

## Company Update

Analyst 이상현

02) 6915-5662

coolcat.auto@ibks.com

## Trading Buy (하향)

목표주가 8,400원

현재가 (11/9) 7,510원

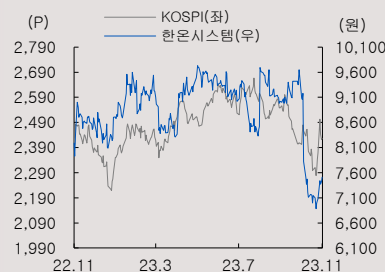
KOSPI (11/9)	2,427.08pt
시가총액	4,009십억원
발행주식수	533,800천주
액면가	100원
52주 최고가	9,730원
최저가	6,880원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	16.4%
배당수익률 (2023F)	4.2%

주주구성	
한앤코오토홀딩스	50.50%
한국타이어앤테크놀로지	19.49%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-23%	-19%	-8%
절대기준	-22%	-22%	-8%

	현재	직전	변동
투자의견	Trading	매수	▼
목표주가	8,400	11,000	▼
EPS(23)	231	392	▼
EPS(24)	349	616	▼

## 한온시스템 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 한온시스템 (018880)

## 2024년부터 수익성 개선을 위한 액션플랜 실행

## 3분기 실적은 시장 기대치 크게 하회

한온시스템의 2023년 3분기 영업실적은 매출액 2.33조원(+6% yoy), 영업이익 203억원(-67% yoy), 영업이익률 0.9%(-1.9%p yoy)로 시장 기대치를 크게 하회했다(영업이익 컨센서스 674억원 대비 -70%).

매출은 주요지역에서 판매 둔화로 목표치보다 낮은 미들 싱글 성장을 기록했다. 지역별 매출은 유럽/한국/미국/중국 각각 +12%/+8%/+6%/-15%를 기록했고, 납품처별로는 BMW/VW/Stellantis/HMG/GM 각각 +41%/+16%/+10%/+6%/+6%를 기록했다.

불륨은 증가했지만 서플라이어 비용 증가, 인플레이션 영향, 감가상각비 등의 증가가 있었고, 일회성으로는 UAW 파업 영향, 반도체 워런티 비용 증가, 일회성 운임 비용 증가 등에 기인했다. 일회성 요인이 없었다면 영업이익과 영업이익률은 520억원, 2.2%를 기록했을 것이다. 순이익 적자를 기록하면서 분기배당액도 1~2분기 주당 90원에서 3분기 68원으로 축소했다.

## 2024년부터 경영전략 변화

전략방향을 2023년까지 고객 다변화와 성장에 중점을 두었다면 2024년부터는 뛰어난 실행을 통한 수익 성장 실현으로 전환했다. 수익성 개선을 위한 강력한 액션 플랜으로 1) 운영 효율성 개선(연간 영업이익 개선효과 ~1,000억원), 2) 공급망 최적화(~800억원), 3) 추가 복구 및 가격조정(~750억원)을 제시했다.

중장기 가이드선으로는 2023년 매출액 9.5조원, 영업이익 2,800억원(OPM 2.9%), 2024년 매출액 9.8조원, 영업이익 4,100억원(OPM 4.2%), 25년 매출액 11조원, 영업이익 6,000억원(OPM 5.5%), 2030년 매출액 16조원, OPM 9%를 제시했다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,548	9,854	10,959
영업이익	326	257	277	348	576
세전이익	355	97	249	227	453
지배주주순이익	309	20	123	186	369
EPS(원)	578	38	231	349	691
증가율(%)	179.5	-93.4	503.8	50.8	98.2
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	3.5	5.3
순이익률(%)	4.2	0.3	1.4	1.8	3.3
ROE(%)	13.8	0.9	5.3	7.7	15.3
PER	23.3	211.3	32.5	21.5	10.9
PBR	3.1	1.9	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.5	9.0	7.4	7.2	6.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 투자의견 Trading Buy, 목표주가 8,400원

실적 하향을 반영해 투자의견과 목표주가는 각각 Trading buy와 8,400원으로 하향한다(기존 매수와 11,000원). 2023~2024년 예상실적 대비 과거 PER, PBR, EV/EBITDA 최저매수에 10%할인 적용했다.

표 1. 한온시스템 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
원/\$ 평균 환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,277	1,315	1,312	1,305	1,290	1,302	1,290
<b>매출액</b>	<b>1,980</b>	<b>2,106</b>	<b>2,197</b>	<b>2,345</b>	<b>2,340</b>	<b>2,429</b>	<b>2,327</b>	<b>2,451</b>	<b>8,629</b>	<b>9,548</b>	<b>9,854</b>
아시아	1,165	1,214	1,253	1,378	1,287	1,333			5,011	5,425	5,570
미국	500	548	602	580	580	645			2,231	2,530	2,631
유럽	1,052	1,060	1,103	1,265	1,285	1,273			4,480	5,339	5,536
내부 및 연결조정	-737	-717	-762	-878	-812	-822			-3,094	-3,747	-3,882
매출총이익	179	200	204	264	214	284	189	228	848	915	1,026
판매비	148	140	142	160	154	140	169	175	590	639	677
<b>영업이익</b>	<b>30</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>104</b>	<b>60</b>	<b>143</b>	<b>20</b>	<b>53</b>	<b>257</b>	<b>277</b>	<b>348</b>
아시아	1	35	-12	33	38	85			57	136	117
미국	9	8	8	25	3	41			49	59	65
유럽	45	24	46	60	19	14			175	79	161
내부 및 연결조정	-24	-7	20	-14	0	4			-24	3	6
금융손익	10	-54	-40	-18	-6	-4	-34	-34	-104	-79	-131
기타손익	-12	10	0	-63	10	-6	39	0	-65	43	0
관계기업투자손익	2	-1	4	4	2	2	2	2	9	8	10
세전이익	30	15	26	27	67	135	27	21	97	249	227
지배순이익	20	14	17	-30	44	107	-45	18	20	123	174
<b>(증감률, % y-y)</b>											
매출액	5.9	13.7	28.9	21.8	18.2	15.4	6.0	4.5	17.4	10.7	3.2
아시아	-6.7	22.6	16.7	17.7	10.5	9.8	9.1	4.3	11.7	8.3	2.7
미국	20.1	25.4	59.7	40.1	16.1	17.6	6.7	14.2	35.6	13.4	4.0
유럽	20.2	4.3	29.9	34.7	22.1	20.1	19.4	15.8	21.7	19.2	3.7
내부 및 연결조정	9.7	21.2	27.8	46.9	10.1	14.7	32.4	25.7	25.9	21.1	3.6
영업이익	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	97.7	138.8	-67.2	-49.3	-21.2	7.9	25.9
아시아	-98.1	-11.4	적전	흑전	4,380.3	144.1			-53.5	139.6	-14.0
미국	-11.1	-52.2	흑전	흑전	-64.3	411.9			1,580.5	19.9	9.5
유럽	34.4	-53.2	68.3	-14.0	-57.3	-40.2			-3.8	-54.8	103.5
내부 및 연결조정	적전	적지	227.9	적전	적지	흑전			-226.6	-111.7	114.1
세전이익	-60.2	-88.8	-51.9	-71.7	122.6	827.6	4.8	-23.6	-72.6	156.7	-8.8
지배순이익	-66.5	-85.6	-67.0	-129.4	122.6	668.0	-369.7	-158.8	-93.4	503.8	41.3
<b>(이익률, %)</b>											
매출총이익률	9.0	9.5	9.3	11.2	9.2	11.7	8.1	9.3	9.8	9.6	10.4
<b>영업이익률</b>	<b>1.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>4.4</b>	<b>2.6</b>	<b>5.9</b>	<b>0.9</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>
아시아	0.1	2.9	-1.0	2.4	3.0	6.3			1.1	2.5	2.1
미국	1.7	1.5	1.3	4.2	0.5	6.3			2.2	2.3	2.5
유럽	4.3	2.3	4.2	4.7	1.5	1.1			3.9	1.5	2.9
내부 및 연결조정	3.3	0.9	-2.6	1.6	0.1	-0.4			0.8	-0.1	-0.2
세전이익률	1.5	0.7	1.2	1.2	2.8	5.6	1.2	0.8	1.1	2.6	2.3
지배순이익률	1.0	0.7	0.8	-1.3	1.9	4.4	-1.9	0.7	0.2	1.3	1.8

자료: 한온시스템, IBK투자증권

## 한온시스템 (018880)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,548	9,854	10,959
증가율(%)	7.0	17.4	10.7	3.2	11.2
매출원가	6,502	7,781	8,632	8,829	9,653
매출총이익	849	847	915	1,026	1,306
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	9.6	10.4	11.9
판매비	523	590	639	677	730
판매비율(%)	7.1	6.8	6.7	6.9	6.7
영업이익	326	257	277	348	576
증가율(%)	3.2	-21.2	7.9	25.9	65.3
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	3.5	5.3
순금융손익	-8	-104	-79	-131	-134
이자손익	-79	-93	-137	-139	-142
기타	71	-11	58	8	8
기타영업외손익	32	-65	43	0	0
중속/관계기업손익	5	9	8	10	11
세전이익	355	97	249	227	453
법인세	44	70	119	45	91
법인세율	12.4	72.2	47.8	19.8	20.1
계속사업이익	311	27	130	182	362
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	130	182	362
증가율(%)	173.9	-91.4	386.0	40.0	99.0
당기순이익률 (%)	4.2	0.3	1.4	1.8	3.3
지배주주당기순이익	309	20	123	186	369
기타포괄이익	136	59	274	0	0
총포괄이익	447	86	404	182	362
EBITDA	834	814	951	996	1,212
증가율(%)	6.4	-2.4	16.7	4.8	21.7
EBITDA마진율(%)	11.3	9.4	10.0	10.1	11.1

## 투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	578	38	231	349	691
BPS	4,390	4,189	4,596	4,419	4,590
DPS	360	360	316	280	320
밸류에이션(배)					
PER	23.3	211.3	32.5	21.5	10.9
PBR	3.1	1.9	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.5	9.0	7.4	7.2	6.0
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	17.4	10.7	3.2	11.2
EPS증가율	179.5	-93.4	503.8	50.8	98.2
수익성지표(%)					
배당수익률	2.7	4.4	4.2	3.7	4.3
ROE	13.8	0.9	5.3	7.7	15.3
ROA	3.9	0.3	1.4	1.9	3.8
ROIC	7.1	0.6	2.5	3.4	6.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	232.5	283.9	258.3	276.6	283.1
순차입금 비율(%)	93.6	120.3	113.0	123.0	119.6
이자보상배율(배)	3.8	2.4	1.6	2.1	3.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.4	8.5	8.3	8.2	8.4
재고자산회전율	10.2	9.7	9.3	8.8	9.0
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	3,947	4,023	4,429
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,071	973	1,030
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	883	1,136	1,160	1,231	1,372
재고자산	810	972	1,089	1,155	1,287
비유동자산	4,682	4,904	5,335	5,361	5,442
유형자산	2,336	2,371	2,593	2,484	2,383
무형자산	1,790	1,923	2,110	2,213	2,326
투자자산	146	101	85	86	87
자산총계	8,234	9,099	9,282	9,385	9,870
유동부채	2,813	4,021	3,715	3,890	4,237
매입채무및기타채무	946	1,231	1,492	1,582	1,763
단기차입금	832	1,455	619	657	732
유동성장기부채	335	520	851	851	851
비유동부채	2,944	2,708	2,976	3,003	3,057
사채	1,706	1,547	1,516	1,516	1,516
장기차입금	661	577	812	812	812
부채총계	5,757	6,729	6,691	6,893	7,294
지배주주지분	2,343	2,236	2,454	2,359	2,450
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-9	-9	-9
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-66	-50	227	227	227
이익잉여금	2,368	2,243	2,183	2,089	2,180
비지배주주지분	133	134	137	133	126
자본총계	2,477	2,370	2,591	2,492	2,576
비이자부채	2034	2449	2691	2856	3182
총차입금	3,723	4,280	4,000	4,037	4,112
순차입금	2,319	2,851	2,929	3,065	3,082

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	813	775	907
당기순이익	311	27	130	182	362
비현금성 비용 및 수익	655	872	768	768	760
유형자산감가상각비	375	398	502	470	450
무형자산상각비	134	159	172	178	186
운전자본변동	-190	-373	79	-37	-73
매출채권등의 감소	244	-218	77	-71	-141
재고자산의 감소	-163	-168	-79	-66	-132
매입채무등의 증가	-135	239	160	91	181
기타 영업현금흐름	-140	-148	-164	-138	-142
투자활동 현금흐름	-557	-643	-666	-703	-784
유형자산의 증가(CAPEX)	-388	-385	-434	-360	-350
유형자산의 감소	4	10	25	0	0
무형자산의 감소(증가)	-216	-257	-279	-280	-300
투자자산의 감소(증가)	1	0	0	8	7
기타	42	-11	22	-71	-141
재무활동 현금흐름	-24	262	-521	-170	-65
차입금의 증가(감소)	91	193	-16	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-115	69	-505	-170	-65
기타 및 조정	23	28	15	0	0
현금의 증가	78	25	-359	-98	58
기초현금	1,325	1,404	1,429	1,071	973
기말현금	1,404	1,429	1,071	973	1,030

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

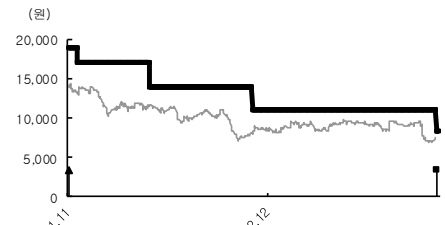
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.10.01~2023.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	145	91.8
Trading Buy (중립)	7	4.4
중립	6	3.8
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

한온시스템	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2021.05.28	매수	19,000	-16.60	-2.89					
	2021.11.29	매수	17,000	-28.50	-17.65					
	2022.04.20	매수	14,000	-28.68	-16.07					
	2022.11.10	매수	11,000	-19.43	-11.55					
	2023.11.10	Trading Buy	8,400							