



Neutral (유지)

목표주가(12M) 7,200원
현재주가(5.03) 6,490원

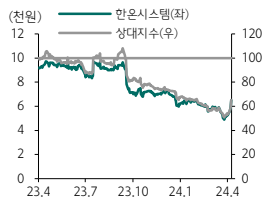
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,676.63
52주 최고/최저(원)	9,730/4,880
시가총액(십억원)	3,464.4
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	1,004.4
60일 평균 거래대금(십억원)	5.9
외국인지분율(%)	15.36
주요주주 지분율(%)	
한안코오토홀딩스	50.50
한국타이어앤테크놀로지	19.49

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	9,867.8	10,550.6
영업이익(십억원)	358.8	500.8
순이익(십억원)	193.0	300.0
EPS(원)	357	550
BPS(원)	4,394	4,701

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,627.7	9,559.3	9,901.9	10,500.0
영업이익	256.6	277.3	367.6	482.7
세전이익	97.2	144.6	295.6	389.8
순이익	20.4	51.0	220.2	290.3
EPS	38	96	412	544
증감율	(93.43)	152.63	329.17	32.04
PER	212.89	75.94	15.75	11.93
PBR	1.93	1.85	1.60	1.52
EV/EBITDA	8.97	8.02	6.72	5.94
ROE	0.89	2.35	10.32	13.08
BPS	4,191	3,949	4,045	4,273
DPS	360	316	316	316



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 05월 07일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

대주주가 한국타이어로 변경

대주주 변경으로 긍정적 vs. 부정적 상존

한온시스템에 대한 투자 의견 Neutral과 목표주가 7,200원을 유지한다. 대주주가 한국타이어앤테크놀로지(이하 한타)로 변경되면서 신용등급과 장기적 경영계획 수립 등이 가능하다는 점은 보강되었지만, 제품군간 시너지 효과의 크기가 불분명하고, 주주환원정책과 노사정책에서 불확실성이 있으며, 유상증자로 주식수가 12.2% 증가하여 희석된다는 점이 단기로 상쇄할 것으로 전망한다. 1분기 실적발표 후 다시 리뷰할 예정이다.

대주주가 한국타이어앤테크놀로지로 변경될 예정

한온시스템의 대주주가 한국타이어앤테크놀로지(이하 한타)로 변경된다. 기존 대주주였던 한안코오토홀딩스가 보유 지분 50.5% 중 25.0%(증자 후 기준 22.28%)를 1,370원(주당 10,250원)에 한국타이어앤테크놀로지(이하 한타)로 매각하고, 동시에 한온시스템이 한국타이어앤테크놀로지를 대상으로 3차 배정 유상증자(증자 전 기준 12.2% 희석, 증자 후 지분 10.88%, 3,651억원, 주당 5,605원)를 단행한다. 거래의 총 금액은 1,730억원이고, 주당 거래단가는 8,726원인 셈이다. 한국타이어앤테크놀로지는 이미 2015년부터 한온시스템의 지분 19.49%를 보유하고 있었는데, 이는 한온시스템의 유상증자 희석 기준으로는 17.37%에 상당한다. 이번 거래로 총 33.16%의 지분을 추가 확보하여 총 50.53%의 지분으로 경영권을 확보하게 된다. 한안코오토홀딩스는 잔여 지분 22.73%를 당분간 보유할 예정이다. 이번 거래는 8주~10주간의 실사와 관련 정부 인허가를 취득하면 완료되는데, 유상증자 후속 일정은 완료가 예상되는 시점에서 결정된다. 완료되지 못하면 모든 거래는 취소된다.

대주주 변경의 효과는 점진적일 것

한온시스템은 지난 4년간 실적부진을 겪어왔다. 2019년~2023년 매출액은 34% 증가했지만, 영업이익은 43%, 영업이익률은 3.9%p 하락했다. 고객사들의 생산 증가와 열관리 부품군의 성장, 공격적인 해외 M&A 등으로 성장했지만, 해외 공장의 비효율화 및 각종 비용요인 증가 등으로 수익성은 하락했다. 순차입금 규모도 3.4조원으로 확대되어 재무적 부담이 커졌다(부채비율 269%로 상승). 한온시스템은 조직 효율화/운송비 절감/고객사 비용분담 협상 등으로 수익성 개선을 추진 중이다. 대주주 변경은 사업구조 변화를 초래하지는 않지만, 신용등급 안정화와 장기적인 경영계획 수립이 가능하다는 점은 긍정적인 영향을 줄 것이다. 완성차 납품에서의 일부 시너지도 기대할 수 있지만, 타이어와 열관리 부품이 서로 다른 원료조달/생산/판매 특성을 가진 제품군이라 전체적인 시너지 크기가 불분명하다. 한국타이어앤테크놀로지의 주주환원정책이 약했다는 점도 고려할 내용이다. 한온시스템은 이미 2016년~2023년까지 실시하던 분기배당을 2024년부터 중단했고, 주당 배당금도 360원에서 316원으로 감소했었다. 노사 관계도 대주주 변경 영향을 받을 수 있다.

도표 1. 한국타이어앤테크놀로지의 한온시스템 인수 계약

(단위: 천주, 십억원)

구분	취득 주식수	거래 금액	거래 단가	거래 지분율	증자 기준 지분율
기존 보유분	104,031	1,062	10,206	19.49%	17.37%
+ (1) 한앤코오토홀딩스로부터 지분 인수	133,450	1,368	10,250	25.00%	22.28%
+ (2) 한온시스템의 유상증자 취득	65,145	365	5,605	10.88%	10.88%
= (3) 합산 (= (1) + (2))	198,595	1,733	8,726		33.16%
= 최종 보유분 (= 기존 + (3))	302,626	2,795	9,235		50.53%

주1: 거래 지분율은 거래 시점의 총 주식수에서 거래 주식수의 지분율

주2: 증자 기준 지분율은 한온시스템 유상증자를 감안한 희석 주식수 기준의 지분율

자료: 하나증권

도표 2. 한온시스템의 지분 변화

(단위: 천주, %)

구분	증자 전		지분거래 후		증자 후 최종	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
총계	533,800	100.00%	533,800	100.00%	598,945	100.00%
한앤코오토홀딩스	269,569	50.50%	136,119	25.50%	136,119	22.73%
한국타이어앤테크놀로지	104,031	19.49%	237,481	44.49%	302,626	50.53%
자기주식	132	0.02%	132	0.02%	132	0.02%
기타주주	160,068	29.99%	160,068	29.99%	160,068	26.73%

자료: 하나증권

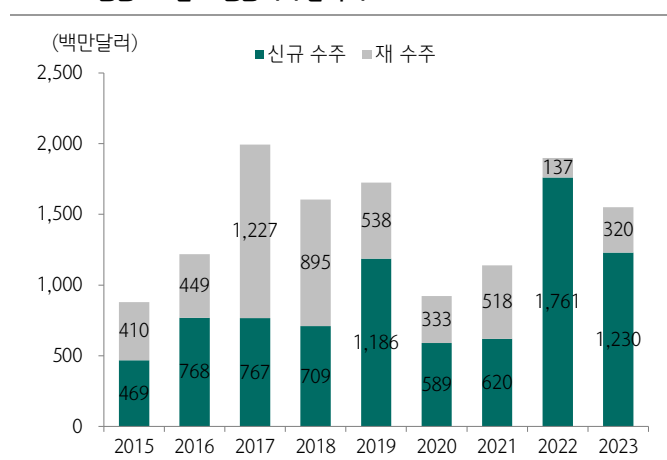
도표 3. 한온시스템의 최근 5년간 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
매출액	7,154	6,873	7,351	8,628	9,559
영업이익	484	316	326	257	277
영업이익률	6.8%	4.6%	4.4%	3.0%	2.9%
자산총계	7,082	7,807	8,234	9,099	9,244
부채총계	4,745	5,568	5,757	6,729	6,736
자본총계	2,338	2,239	2,477	2,370	2,508
부채비율	203%	249%	232%	284%	269%

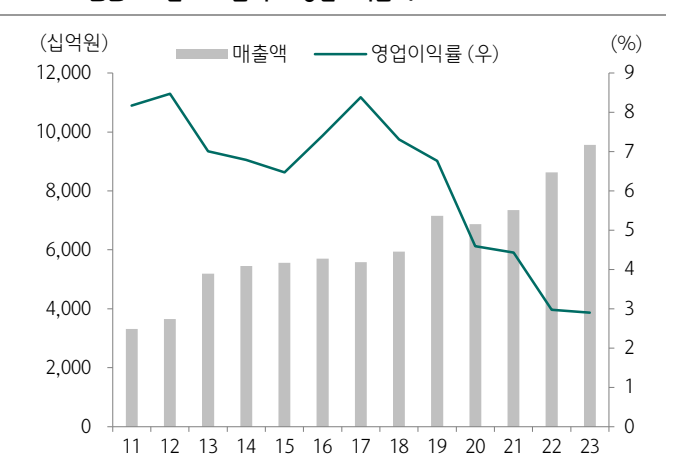
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 4. 한온시스템의 연간 수주금액 추이



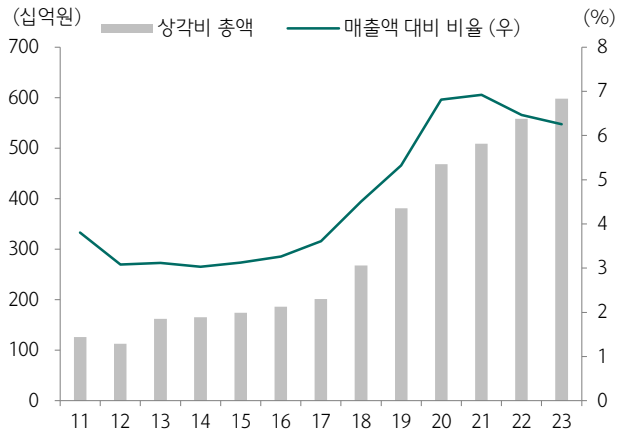
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 5. 한온시스템의 매출액과 영업이익률 추이



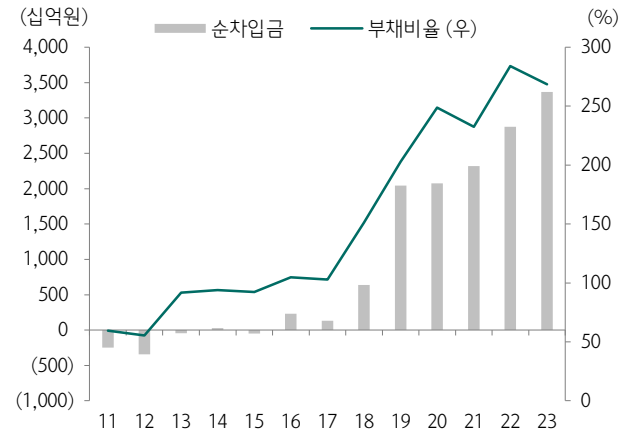
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 6. 한온시스템의 상각비 총액 및 매출액 대비 비율 추이



자료: 한온시스템, 하나증권

도표 7. 한온시스템의 순차입금 및 부채비율 추이



자료: 한온시스템, 하나증권

도표 8. 한국타이어앤테크놀로지의 최근 5년간 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
(연결 기준)					
매출액	6,883	6,453	7,141	8,394	8,940
영업이익	544	628	642	706	1,328
영업이익률	7.9%	9.7%	9.0%	8.4%	14.9%
자산총계	10,165	10,659	11,694	12,581	12,763
부채총계	2,977	3,246	3,499	3,706	3,134
자본총계	7,187	7,412	8,196	8,876	9,630
부채비율	41%	44%	43%	42%	33%
(별도 기준)					
매출액	3,173	2,862	2,915	3,472	3,025
영업이익	97	94	-130	-25	24
영업이익률	3.1%	3.3%	-4.5%	-0.7%	0.8%
자산총계	6,070	6,430	6,611	6,769	6,569
현금	238	73	48	204	323
단기금융자산	10	407	274	89	10
부채총계	1,402	1,759	1,911	1,831	1,097
단기차입금	517	232	395	922	110
장기차입금	366	806	854	228	223
자본총계	4,668	4,671	4,700	4,938	5,471
부채비율	30%	38%	41%	37%	20%
총현금성자산	248	480	322	294	333
순현금성자산	-635	-558	-926	-856	0

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,559.3	9,901.9	10,500.0
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,650.7	8,888.4	9,353.7
매출총이익	849.0	847.1	908.6	1,013.5	1,146.3
판매비	523.2	590.5	631.3	645.9	663.6
영업이익	325.8	256.6	277.3	367.6	482.7
금융손익	(8.2)	(103.5)	(94.7)	(105.1)	(92.5)
중속/관계기업손익	5.4	8.9	5.0	5.5	6.0
기타영업외손익	31.7	(64.8)	(43.0)	27.6	(6.4)
세전이익	354.6	97.2	144.6	295.6	389.8
법인세	43.9	70.4	85.7	70.9	93.5
계속사업이익	310.7	26.7	58.9	224.6	296.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	310.7	26.7	58.9	224.6	296.2
비배주주지분 순이익	2.2	6.3	7.9	4.5	5.9
지배주주순이익	308.5	20.4	51.0	220.2	290.3
지배주주지분포괄이익	431.9	83.7	57.2	218.1	287.6
NOPAT	285.4	70.6	112.9	279.4	366.8
EBITDA	834.3	814.5	875.6	976.8	1,082.3
성장성(%)					
매출액증가율	6.96	17.36	10.80	3.58	6.04
NOPAT증가율	11.35	(75.26)	59.92	147.48	31.28
EBITDA증가율	6.42	(2.37)	7.50	11.56	10.80
영업이익증가율	3.17	(21.24)	8.07	32.56	31.31
(지배주주)순이익증가율	179.44	(93.39)	150.00	331.76	31.83
EPS증가율	179.23	(93.43)	152.63	329.17	32.04
수익성(%)					
매출총이익률	11.55	9.82	9.50	10.24	10.92
EBITDA이익률	11.35	9.44	9.16	9.86	10.31
영업이익률	4.43	2.97	2.90	3.71	4.60
계속사업이익률	4.23	0.31	0.62	2.27	2.82

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	578	38	96	412	544
BPS	4,392	4,191	3,949	4,045	4,273
CFPS	1,809	1,684	1,563	1,865	2,004
EBITDAPS	1,563	1,526	1,640	1,830	2,028
SPS	13,772	16,163	17,908	18,550	19,670
DPS	360	360	316	316	316
주가지표(배)					
PER	23.27	212.89	75.94	15.34	11.62
PBR	3.06	1.93	1.85	1.56	1.48
PCFR	7.44	4.80	4.66	3.39	3.15
EV/EBITDA	11.53	8.97	8.02	6.72	5.94
PSR	0.98	0.50	0.41	0.34	0.32
재무비율(%)					
ROE	13.83	0.89	2.35	10.32	13.08
ROA	3.85	0.24	0.58	2.54	3.28
ROIC	6.01	1.34	2.07	5.11	6.67
부채비율	232.45	283.94	283.55	279.25	270.70
순부채비율	93.15	120.53	133.01	127.69	115.35
이자보상배율(배)	3.80	2.43	2.28	2.76	3.97

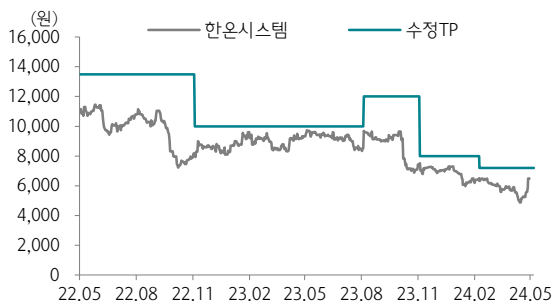
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	3,551.7	4,194.8	3,720.7	3,824.3	4,126.7
금융자산	1,424.9	1,460.5	811.5	862.9	1,003.4
현금성자산	1,403.8	1,429.1	778.9	829.8	969.6
매출채권	882.7	1,136.1	1,302.0	1,274.1	1,331.3
재고자산	810.1	971.9	926.7	983.5	1,047.7
기타유동자산	434.0	626.3	680.5	703.8	744.3
비유동자산	4,682.0	4,904.0	4,895.1	4,899.2	4,865.4
투자자산	145.8	100.9	104.2	107.5	113.3
금융자산	37.1	29.1	31.0	31.7	32.9
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,350.0	2,351.6	2,312.6
무형자산	1,790.2	1,923.1	1,932.2	1,931.5	1,930.8
기타비유동자산	409.7	508.6	508.7	508.6	508.7
자산총계	8,233.7	9,098.8	8,615.8	8,723.5	8,992.1
유동부채	2,813.5	4,021.1	3,625.6	3,665.3	3,781.5
금융부채	1,173.6	1,994.1	1,476.6	1,477.4	1,478.8
매입채무	946.0	1,231.1	1,290.2	1,306.3	1,374.7
기타유동부채	693.9	795.9	858.8	881.6	928.0
비유동부채	2,943.6	2,707.8	2,743.9	2,758.0	2,784.9
금융부채	2,558.2	2,322.7	2,322.7	2,322.7	2,322.7
기타비유동부채	385.4	385.1	421.2	435.3	462.2
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,369.5	6,423.3	6,566.4
지배주주지분	2,343.3	2,236.0	2,106.6	2,158.1	2,279.7
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	2,114.1	2,165.6	2,287.3
비배주주지분	133.4	133.9	139.7	142.1	146.0
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,246.3	2,300.2	2,425.7
순금융부채	2,307.0	2,856.3	2,987.8	2,937.2	2,798.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636.3	378.3	729.6	758.8	834.3
당기순이익	310.7	26.7	58.9	224.6	296.2
조정	515.1	724.7	580.8	577.4	569.3
감가상각비	508.5	557.9	598.3	609.2	599.6
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)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(189.5)	(373.1)	89.9	(43.2)	(31.2)
투자활동 현금흐름	(557.3)	(643.3)	(575.1)	(584.1)	(538.4)
투자자산감소(증가)	(15.9)	53.8	(0.4)	0.1	(1.9)
자본증가(감소)	(383.5)	(374.9)	(416.0)	(450.0)	(400.0)
기타	(157.9)	(322.2)	(158.7)	(134.2)	(136.5)
재무활동 현금흐름	(24.2)	262.0	(697.9)	(167.9)	(167.3)
금융부채증가(감소)	298.8	584.9	(517.5)	0.8	1.3
자본증가(감소)	(0.1)	1.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(116.9)	(132.0)	0.0	(0.1)	(0.0)
배당지급	(206.0)	(192.1)	(180.4)	(168.6)	(168.6)
현금의 증감	54.8	(3.0)	(645.1)	50.9	139.7
Unlevered CFO	965.4	899.1	834.1	995.7	1,069.5
Free Cash Flow	248.6	(6.8)	313.6	308.8	434.3

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.14	Neutral	7,200		
23.11.9	Neutral	8,000	-14.68%	-8.63%
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%

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 2024년 5월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 5월 6일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 투자조건 비율공시

- 투자조건 의 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	94.64%	4.91%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 03일