

(Analyst) 박연주 yeonju.park@miraeasset.com  
(RA) 김진석 jinsuk.kim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

018880 · 자동차부품

# 한온시스템

## 예상보다 늦어지는 수익성 회복

(하향)

Trading Buy

목표주가

9,000원 ▼

상승여력

19.8%

현재주가(23/11/9)

7,510원

KOSPI	2,427.08	시가총액(십억원)	4,009	발행주식수(백만주)	534	외국인 보유비중(%)	16.4
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 3분기 리뷰: 여전히 높은 비용과 일회성 문제로 컨센서스 크게 하회

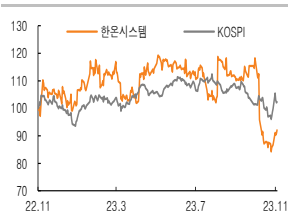
영업이익은 203억원(-67% YoY), 매출액은 2.33조원(+6% YoY), 영업이익률은 0.9%로 수익성이 컨센서스를 크게 하회했다. 일회성비용을 제외해도 컨센서스를 하회하는 수준이다. 생산량은 증가하고 있지만, 여전히 높은 비용이 발생하고 있으며 고객사와의 비용 분담은 진행중이지만 예상보다는 늦어지고 있다.

#### 지연된 수익성 회복을 고려하여 투자의견 'Trading Buy'로 하향, 목표주가 9,000원으로 하향

연간 4%대의 수익성 회복은 시간이 걸릴 것으로 전망한다. 수익성 회복을 위한 구체적인 전략을 제시한 것과 고객 다변화 성과는 긍정적이지만, 여전히 높은 비용이 발생하고 있으며 전기차 시장의 단기 수요 둔화에 따라 협상력도 약화될 것으로 보인다. 외형 성장성 둔화와 함께 지연된 수익성 회복 시점을 고려하여 투자의견을 기존 'Buy'에서 'Trading Buy'로 하향, 목표주가를 9,000원으로 기존 대비 25% 하향 조정한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.2	-21.8	-8.3
상대주가	-22.8	-19.1	-8.4

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7,351	8,628	9,524	9,883	10,745
영업이익 (십억원)	326	257	285	403	581
영업이익률 (%)	4.4	3.0	3.0	4.1	5.4
순이익 (십억원)	309	20	146	241	378
EPS (원)	578	38	274	451	708
ROE (%)	13.8	0.9	6.2	9.7	14.5
P/E (배)	23.3	211.3	27.4	16.7	10.6
P/B (배)	3.1	1.9	1.6	1.6	1.5
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.8	4.8	4.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

### 3분기 리뷰: 여전히 높은 비용과 일회성 문제로 컨센서스 크게 하회

영업이익은 202.9억원(-67.2% YoY, -85.9% QoQ), 영업이익률은 0.9%(-1.9%P YoY, -5.0%P QoQ)로 컨센서스를 크게 하회했다. UAW 파업, 반도체 보증비, 특별한 임비 등 일회성비용 약 320억원을 제외해도 컨센서스를 하회했다. 고객사 생산량은 계속 증가하고 있다. 하지만 원재료비/운임비의 하락에도 여전히 높은 비용이 발생하고 있으며, 상승분에 대한 고객사와의 분담은 진행중이지만 예상보다는 늦어지고 있다.

매출액은 2.33조원(+6.0% YoY, -4.2% QoQ)으로 컨센서스에 부합했다. 이는 고객사의 생산량 증가 지속과 여전히 높은 가격의 효과이다. 주요 지역별 매출 성장률(3Q YoY) 및 비중(3Q YTD)은 유럽 (+12%, 32%), 미주 (+6%, 28%), 국내 (+8%, 27%) 등이다. 주요 고객별 매출 성장률 및 비중은 HMG (+6%, 47%), Ford (미공개, 12%), VW (+16%, 10%), GM (+6%, 7%), BMW (+41%, 4%), 스텔란티스 (+10%, 4%) 등이다. 3분기 분기배당은 기존 90원에서 68원으로 하향 조정되었다.

동사는 기존 '고객사 다변화와 성장'에서 '수익성 있는 성장'으로의 전환을 위한 계획을 공개했다: 첫째, 공장 운영 효율화를 통한 최대 1,000억원 기여. 둘째, 공급망 최적화를 통한 최대 800억원 기여. 셋째, 추가 가격 전가를 통한 최대 750억원 기여이다. 가격 전가율 목표는 22년 70~75%에서 23년 75~80%, 24년 80%+로 제시하였다.

### 구체적인 수익성 회복 전략은 긍정적이지만, 지연되는 것은 사실

연간 4%대의 수익성 회복은 시간이 걸릴 것으로 전망한다. 수익성 회복을 위한 구체적인 전략을 제시한 것은 분명히 긍정적이지만, 여전히 높은 비용이 발생하고 있으며 전기차 시장의 단기 수요 둔화에 따라 비용 분담 협상력에 영향이 있을 것으로 보인다. 하반기의 비용 분담 성과는 4분기에 집중적으로 반영될 것으로 보이지만, 동사의 높은 미국 파업 노출도로 4분기에도 소폭 회복에 그칠 것으로 판단된다. 연간 매출액은 고객사의 생산량 및 높은 판가 지속으로 가이던스 달성이 가능할 것으로 예상된다.

### 투자의견 'Trading Buy'로 하향, 목표주가 9,000원으로 25% 하향

고객 다변화 성과는 긍정적이고 전기차 시장에서의 기술 경쟁력은 강화되고 있으며 진입장벽도 여전히 높은 것으로 판단된다. 다만 외형 성장성 둔화와 함께 지연된 수익성 회복 시점을 고려하여 투자의견을 기존 'Buy'에서 'Trading Buy'로 하향, 목표주가를 기존 12,000원에서 9,000원(24년 EPS에 목표 PER 20배 적용)으로 25% 하향 조정한다. 선제적인 투자에 따라 높아진 비용 외에도 여전히 높은 비용이 발생하고 있으며 고객사와의 비용 분담은 예상보다 늦어지고 있다.

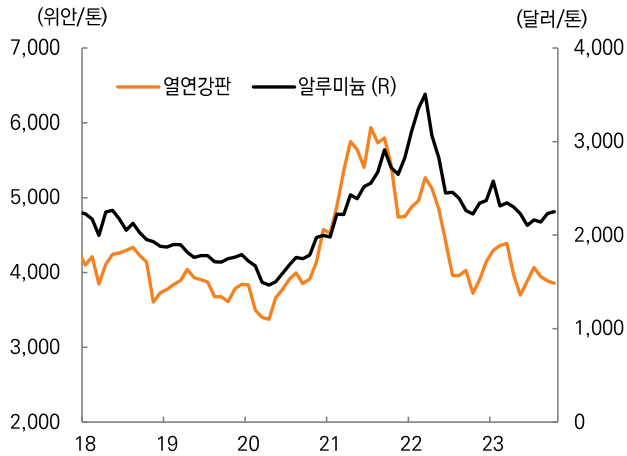
표 1. 한온시스템 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,980.2	2,106.7	2,195.6	2,345.3	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,427.3	7,351.4	8,627.7	9,524.1	9,882.7
영업이익	30.5	60.1	61.8	104.3	60.2	143.5	20.3	60.7	325.8	256.6	284.7	402.9
세전이익	29.9	14.6	25.7	27.0	66.6	135.2	-26.9	56.0	354.6	97.2	231.0	331.7
순이익(지배)	19.7	14.0	16.8	-30.0	43.9	107.2	-45.4	40.7	308.5	20.4	146.4	240.7

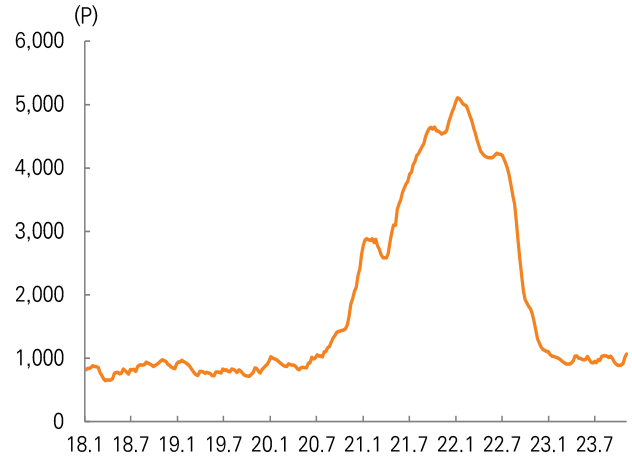
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 주요 원재료 가격 추이



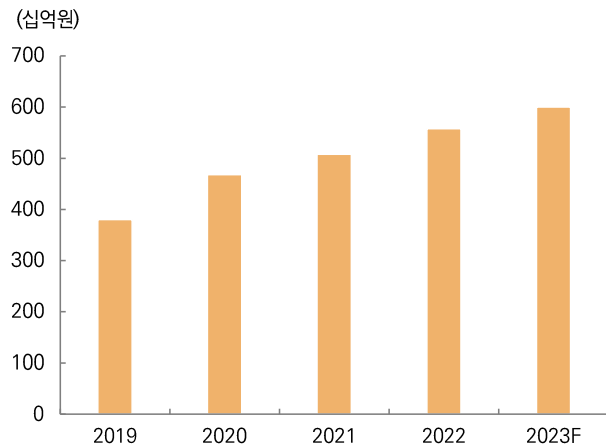
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 상하이 컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

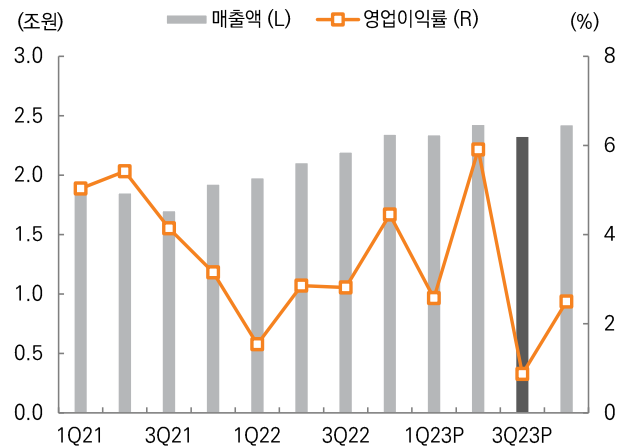
그림 3. 유무형자산 상각비 추이



주: 2023년 6,000억원은 회사 가이드스 수치

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 매출액 및 영업이익률 분기별 추정



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. '수익성 있는 성장'을 위한 3가지 계획



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 수익성 회복 계획 진행 현황



주: 연간 EBIT에 대한 기여. 자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 2023~2025년 가이드런스

(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, 미래에셋증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8,628	9,524	9,883	10,745
매출원가	7,781	8,616	8,827	9,455
매출총이익	847	908	1,056	1,290
판매비와관리비	590	623	653	710
조정영업이익	257	285	403	581
영업이익	257	285	403	581
비영업손익	-160	-54	-71	-60
금융손익	-93	-137	-134	-125
관계기업등 투자손익	9	10	10	11
세전계속사업손익	97	231	332	521
계속사업법인세비용	70	76	83	131
계속사업이익	27	155	248	390
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	27	155	248	390
지배주주	20	146	241	378
비지배주주	6	9	8	12
총포괄이익	86	429	248	390
지배주주	84	424	250	392
비지배주주	3	5	-2	-3
EBITDA	814	861	959	1,118
FCF	-7	321	385	491
EBITDA 마진율 (%)	9.4	9.0	9.7	10.4
영업이익률 (%)	3.0	3.0	4.1	5.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	1.5	2.4	3.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,195	4,001	4,392	5,039
현금 및 현금성자산	1,429	1,094	1,340	1,689
매출채권 및 기타채권	1,199	1,255	1,318	1,447
재고자산	972	1,069	1,123	1,233
기타유동자산	595	583	611	670
비유동자산	4,904	5,277	5,075	4,898
관계기업투자등	72	74	78	86
유형자산	2,371	2,656	2,609	2,568
무형자산	1,923	1,981	1,822	1,676
자산총계	9,099	9,278	9,467	9,937
유동부채	4,021	3,716	3,828	4,060
매입채무 및 기타채무	1,557	1,745	1,832	2,012
단기금융부채	1,994	1,485	1,486	1,488
기타유동부채	470	486	510	560
비유동부채	2,708	2,958	2,978	3,019
장기금융부채	2,323	2,560	2,560	2,560
기타비유동부채	385	398	418	459
부채총계	6,729	6,674	6,807	7,079
지배주주지분	2,236	2,465	2,513	2,699
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	-10	-9	-9	-9
이익잉여금	2,243	2,195	2,243	2,429
비지배주주지분	134	139	147	159
자본총계	2,370	2,604	2,660	2,858

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	378	722	735	841
당기순이익	27	155	248	390
비현금수익비용가감	872	714	711	729
유형자산감가상각비	398	405	398	391
무형자산상각비	159	171	159	146
기타	315	138	154	192
영업활동으로인한자산및부채의변동	-373	44	-13	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-218	45	-60	-123
재고자산 감소(증가)	-168	-59	-53	-110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	239	76	70	145
법인세납부	-65	-67	-83	-131
투자활동으로 인한 현금흐름	-643	-473	-295	-294
유형자산처분(취득)	-375	-375	-350	-350
무형자산감소(증가)	-257	-149	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	-1	-2	-3
기타투자활동	1	52	57	59
재무활동으로 인한 현금흐름	262	-597	-191	-190
장단기금융부채의 증가(감소)	585	-272	1	2
자본의 증가(감소)	1	1	0	0
배당금의 지급	-194	-192	-192	-192
기타재무활동	-130	-134	0	0
현금의 증가	25	-335	245	349
기초현금	1,404	1,429	1,094	1,340
기말현금	1,429	1,094	1,340	1,689

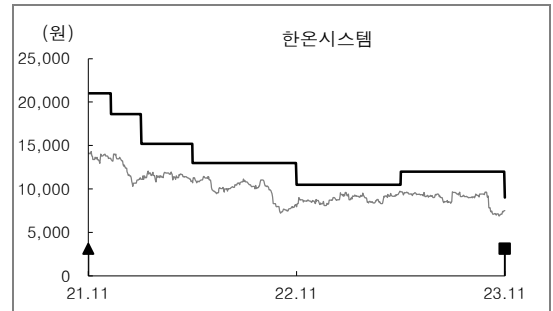
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	211.3	27.4	16.7	10.6
P/CF (x)	4.8	4.6	4.2	3.6
P/B (x)	1.9	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	9.0	8.2	7.1	5.8
EPS (원)	38	274	451	708
CFPS (원)	1,684	1,628	1,797	2,095
BPS (원)	4,191	4,620	4,711	5,059
DPS (원)	360	360	360	360
배당성향 (%)	718.4	123.6	77.4	49.3
배당수익률 (%)	4.4	4.8	4.8	4.8
매출액증가율 (%)	17.4	10.4	3.8	8.7
EBITDA증가율 (%)	-2.4	5.7	11.5	16.5
조정영업이익증가율 (%)	-21.2	10.9	41.5	44.1
EPS증가율 (%)	-93.4	616.4	64.4	57.0
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.2	8.1	8.2
재고자산 회전율 (회)	9.7	9.3	9.0	9.1
매입채무 회전율 (회)	7.1	6.5	6.1	6.1
ROA (%)	0.3	1.7	2.6	4.0
ROE (%)	0.9	6.2	9.7	14.5
ROIC (%)	1.4	4.2	5.5	8.3
부채비율 (%)	283.9	256.3	255.9	247.7
유동비율 (%)	104.3	107.7	114.7	124.1
순차입금/자기자본 (%)	121.4	112.6	101.0	81.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	1.7	2.4	3.5

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2023.11.10	Trading Buy	9,000	-	-
2023.05.12	매수	12,000	-26.06	-19.25
2022.11.10	매수	10,500	-15.76	-7.33
2022.05.12	매수	13,000	-24.40	-11.92
2022.02.11	매수	15,200	-24.36	-20.72
2021.12.20	매수	18,600	-33.88	-24.73
2021.09.09	매수	21,000	-30.39	-22.38



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.