



한온시스템

| Bloomberg Code (018880 KS) | Reuters Code (018880.KS)

2024년 1월 15일

[자동차부품/타이어]

완만한 실적 개선폭 예상

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원
☎ 02-3772-3734
✉ minki.choi@sinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (1월 12일)
6,790 원



목표주가
8,500 원 (하향)



상승여력
25.2%

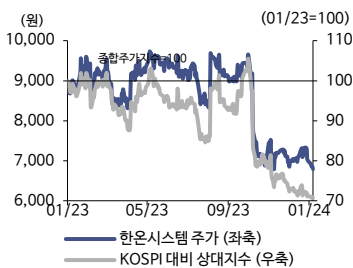
- ◆ 4Q23 OP 559억원(-46% YoY, +175% QoQ)으로 전망
- ◆ EV 성장 둔화 시점, 확장보다 내실에 집중하는 전략으로 선회
- ◆ 1H24 원가 정산, 2H24 EV 수요 개선을 통해 실적 개선 전망



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

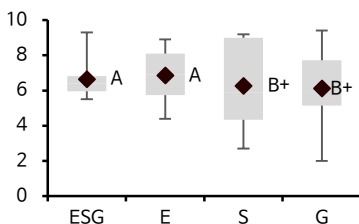
시가총액	3,624.5십억원
발행주식수	533.8백만주
유동주식수	160.1백만주(30.0%)
52 주 최고가/최저가	9,730 원/6,790 원
일평균 거래량 (60 일)	696,799 주
일평균 거래액 (60 일)	4,954백만원
외국인 지분율	16.25%
주요주주	
한앤코오도홀딩스	50.50%
한국타이어앤테크놀로지	19.49%
절대수익률	
3개월	-26.0%
6개월	-27.5%
12개월	-22.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-27.4%
6개월	-26.0%
12개월	-27.1%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 OP 559억원(-46% YoY, +175% QoQ)으로 전망

4Q23 실적은 매출 2.4조원(+3% YoY, +4% QoQ), 영업이익 559억원(-46% YoY, +175% QoQ)으로 전망한다. 시장 기대치(OP 662억원)을 16% 하회하는 수치다. 전분기 발생했던 일회성 요인 중 반도체 워런티와 운송비 관련 사항은 해소됐으나 UAW 파업 영향이 잔존했다(3Q 70억원, 4Q 120억원 추정). 일회성 악재들이 점진적으로 소멸되고 있어 실적은 3Q23을 저점으로 우상향하고 있다. 일회성을 제거한 OPM은 3Q23 2.2%, 4Q24 2.8%로 추정된다. 다만 주요 고객사들의 EV 판매가 둔화되면서 실적 개선의 속도는 아직 빠르지 않다.

긴축이 필요한 시점

2013년 이후 동사의 사업 목표는 대규모 전동화 수주 확보와 투자에 집중됐다. 전동화 관련 열관리 시스템 분야의 Top tier로 성장할 수 있었지만 EV 성장 속도가 예상보다 더뎠다. 전제 실적의 개선은 정체였다. 최근 EV 둔화와 캐즘에 대한 우려가 확대되면서 사업 계획을 확장 중심에서 효율화로 전환했다. 이미 누적 수주잔고 200억달러(전동화 관련 190억달러)로 고객사를 충분히 확보했고, 투자도 기집행해 향후 확장 기반을 마련했기 때문이다.

3Q23부터 주요 고객사와 원가 상승에 대한 정산 및 수익성 확보 노력이 지속되고 있고, 관련 사항들은 누적해서 실적에 나타날 전망이다. 2Q24 전후로 원가 협상에 따른 수익성 개선이 가시화될 것으로 예상된다. 하반기에는 주요 완성차의 EV 신차 출시와 가격 안정화로 EV 전반의 수요 개선이 가능하다는 점을 감안하면 실적 우상향이 이어질 수 있다.

목표주가 8,500원으로 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가를 8,500원으로 6% 하향하고, 투자의견 매수를 유지한다. EV 가격 인하 압박이 예상보다 길어지면서 실적 개선의 시점을 3Q24에서 4Q24로 조정했다. EV 수요의 회복세가 확인되기 전까지는 원가 절감과 가격 협상을 통한 수익성 개선만 가능해 상저하의 실적 패턴이 뚜렷할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	7,351.4	325.8	308.5	578	4,390	23.3	11.5	3.1	13.8	93.1
2022	8,627.7	256.6	20.4	38	4,189	211.3	9.0	1.9	0.9	120.5
2023F	9,521.6	279.9	135.6	254	4,683	28.7	8.1	1.6	5.7	117.0
2024F	9,730.6	352.9	222.9	417	4,701	16.3	6.9	1.4	8.9	106.7
2025F	10,426.7	495.5	333.4	625	4,925	10.9	5.8	1.4	13.0	90.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 Table

(원, 배)	2023F	2024F	2025F	비고
EPS	254	417	625	
목표 PER	33.5	20.4	13.6	글로벌 전종 부품사 평균 24F PER 10.1배
목표주가	8,500	8,500	8,500	글로벌 전장 부품사 평균 24F PER 15.5배
현재 PER	26.7	16.3	10.9	
현재주가	6,790	6,790	6,790	
상승여력		25.2		

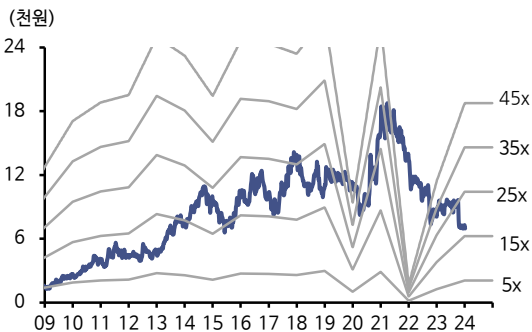
자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
현대모비스	20,089	5.7	0.5	3.8	9.0	5.4	0.5	3.3	8.8
한온시스템	3,625	22.4	1.6	8.0	7.3	15.0	1.5	7.0	10.5
현대위아	1,594	15.0	0.5	4.0	3.2	7.2	0.4	3.7	6.3
HL만도	1,789	10.2	0.8	5.0	8.0	7.3	0.7	4.4	10.2
S&T모티브	622	5.5	0.6	1.2	11.9	6.1	0.6	1.2	10.1
콘티넨탈 (독일)	21,219	10.0	1.0	4.6	10.8	8.2	0.9	4.0	11.7
마그나 (캐나다)	21,461	10.4	1.4	5.7	13.9	8.5	1.3	5.0	15.9
도요타 인더 (일본)	36,248	20.2	1.0	17.6	4.9	15.9	0.8	13.3	5.9
아이신 (일본)	14,119	20.6	0.8	6.1	3.9	9.7	0.8	4.6	8.3
보그워너 (미국)	10,520	8.8	1.3	5.5	12.9	8.0	1.2	5.3	15.0
니텍 (일본)	32,014	42.7	2.6	17.2	7.0	18.9	2.2	11.4	12.6
덴소 (일본)	65,087	21.3	1.6	9.5	7.4	14.0	1.4	7.5	10.2
존슨콘 (미국)	51,675	16.3	2.3	11.7	14.0	15.8	2.2	11.1	14.1
애플티브 (미국)	31,065	17.5	2.1	10.3	13.0	14.3	1.8	8.7	14.7
코이토 (일본)	6,298	22.3	1.2	4.9	5.4	14.6	1.1	4.2	7.6

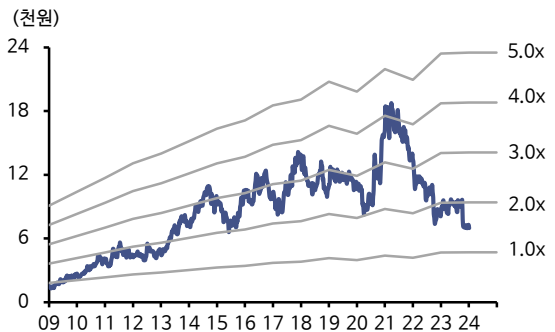
자료: Bloomberg, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	4Q23F	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	2,425	2,345	3.4	2,327	4.2	2,572	2,446
영업이익	56	104	(46.4)	20	175.4	71	66
세전이익	41	27	50.7	(27)	흑자전환	39	40
순이익	30	(30)	흑자전환	(45)	흑자전환	29	35
영업이익률	2.3	4.4		0.9		2.8	2.7
순이익률	1.2	(1.3)		(1.9)		1.1	1.4

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	9,668	9,980	10,689	9,522	9,731	10,427	(1.5)	(2.5)	(2.5)
영업이익	295	368	495	280	353	496	(5.0)	(4.2)	0.0
세전이익	215	244	378	216	294	438	0.5	20.4	15.6
순이익	135	170	273	136	223	333	0.5	31.4	22.2
영업이익률	3.0	3.7	4.6	2.9	3.6	4.8			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
평균 환율 원/달러	1,276	1,316	1,313	1,320	1,280	1,260	1,250	1,250	1,290	1,306	1,260	1,258
원/유로	1,369	1,432	1,429	1,426	1,408	1,411	1,413	1,413	1,358	1,414	1,411	1,408
매출액	2,340	2,429	2,327	2,425	2,397	2,434	2,393	2,507	8,628	9,522	9,731	10,427
아시아	1,068	1,214	928	1,050	1,078	1,063	998	1,050	3,729	4,260	4,188	4,452
미주	532	547	573	603	570	595	590	601	1,977	2,255	2,356	2,623
유럽	748	825	828	772	749	776	805	857	2,922	3,173	3,187	3,352
EFP	427	532	517	487	507	526	550	528	1,456	1,963	2,111	2,330
친환경 매출	585	656	617	713	801	814	801	601	2,114	2,571	3,016	3,649
구 한온	538	575	507	543	624	629	608	653	1,537	1,719	1,924	2,044
EFP	150	186	181	170	177	184	193	185	510	548	601	648
매출액 증가율 YoY	18.2	15.3	6.0	3.4	2.4	0.2	2.8	3.4	17.4	10.4	2.2	7.2
QoQ	(0.2)	3.8	(4.2)	4.2	(1.2)	1.6	(1.7)	4.8				
영업이익	60	143	20	56	66	78	104	105	257	280	353	496
영업이익률	2.6	5.9	0.9	2.3	2.7	3.2	4.4	4.2	3.0	2.9	3.6	4.8
영업이익 증가율 YoY	97.7	138.8	(67.2)	(46.4)	9.3	(45.9)	413.2	88.5	(21.2)	9.1	26.1	40.4
QoQ	(42.3)	138.2	(85.9)	175.4	17.8	17.9	34.2	1.2				
세전이익	67	135	(27)	41	49	61	93	92	97	216	294	438
순이익	44	107	(45)	30	38	46	70	68	20	136	223	333

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

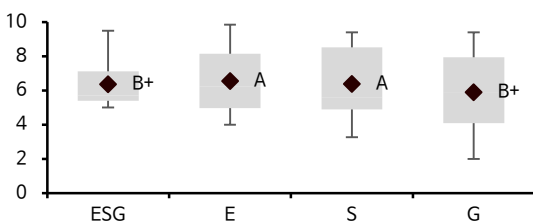
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 주요 임원으로 구성된 Executive Leadership 팀을 중심으로 기후변화 리스크 관리 및 환경영향 최소화 활동 감독
- ◆ 지속 가능한 구매 및 책임광물 조사 프로세스를 통해 공급망 차원의 ESG 관리
- ◆ 2016년부터 분기 배당 및 자사주 취득을 통해 주주가치 제고 노력

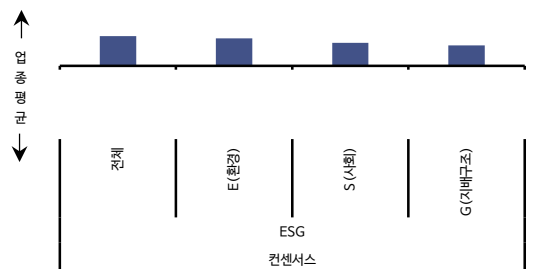
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

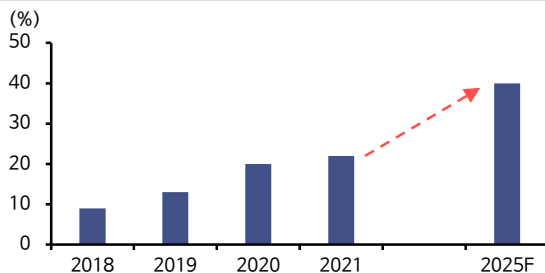
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

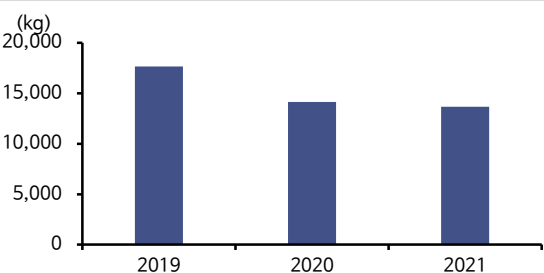
Key Chart

한온시스템 친환경차 관련 매출 추이



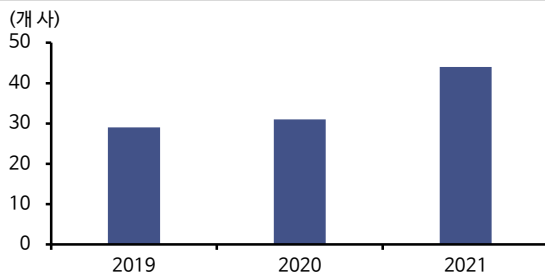
자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템 대기오염물질 배출량 추이(국내 기준)



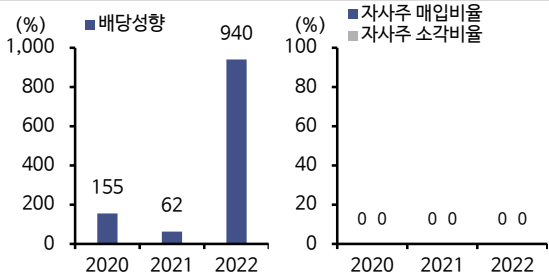
자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템의 동반성장 대출 협력사 추이



자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	8,233.7	9,098.8	9,428.8	9,523.7	9,820.8
유동자산	3,551.7	4,194.8	4,032.4	4,390.7	4,916.0
현금및현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,193.4	1,455.0	1,780.4
매출채권	882.7	1,136.1	1,174.6	1,214.6	1,297.3
재고자산	810.1	971.9	1,004.9	1,039.1	1,109.9
비유동자산	4,682.0	4,904.0	5,396.4	5,133.1	4,904.8
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,658.6	2,569.1	2,496.2
무형자산	1,790.2	1,923.1	2,062.7	1,885.7	1,723.8
투자자산	145.8	100.9	92.3	95.4	101.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,788.7	6,874.3	7,051.3
유동부채	2,813.5	4,021.1	3,660.5	3,732.6	3,881.6
단기차입금	831.9	1,455.2	725.1	725.1	725.1
매출채무	946.0	1,231.1	1,272.9	1,316.2	1,405.8
유동성장기부채	335.4	519.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2,943.6	2,707.8	3,128.2	3,141.7	3,169.8
사채	1,706.0	1,546.6	1,346.8	1,346.8	1,346.8
장기차입금(경기금융부채 포함)	852.2	776.1	1,383.1	1,383.1	1,383.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,640.2	2,649.5	2,769.5
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(11.0)	(9.8)	(9.8)	(9.8)	(9.8)
기타자본	(1.1)	(1.1)	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	(66.4)	(50.0)	261.8	261.8	261.8
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,194.1	2,203.4	2,323.4
지배주주지분	2,343.3	2,236.0	2,499.8	2,509.1	2,629.1
비지배주주지분	133.4	133.9	140.4	140.4	140.4
*충차입금	3,731.8	4,316.8	4,294.7	4,295.4	4,296.8
*순차입금(순현금)	2,307.0	2,856.3	3,089.4	2,828.0	2,503.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	636.3	378.3	731.4	801.5	888.8
당기순이익	310.7	26.7	143.3	222.9	333.4
유형자산상각비	374.7	398.4	418.0	430.0	417.0
무형자산상각비	133.9	159.5	178.7	177.0	161.8
외환환산손실(이익)	(13.1)	(6.6)	(105.8)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.8	0.6	(8.3)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.4)	(8.9)	(10.7)	0.0	0.0
운전자본변동	(189.5)	(373.1)	19.4	(28.4)	(23.5)
(법인세납부)	(58.3)	(64.9)	(82.4)	(71.5)	(104.2)
기타	80.5	246.6	179.2	71.5	104.3
투자활동으로인한현금흐름	(557.3)	(643.3)	(620.0)	(344.1)	(351.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(387.7)	(385.1)	(460.1)	(340.6)	(344.1)
유형자산의감소	4.2	10.2	51.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(215.9)	(256.6)	(231.4)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.3	(9.9)	(4.4)	(3.1)	(6.5)
기타	39.8	(1.9)	24.7	(0.4)	(0.8)
FCF	253.4	(1.3)	297.6	507.8	558.8
재무활동으로인한현금흐름	(24.2)	262.0	(416.2)	(195.7)	(212.1)
차입금의증가(감소)	234.8	523.0	(166.9)	0.7	1.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(209.8)	(194.2)	(184.2)	(196.4)	(213.5)
기타	(49.2)	(66.8)	(65.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	23.6	28.4	69.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	78.4	25.4	(235.7)	261.7	325.3
기초현금	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,193.4	1,455.1
기말현금	1,403.8	1,429.1	1,193.4	1,455.1	1,780.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

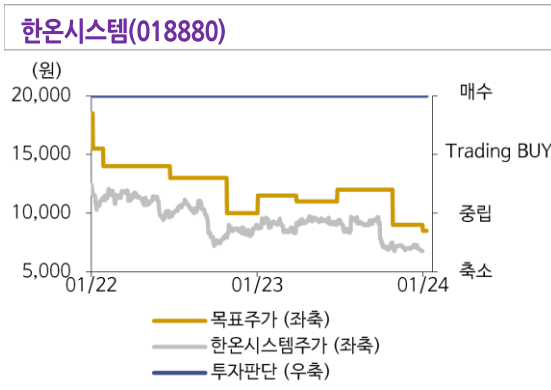
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,521.6	9,730.6	10,426.7
증감률 (%)	7.0	17.4	10.4	2.2	7.2
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,620.8	8,744.3	9,259.7
매출총이익	849.0	847.1	900.8	986.3	1,166.9
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	9.5	10.1	11.2
판매관리비	523.2	590.5	620.9	633.4	671.4
영업이익	325.8	256.6	279.9	352.9	495.5
증감률 (%)	3.2	(21.2)	9.1	26.1	40.4
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.6	4.8
영업외손익	28.9	(159.4)	(64.2)	(58.6)	(57.9)
금융손익	(8.2)	(103.5)	(76.5)	(74.1)	(73.9)
기타영업외손익	31.7	(64.8)	(2.8)	0.0	0.0
중대손익 관련기업관련손익	5.4	8.9	15.1	15.6	16.0
세전계속사업이익	354.6	97.2	215.7	294.4	437.6
법인세비용	43.9	70.4	72.4	71.5	104.2
계속사업이익	310.7	26.7	143.3	222.9	333.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	310.7	26.7	143.3	222.9	333.4
증감률 (%)	173.9	(91.4)	435.8	55.5	49.6
순이익률 (%)	4.2	0.3	1.5	2.3	3.2
(지배주주)당기순이익	308.5	20.4	135.6	222.9	333.4
(비지배주주)당기순이익	2.2	6.3	7.7	0.0	0.0
총포괄이익	447.1	86.2	453.1	222.9	333.4
(지배주주)총포괄이익	431.9	83.7	467.4	407.1	609.1
(비지배주주)총포괄이익	15.2	2.5	(14.3)	(184.3)	(275.7)
EBITDA	834.3	814.5	876.5	960.0	1,074.4
증감률 (%)	6.4	(2.4)	7.6	9.5	11.9
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.4	9.2	9.9	10.3

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	582	50	268	417	625
EPS (지배순이익, 원)	578	38	254	417	625
BPS (자본총계, 원)	4,640	4,440	4,946	4,964	5,188
BPS (지배지분, 원)	4,390	4,189	4,683	4,701	4,925
DPS (원)	360	360	316	400	400
PER (당기순이익, 배)	23.1	161.5	27.2	16.3	10.9
PER (지배순이익, 배)	23.3	211.3	28.7	16.3	10.9
PBR (자본총계, 배)	2.9	1.8	1.5	1.4	1.3
PBR (지배지분, 배)	3.1	1.9	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	11.5	9.0	8.1	6.9	5.8
배당성향 (%)	62.3	940.0	124.4	95.8	64.0
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.3	5.9	5.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.4	9.2	9.9	10.3
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.6	4.8
순이익률 (%)	4.2	0.3	1.5	2.3	3.2
ROA (%)	3.9	0.3	1.5	2.4	3.4
ROE (지배순이익, %)	13.8	0.9	5.7	8.9	13.0
ROIC (%)	6.3	2.3	4.3	5.1	7.6
안정성					
부채비율 (%)	232.5	283.9	257.1	259.5	254.6
순차입금비율 (%)	93.1	120.5	117.0	106.7	90.4
현금비율 (%)	49.9	35.5	32.6	39.0	45.9
이자보상배율 (배)	3.8	2.4	1.6	1.9	2.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.8	14.1	12.7	12.6	12.8
재고자산회수기간 (일)	35.8	37.7	37.9	38.3	37.6
매출채권회수기간 (일)	49.2	42.7	44.3	44.8	44.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 10일	매수	18,500	(27.2)	(22.7)
2022년 01월 19일	매수	15,500	(28.7)	(24.8)
2022년 02월 11일	매수	14,000	(20.7)	(13.9)
2022년 07월 08일	매수	13,000	(26.8)	(14.2)
2022년 11월 10일	매수	10,000	(14.4)	(10.0)
2023년 01월 17일	매수	11,500	(22.5)	(16.5)
2023년 04월 12일	매수	11,000	(15.0)	(11.5)
2023년 07월 11일	매수	12,000	(28.0)	(19.3)
2023년 11월 10일	매수	9,000	(21.5)	(18.8)
2024년 01월 15일	매수	8,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 12일 기준)

매수 (매수)	92.59%	Trading BUY (중립)	5.35%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------