0	11.7

자동차 산업

위기만이 기회

[도표 43] 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	2,340	2,429	2,327	2,369	2,340	2,441	2,398	2,487	8,628	9,465	9,666
YoY(%)	18.2	15.3	6.0	1.0	-	0.5	3.1	5.0	17.4	9.7	2.1
한국	655	680	581	694	655	691	567	694	2,416	2,610	2,607
YoY(%)	18.1	7.8	13.7	- 3.5	-	1.6	- 2.3	-	9.5	8.0	- 0.1
아시아	281	291	350	394	281	329	421	394	1,380	1,316	1,425
YoY(%)	- 5.4	5.7	- 19.2	5.0	-	13.1	20.3	-	10.5	- 4.7	8.3
미주	632	560	795	601	632	608	653	601	2,243	2,588	2,494
YoY(%)	22.8	2.2	25.4	9.9	-	8.6	- 17.9	-	32.7	15.4	- 3.6
유럽	772	897	602	778	772	782	721	778	2,588	3,049	3,053
YoY(%)	20.8	28.0	32.0	26.9	-	-	-	-	16.3	26.9	14.0
매출원가	2,126	2,145	2,138	2,159	2,080	2,122	2,215	2,271	7,780	8,568	8,688
판관비	154	140	169	155	154	160	168	170	590	618	652
영업이익	60	144	20	55	106	159	15	46	257	279	326
YoY(%)	97.0	139.7	-67.6	-47.4	76.7	10.4	-25.0	-16.2	-21.2	8.4	16.9
영업이익률(%)	2.6	3.6	3.4	2.3	2.6	3.6	3.4	1.8	3.0	2.9	3.4
지배주주순이익	43.9	75.7	89.9	114.8	43.9	75.7	89.9	114.8	20	239	248

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 44] 한온시스템 Valuation

(단위: 십억원)

구분	단위	값	비고
지배주주순이익	십억원	192	2024 년 기준
EPS	원	341	2024 년 기준
Target P/E	배	24.0	2014~2017 년 한온시스템 P/E 밴드 상단
목표주가	원	8,000	Target P/E x EPS
현재주가	원	6,790	
상승여력	%	17.8	

자료: 교보증권 리서치센터

자동차 산업

위기만이 기회

[한온시스템 018880]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,465	9,666	9,987
매출원가	6,502	7,781	8,568	8,688	8,754
매출총이익	849	847	897	978	1,233
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	9.5	10.1	12.3
판매비와관리비	523	590	618	652	796
영업이익	326	257	279	326	437
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.4	4.4
EBITDA	834	814	739	712	761
EBITDA Margin (%)	11.3	9.4	7.8	7.4	7.6
영업외손익	29	-159	-94	-99	-103
관계기업손익	5	9	9	9	9
금융수익	111	98	42	49	58
금융비용	-120	-201	-167	-180	-193
기타	32	-65	23	24	23
법인세비용차감전순익	355	97	185	227	334
법인세비용	44	70	134	164	242
계속사업순손익	311	27	51	62	92
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	121	192	282
당기순이익률 (%)	4.2	0.3	2.5	2.6	3.6
비지배지분순이익	2	6	12	15	22
지배지분순이익	309	20	239	248	370
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	136	59	59	59	59
포괄순이익	447	86	110	122	151
비지배지분포괄이익	15	3	3	4	4
지배지분포괄이익	432	84	307	318	447

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	630	732	887
당기순이익	311	27	121	192	282
비현금항목의 가감	655	872	820	781	801
감가상각비	375	398	328	270	222
외환손익	-13	-7	-28	-28	-28
지분법평가손익	-5	-9	-9	-9	-9
기타	299	489	529	548	615
자산부채의 증감	-190	-373	-311	-246	-259
투자활동 현금흐름	-557	-643	-403	-404	-406
투자자산	1	-10	0	0	0
유형자산	-388	-385	-411	-381	-379
기타	-171	-248	-103	-104	-106
재무활동 현금흐름	-24	262	-341	-164	-124
단기차입금	36	322	32	52	59
사채	108	9	9	9	9
장기차입금	91	193	93	94	93
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-210	-194	-192	-192	-192
현금의 증감	78	25	72	411	515
기초 현금	1,325	1,404	1,429	1,534	1,946
기말 현금	1,404	1,429	1,534	1,946	2,761
NOPLAT	285	71	77	90	120
FCF	217	-130	496	619	705

자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	4,916	5,091	5,900
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,934	2,746	3,761
매출채권및기타채권	1,002	1,262	1,381	1,415	1,467
재고자산	810	972	1,066	1,089	1,125
기타유동자산	336	531	535	541	548
비유동자산	4,682	4,904	4,452	4,074	4,759
유형자산	2,336	2,371	2,043	1,773	1,551
관계기업투자금	109	72	81	90	98
기타금융자산	37	29	29	29	29
기타비유동자산	2,200	2,432	2,299	2,182	2,080
자산총계	8,234	9,099	9,368	9,765	9,959
유동부채	2,813	4,021	4,290	4,760	5,493
매입채무및기타채무	1,501	1,850	1,970	1,999	2,044
차입금	832	1,455	1,777	2,098	2,420
유동성채무	335	520	308	308	308
기타유동부채	146	196	235	356	721
비유동부채	2,944	2,708	2,871	3,050	3,241
차입금	661	577	770	962	1,155
사채	1,706	1,547	1,555	1,564	1,573
기타비유동부채	576	584	546	524	513
부채총계	5,757	6,729	6,960	7,010	7,734
지배지분	2,343	2,236	2,083	1,938	1,817
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	2,368	2,243	2,090	1,946	1,824
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-1
비지배지분	133	134	125	116	109
자본총계	2,477	2,370	2,208	2,455	2,625
총차입금	3,725	4,297	4,617	4,849	4,981

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

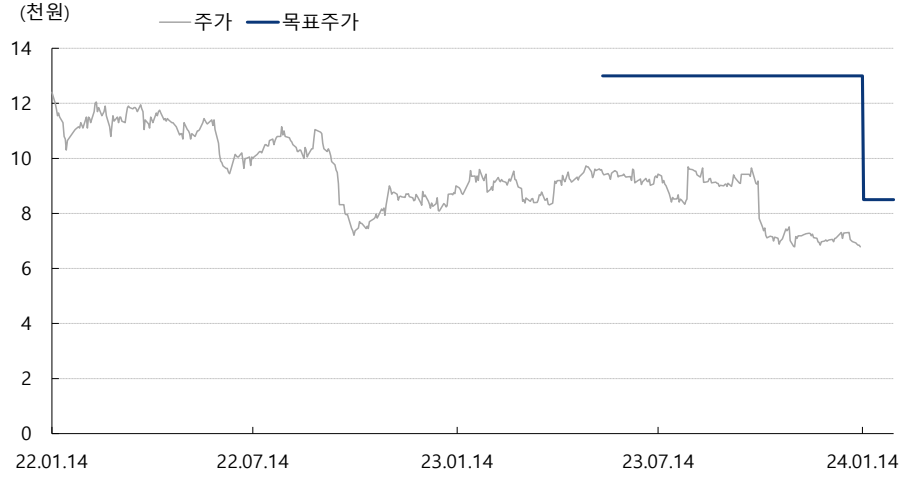
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	578	38	211	341	512
PER	23.3	211.3	33.8	19.0	13.5
BPS	4,390	4,189	4,202	4,331	4,703
PBR	3.1	1.9	1.9	1.8	1.7
EBITDAPS	1,563	1,526	1,385	2,033	2,126
EV/EBITDA	11.5	8.9	7.9	6.8	5.9
SPS	13,772	16,163	17,731	18,108	19,710
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
DPS	360	360	360	360	360

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	7.0	17.4	9.7	2.1	3.3
영업이익 증가율	3.2	-21.2	8.7	16.9	34.2
순이익 증가율	173.9	-91.4	90.8	22.4	47.4
수익성					
ROIC	6.5	1.5	5.0	5.9	8.9
ROE	13.8	0.9	9.1	11.0	15.7
안정성					
부채비율	232.5	283.9	282.4	280.2	263.6
순차입금비율	45.2	47.2	49.3	52.2	53.3
이자보상배율	3.8	2.4	2.5	2.6	3.1

한온시스템 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.05.25	매수	13,000	(35.89)	(25.46)					
2024.01.16	매수	8,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시
기
바라며,
어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없
습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하