



Neutral (하향)

목표주가(12M) 8,000원(하향)
현재주가(11.09) 7,510원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,427.08
52주 최고/최저(원)	9,730/6,880
시가총액(십억원)	4,008.8
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	1,157.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0
외국인지분율(%)	16.44
주요주주 지분율(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	9,553.0	10,056.1
영업이익(십억원)	388.1	493.0
순이익(십억원)	274.6	346.2
EPS(원)	504	632
BPS(원)	4,516	4,719

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,509.9	9,841.5
영업이익	325.8	256.6	282.0	414.2
세전이익	354.6	97.2	184.7	384.1
순이익	308.5	20.4	118.6	286.1
EPS	578	38	222	536
증감율	179.23	(93.43)	484.21	141.44
PER	23.27	212.89	33.83	14.01
PBR	3.06	1.93	1.84	1.75
EV/EBITDA	11.53	8.97	8.00	6.87
ROE	13.83	0.89	5.38	12.81
BPS	4,392	4,191	4,075	4,295
DPS	360	360	316	316



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 10일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

CEO까지 나선 이유가 있군요

투자의견을 Neutral로 하향

한온시스템에 대한 투자의견을 기존 BUY에서 신규 Neutral로 하향하고, 목표주가도 12,000원에서 8,000원으로 조정한다. 3분기 실적이 예상치를 크게 하회하면서 2023년/2024년 실적 추정치를 하향했고, 성장성/수익성 하락을 반영하여 목표 P/E도 기존 20배에서 신규 15배로 조정했기 때문이다. 3분기 실적이 워낙 부진했기 때문에 4분기 및 2024년 실적이 분기별로 개선되는 흐름이겠지만, 이를 감안하더라도 P/E 14배 수준으로 크게 매력적인 Valuation을 제공하지 않는다. 회사 측이 밝힌 2024년 전략 방향의 전환, 즉 성장성 우선에서 수익성 향상을 가져올 다양한 실행 노력들이 계획대로 진행될지 지켜봐야 한다는 판단이다.

3Q23 Review: 영업이익률 0.9% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 크게 하회했다(영업이익 기준 -70%). 외형은 예상 수준이었지만 비용이 증가하면서 수익성이 크게 하락했기 때문이다. 3분기 매출액/영업이익은 +6%/-67% (YoY) 변동한 2.33조원/203억원(영업이익률 0.9%, -1.9%p (YoY))을 기록했다. 중국 매출액이 15% (YoY) 감소한 반면, 유럽/미국/한국에서는 각각 12%/6%/8% (YoY) 증가했다. 고객 비중은 현대차그룹(47%)/포드(12%)/폭스바겐(10%)/GM(7%)/스텔란티스(4%) 순이었다. 폭스바겐/GM/스텔란티스/BMW향 매출액이 16%/6%/10%/41% (YoY) 증가했고, 현대차그룹향 매출액도 6% (YoY) 증가했다. 3분기 매출원가율은 협력사 비용 보전, 인플레이션 비용, 인건비 증가 등 각종 비용 증가로 1.2%p (YoY), 3.6%p (QoQ) 상승했고, 판관비율도 물류비/워런티비 등이 추가 증가하면서 0.8%p (YoY), 1.5%p (QoQ) 상승했다. 이에 따라 영업이익률은 1.9%p (YoY), 5.0%p (QoQ) 하락했다. 지배주주순이익은 -453억원으로 적자 전환했다. 한편, 3분기 주주는 1.7억달러(재수주 0.55억달러, 신규수주 1.15억달러)였고, 3분기말 수주잔고는 총 490억달러, 이 중 신규수주잔고는 200억달러였다. 분기 배당은 기존 90원에서 3분기에는 68원으로 하향되었다.

경영진 IR의 내용: 수익성을 동반한 성장으로 방향 전환

최고 경영진들이 참석한 IR의 내용을 정리하면, 1) 2024년 전략 방향을 기존 '고객 다변화와 성장 중심'에서 신규 '탁월한 실행에 기반한 수익성 있는 성장의 달성'으로 변경했고, 2) 이를 위해 3가지 실행 계획을 제시했는데, 운영 효율성의 향상, 공급망 최적화, 그리고 추가적인 비용 개선 활동이 그것이며, 3) 3가지 계획이 달성되면 각각 이익에 1,000억원/800억원/750억원씩 기여할 것으로 기대 중이다. 4) 2025년까지 중기 실적 가이드를 제시했는데, 2023년 매출액/영업이익으로는 9.5조원/2,800억원(영업이익률 2.9%), 2024년 9.8조원/4,100억원(4.2%), 2025년 11.0조원/6,000억원(5.5%)이 목표이다. 5) 장기적으로는 2030년 16.0조원의 매출액과 9%의 영업이익률, 영업이익 1.44조원을 제시했다.

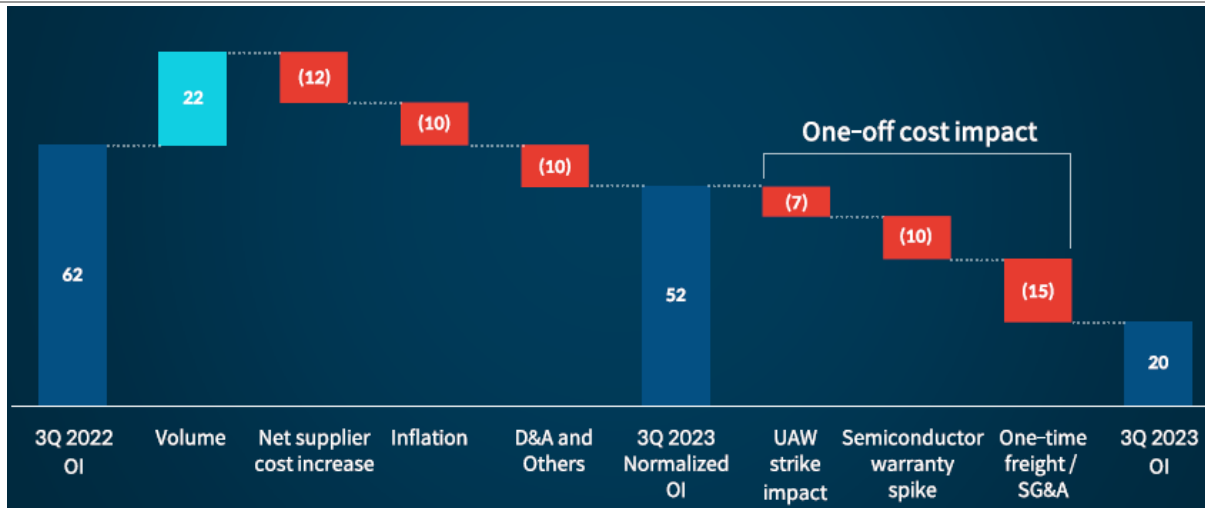
도표 1. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,980	2,107	2,196	2,345	2,340	2,429	2,327	2,413	6,873	7,351	8,628	9,510	9,842
매출총이익	179	200	204	264	214	284	189	253	864	849	847	941	1,087
판매비	148	140	142	160	154	140	169	195	549	523	590	659	673
영업이익	30	60	62	104	60	143	20	58	316	326	257	282	414
세전이익	30	15	26	27	67	135	(27)	10	140	355	97	185	384
순이익	22	15	19	(29)	45	111	(42)	8	113	311	27	121	292
지배주주순이익	20	14	17	(30)	44	107	(45)	13	110	309	20	119	286
Growth													
매출액	6	14	29	22	18	15	6	3	(4)	7	17	10	3
영업이익	(68)	(40)	(12)	72	98	139	(67)	(44)	(35)	3	(21)	10	47
순이익	(67)	(86)	(67)	적전	123	668	적전	흑전	(65)	180	(93)	480	141
Margin													
매출총이익률	9.0	9.5	9.3	11.2	9.2	11.7	8.1	10.5	12.6	11.5	9.8	9.9	11.0
영업이익률	1.5	2.9	2.8	4.4	2.6	5.9	0.9	2.4	4.6	4.4	3.0	3.0	4.2
순이익률	1.1	0.7	0.9	(1.2)	1.9	4.6	(1.8)	0.3	1.7	4.2	0.3	1.3	3.0

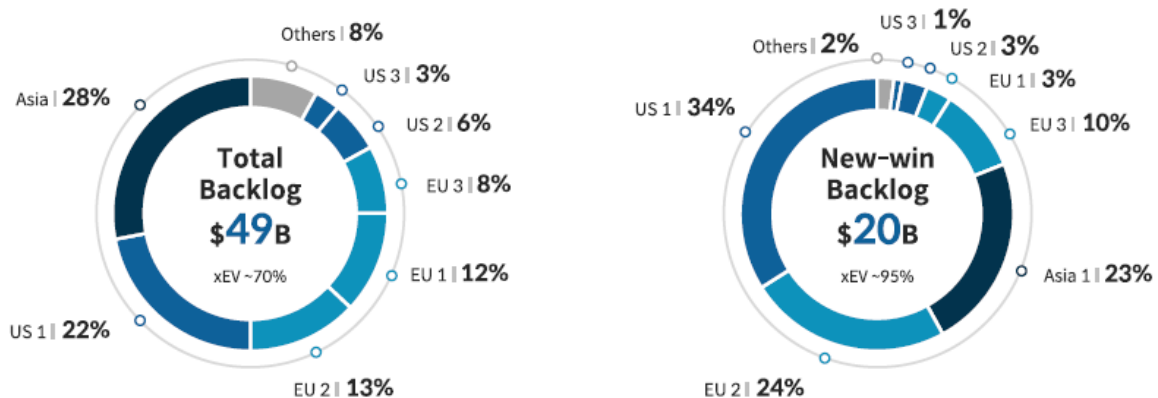
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 2. 한온시스템의 3분기 영업이익 증감 요인 분석



자료: 한온시스템

도표 3. 한온시스템의 3분기말 수주잔고 현황



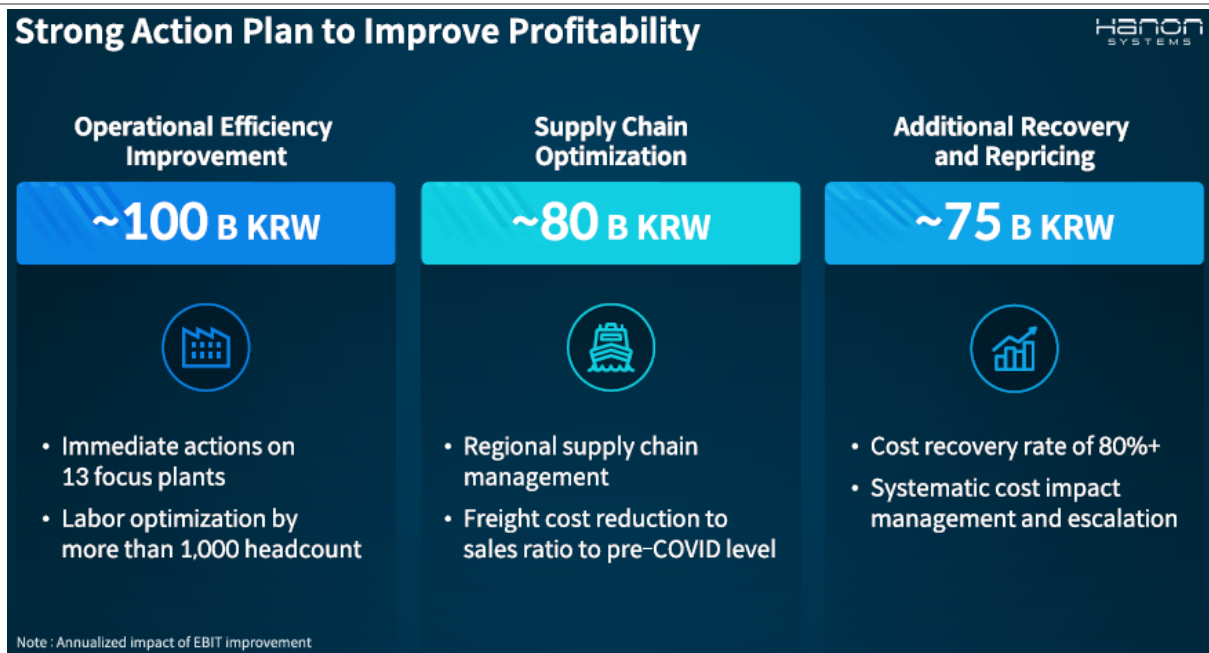
자료: 한온시스템

도표 4. 한온시스템의 전략적 방향 전환



자료: 한온시스템

도표 5. 한온시스템의 수익성 개선 목표



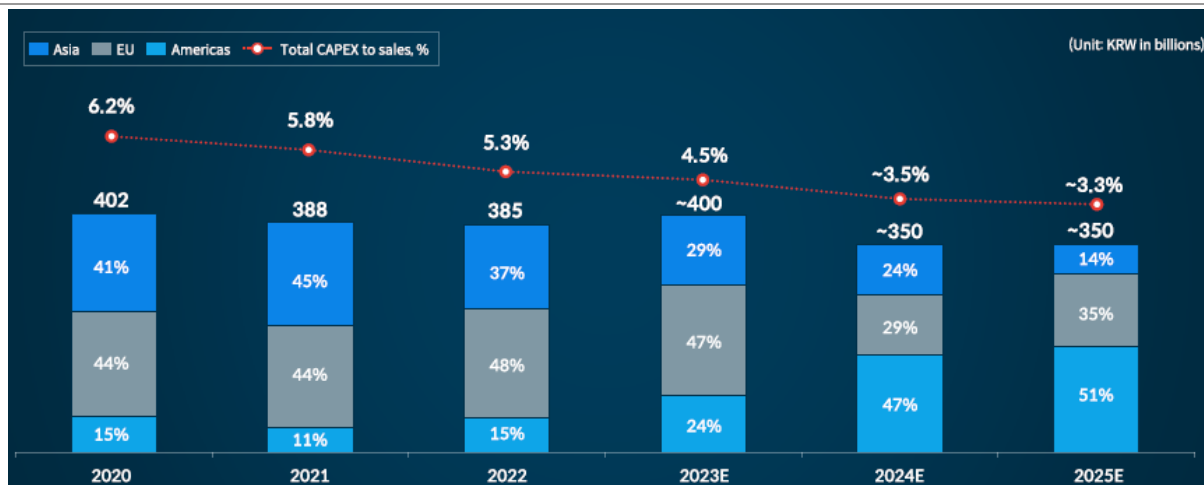
자료: 한온시스템

도표 6. 한온시스템의 중기 실적 가이드스

(KRW in billions)	2023 (revised)	2024	2025
Revenue	9,500	9,800	11,000
EBITDA	870	1,050	1,260
Operating Income	280	410	600

자료: 한온시스템

도표 7. 한온시스템의 Capex 계획



자료: 한온시스템

도표 8. 한온시스템의 중장기 실적 목표

Key Points	Key Metrics	2023E	2024E	2025E	2030E
Continue industry-leading growth and lead xEV thermal management market	Revenue (T KRW)	~9.5 T KRW	~9.8 T KRW	~11 T KRW	~16 T KRW
	xEV Revenue %	~27%	~30%	~35%	70~80%
Clear priority on executing electrification plan and achieving financial targets	EBITDA Margin	~9.2%	~10.7%	~11.5%	~15%
	OI Margin	~2.9%	~4.2%	~5.5%	~9%
Focus on maximizing efficiency of capital deployment	Tangible CAPEX (% of Sales)	~4.2%	~3.6%	~3.2%	3.0~3.5%
	Intangible CAPEX (% of Sales)	~3.2%	~3.1%	~2.7%	~2.5%
Committed to generating FCF to deliver improved returns to the shareholders	Free Cashflow	Negative	Neutral	Positive	Accelerating

자료: 한온시스템

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,509.9	9,841.5	10,432.0
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,569.4	8,754.7	9,187.2
매출총이익	849.0	847.1	940.5	1,086.8	1,244.8
판매비	523.2	590.5	658.6	672.6	689.4
영업이익	325.8	256.6	282.0	414.2	555.4
금융손익	(8.2)	(103.5)	(78.8)	(69.8)	(67.2)
종속/관계기업손익	5.4	8.9	5.0	5.5	6.0
기타영업외손익	31.7	(64.8)	(23.4)	34.1	2.3
세전이익	354.6	97.2	184.7	384.1	496.6
법인세	43.9	70.4	63.7	92.2	119.2
계속사업이익	310.7	26.7	121.0	291.9	377.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	310.7	26.7	121.0	291.9	377.4
비지배주주지분 손이익	2.2	6.3	2.4	5.8	7.5
지배주주순이익	308.5	20.4	118.6	286.1	369.9
지배주주지분포괄이익	431.9	83.7	117.5	283.4	366.4
NOPAT	285.4	70.6	184.7	314.8	422.1
EBITDA	834.3	814.5	868.0	977.3	1,099.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.96	17.36	10.23	3.49	6.00
NOPAT증가율	11.35	(75.26)	161.61	70.44	34.09
EBITDA증가율	6.42	(2.37)	6.57	12.59	12.50
영업이익증가율	3.17	(21.24)	9.90	46.88	34.09
(지배주주)순이익증가율	179.44	(93.39)	481.37	141.23	29.29
EPS증가율	179.23	(93.43)	484.21	141.44	29.29
수익성(%)					
매출총이익률	11.55	9.82	9.89	11.04	11.93
EBITDA이익률	11.35	9.44	9.13	9.93	10.54
영업이익률	4.43	2.97	2.97	4.21	5.32
계속사업이익률	4.23	0.31	1.27	2.97	3.62

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	578	38	222	536	693
BPS	4,392	4,191	4,075	4,295	4,672
CFPS	1,809	1,684	1,585	1,878	2,052
EBITDAPS	1,563	1,526	1,626	1,831	2,060
SPS	13,772	16,163	17,815	18,437	19,543
DPS	360	360	316	316	316
주기지표(배)					
PER	23.27	212.89	33.83	14.01	10.84
PBR	3.06	1.93	1.84	1.75	1.61
PCFR	7.44	4.80	4.74	4.00	3.66
EV/EBITDA	11.53	8.97	8.00	6.87	5.86
PSR	0.98	0.50	0.42	0.41	0.38
재무비율(%)					
ROE	13.83	0.89	5.38	12.81	15.46
ROA	3.85	0.24	1.34	3.27	4.10
ROIC	6.01	1.34	3.40	5.91	7.99
부채비율	232.45	283.94	275.36	263.72	248.40
순부채비율	93.15	120.53	123.46	107.75	88.86
이자보상배율(배)	3.80	2.43	2.65	4.16	5.57

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,551.7	4,194.8	3,843.5	4,125.7	4,561.8
금융자산	1,424.9	1,460.5	949.2	1,182.1	1,458.5
현금성자산	1,403.8	1,429.1	916.7	1,149.1	1,424.8
매출채권	882.7	1,136.1	1,295.2	1,266.3	1,322.7
재고자산	810.1	971.9	921.9	977.5	1,040.9
기타유동자산	434.0	626.3	677.2	699.8	739.7
비유동자산	4,682.0	4,904.0	4,821.2	4,711.4	4,623.1
투자자산	145.8	100.9	104.1	107.4	113.1
금융자산	37.1	29.1	30.9	31.6	32.8
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,337.1	2,269.0	2,214.0
무형자산	1,790.2	1,923.1	1,871.4	1,826.5	1,787.5
기타비유동자산	409.7	508.6	508.6	508.5	508.5
자산총계	8,233.7	9,098.8	8,664.8	8,837.1	9,184.9
유동부채	2,813.5	4,021.1	3,614.7	3,652.2	3,766.8
금융부채	1,173.6	1,994.1	1,476.5	1,477.3	1,478.6
매입채무	946.0	1,231.1	1,283.5	1,298.4	1,365.7
기타유동부채	693.9	795.9	854.7	876.5	922.5
비유동부채	2,943.6	2,707.8	2,741.7	2,755.3	2,781.9
금융부채	2,558.2	2,322.7	2,322.7	2,322.7	2,322.7
기타비유동부채	385.4	385.1	419.0	432.6	459.2
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,356.4	6,407.5	6,548.6
지배주주지분	2,343.3	2,236.0	2,174.2	2,291.6	2,492.9
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(11.0)	(9.8)	(9.8)	(9.8)	(9.8)
자본조정	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
기타포괄이익누계액	(66.4)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,181.7	2,299.1	2,500.4
비지배주주지분	133.4	133.9	134.2	138.0	143.4
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,308.4	2,429.6	2,636.3
순금융부채	2,307.0	2,856.3	2,850.0	2,617.8	2,342.7

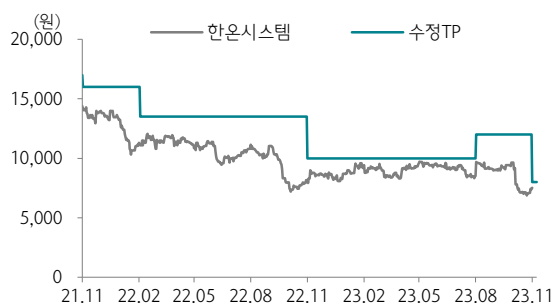
현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636.3	378.3	781.3	780.5	860.3
당기순이익	310.7	26.7	121.0	291.9	377.4
조정	515.1	724.7	568.5	531.2	513.8
감가상각비	508.5	557.9	586.0	563.0	544.0
외환거래손익	(13.1)	(6.6)	(12.5)	(26.3)	(24.3)
지분법손익	(5.4)	(8.9)	(5.0)	(5.5)	(6.0)
기타	25.1	182.3	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(189.5)	(373.1)	91.8	(42.6)	(30.9)
투자활동 현금흐름	(557.3)	(643.3)	(489.0)	(423.9)	(428.3)
투자자산감소(증가)	(15.9)	53.8	(0.3)	0.2	(1.8)
자본증가(감소)	(383.5)	(374.9)	(400.0)	(350.0)	(350.0)
기타	(157.9)	(322.2)	(88.7)	(74.1)	(76.5)
재무활동 현금흐름	(24.2)	262.0	(698.0)	(167.9)	(167.3)
금융부채증가(감소)	298.8	584.9	(517.6)	0.7	1.3
자본증가(감소)	(0.1)	1.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(116.9)	(132.0)	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(206.0)	(192.1)	(180.4)	(168.6)	(168.6)
현금의 증감	54.8	(3.0)	(507.4)	232.5	275.7
Unlevered CFO	965.4	899.1	846.1	1,002.7	1,095.4
Free Cash Flow	248.6	(6.8)	381.3	430.5	510.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.9	Neutral	8,000		
23.8.10	BUY	12,000	-28.49%	-19.58%
22.11.9	Neutral	10,000	-10.53%	-2.70%
22.2.11	Neutral	13,500	-23.02%	-10.74%
21.11.10	Neutral	16,000	-19.21%	-10.63%
21.5.12	Neutral	17,000	-5.21%	8.53%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 09일