

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@dashin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월

7,800

상향

목표주가

6,490

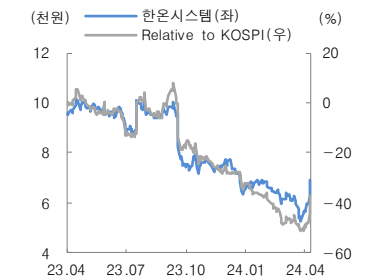
자동차/부품

현재주가

(24.05.03)

KOSPI	2,676.63
시가총액	3,464십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	9,730원 / 4,880원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	15.36%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%
	한국타이어앤테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	-9.9	-9.9	7.7
상대수익률	-7.6	-14.5	-19.4	-5.8



Company Report

인수 가치 5.2조 vs 현재 시총 3.5조

- Upside +20%이나, 단기 주가 변동성 확대 불가피. Trading BUY 필요
- 1) 인수가-시총 괴리율(51%), 2) 유증 통한 이자 부담 완화 긍정적
- 2H24 이후, 분기 OP 1,000억원대/OPM 4%대 회복 여부가 관건이 될 것

투자 의견 Marketperform 유지, 적정주가 7,800원으로 +8% 상향

TP는 2025년 EPS 522원에 Target PER 15.0배(경영권 변경에 따른 기업가치 개선 기대감 반영된 '14~'16년 평균 PER에 20% 할인) 적용. 5/3일 종가 대비, Upside +20%이나 인수 이벤트에 따른 주가 변동성 확대 예상되는 바, Trading 관점에서 접근할 필요. 다만, 1) 인수 가치 대비 현재 시총 괴리율(51%), 2) 유증 통한 자금조달 => 이자 부담 완화되는 점 감안 시, 단기 주가 흐름 긍정적일 것으로 예상

2H24 나타나게 될 수익성 개선 이니셔티브의 성과

한온시스템의 1Q24 영업이익은 516억원(YoY -14%), OPM 2.2%로 컨센서스 684억원 대비 부진 예상. BEV 물량 둔화로 고정비 부담 지속되고 있는 것으로 판단. 하지만, 2H24 1) 수익성 개선 전략(운영 효율화/공급망 최적화/단가&비용협상) 효과 발현, 2) BEV 수요 개선에 따라 수익성 가시성 확대될 전망. 현재 수익성 개선 전략은 계획대로 진행중이며, 성과 가시화된다면 2H24 분기 평균 OP는 1,081억원 수준으로 개선될 것으로 예상

제3자(한국타이어) 배정 유증 통해 3,651억원의 현금 유입 예상

확보한 자금은 채무 상환에 2,000억원, 운영자금에 1,651억원 사용될 계획. 유증 통한 지분을 희석(12%)는 불가피하나, 재무/영업현금흐름 개선 긍정적. 2023년 이자비와 이자부부채는 1,857억원/4.1조원(평균 이자율 4.5%) 규모. 부채 상황으로 2025년 -154억원의 이자비 절감 예상. 2024~25년 연 3,500억원 규모의 CAEPX 계획된 상황에서 운영자금 조달로 FCF 개선 예상

영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 억원, 원, %)		
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,851	10,524	11,095
영업이익	257	277	355	565	679
세전순이익	97	145	145	378	511
총당기순이익	27	59	111	289	391
지배지분순이익	20	51	107	279	376
EPS	38	96	201	522	705
PER	211.3	76.3	32.3	12.4	9.2
BPS	4,189	4,443	4,332	4,543	4,936
PBR	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
ROE	0.9	2.2	4.6	11.8	14.9

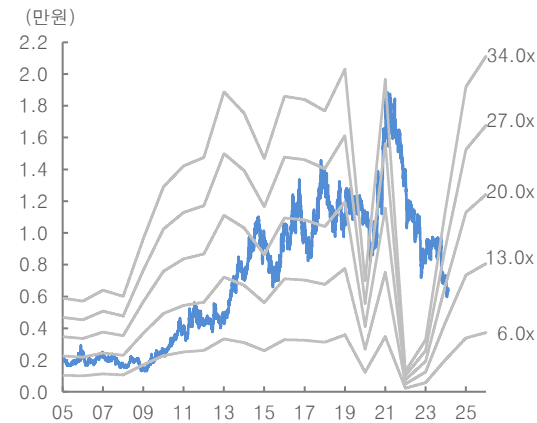
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 2. 한온시스템 목표주가 산출

비고		
'23년 EPS	95.5 원	
'24년 EPS	200.7 원	
'25년 EPS	522.3 원	
2025년 EPS	522.3 원	이익정상화 예상되는 2025년 실적 적용
Target PER	15.0 배	경영권 변경에 따른 기대감 반영됐던 2014~16년 평균에 20% 할인
목표주가	7,800.0 원	
현재주가	6,490.0 원	2024.05.03 종가 기준
상승여력	20.2 %	

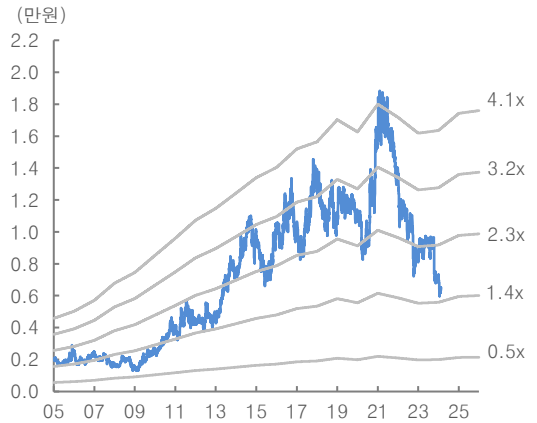
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 4. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



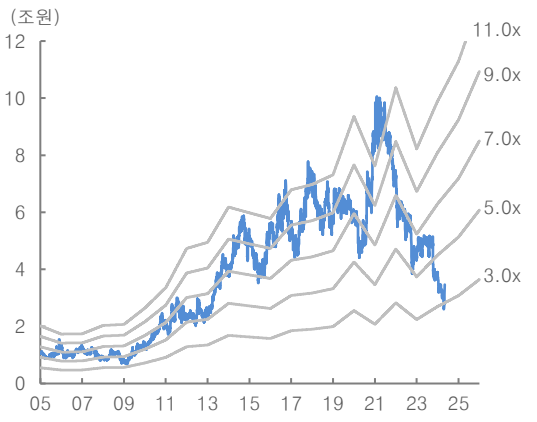
자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 5. EV/EBITDA 밸류 적용 시, Upside +72%

구분		
'23년 EBITDA	875.7	십억원
'24년 EBITDA	1,026.7	십억원
'25년 EBITDA	1,215.6	십억원
'24~25년 EBITDA	1,121.2	십억원
Target EV/EBITDA	6.0 배	
글로벌 부품사 평균 적용. 참고로 덴소는 7.7배		
주식수	598,945.0	천주
적정주가	11,155.6	원
현재주가	6,490.0	원(24/05/03 일 종가)
상승여력	71.9	%

주: 주식수는 유상증자 예정 주식수 포함
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 6. 한온시스템 12MF EV/EBITDA Band



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 3. 한온시스템 실적 추정

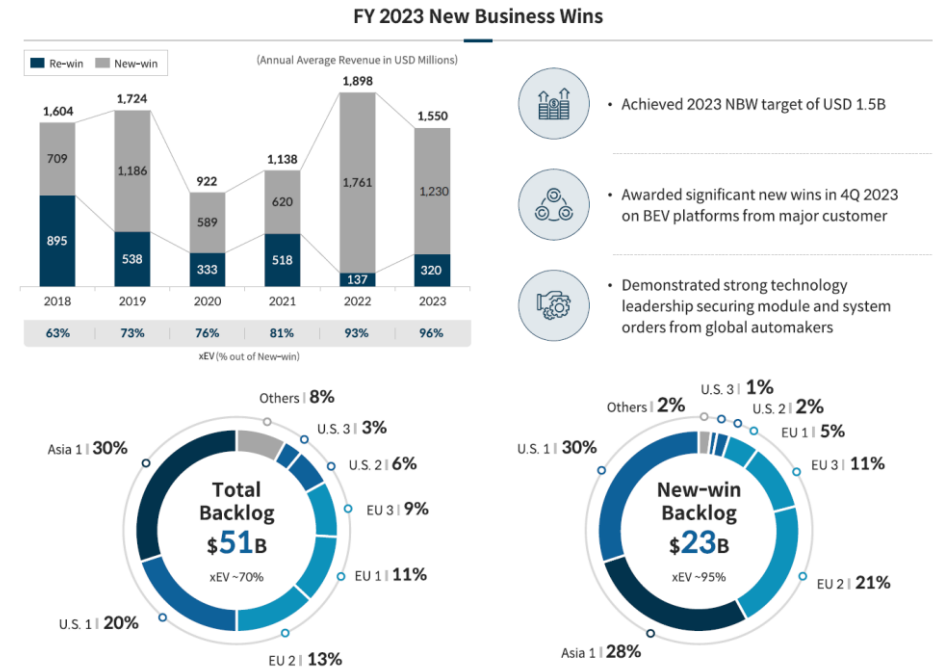
(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,462.5	2,334.4	2,534.0	2,441.1	2,541.5	9,559.4	9,851.0	10,523.8
YoY	18.2%	15.3%	6.0%	5.0%	-0.3%	4.3%	4.9%	3.2%	10.8%	3.1%	6.8%
QoQ	-0.2%	3.8%	-4.2%	5.8%	-5.2%	8.6%	-3.7%	4.1%			
HMG	1,123.4	1,166.0	1,046.2	1,157.4	1,095.0	1,242.2	1,091.4	1,203.9	4,492.9	4,632.5	4,900.3
Ford	280.8	291.5	279.3	295.5	296.0	304.6	294.0	314.8	1,147.1	1,209.5	1,286.6
VW	234.0	242.9	232.7	246.3	222.8	240.0	240.9	257.4	955.9	961.1	1,028.5
GM	140.4	145.7	210.6	172.4	154.7	155.6	225.0	182.8	669.2	718.2	765.6
FCA	93.6	97.2	93.1	98.5	98.4	102.1	97.8	103.5	382.4	401.7	424.1
Daimler	70.2	72.9	69.8	-21.7	77.2	80.2	75.3	70.0	191.2	302.7	336.7
BMW	93.6	97.2	93.1	98.5	98.3	102.1	97.8	103.5	382.4	401.7	434.9
영업이익	60.2	143.5	20.3	53.3	51.6	87.2	107.2	109.1	277.3	355.1	565.0
OPM	2.6%	5.9%	0.9%	2.2%	2.2%	3.4%	4.4%	4.3%	2.9%	3.6%	5.4%
YoY	97.4%	138.8%	-67.2%	-48.9%	-14.3%	-39.2%	428.0%	104.7%	8.0%	28.1%	59.1%
QoQ	-42.3%	138.4%	-85.9%	162.6%	-3.2%	69.0%	22.9%	1.8%			
당기순이익	45.2	110.6	-42.4	-54.6	-0.6	26.6	41.9	43.4	58.8	111.2	289.4
지배순이익	43.9	107.2	-45.4	-54.8	-0.6	25.6	40.3	41.8	50.9	107.1	278.8
NPM	1.9%	4.4%	-2.0%	-2.2%	0.0%	1.0%	1.7%	1.6%	0.5%	1.1%	2.6%
YoY	122.8%	665.7%	적전	적지	적전	-76.1%	흑전	흑전	148.5%	110.3%	160.3%
QoQ	흑전	144.2%	적전	적지	적지	흑전	57.5%	3.6%			

자료: 대신증권 Research Center

II

그림 7. II II II II II II



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 3. 한은 자금조달에 따른 CF 변동: 유증 +3,651 억 => 채무 상환 -2,000 억/이자비용 -154 억 (단위: 십억원)

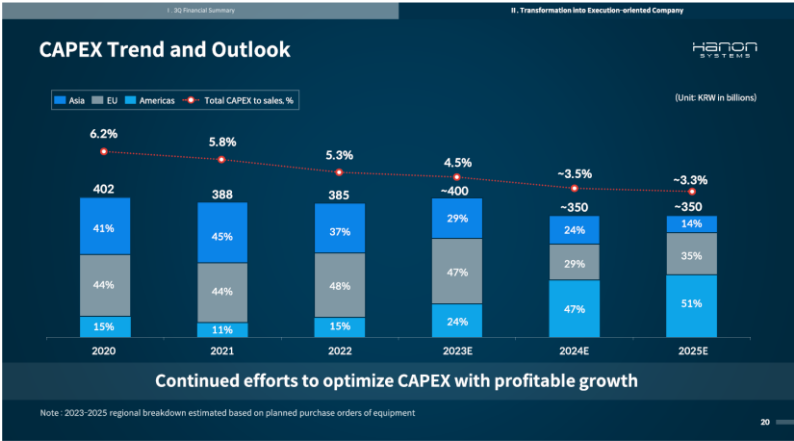
	인수 전		인수 후		변동	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
영업현금흐름	790	906	790	918	0	12
– 이자비용	163	140	163	124	0	-15
재무현금흐름	-478	-464	-113	-684	365	-221
– 차입금증가	-223	-223	-223	-423	0	-200
– 자본증가(유증)	0	0	365	0	365	0
투자현금흐름	-662	-685	-662	-685	0	0
FCF	-263	-137	123	-347	386	-210

주요 가정

- 2024년 유증 통해 현금 조달 => 2025년 2,000억원 채무 상환 가정(나머지 1,651 억원은 운영자금으로 사용 예정)
- 부채 상황에 따른 이자율 YoY -0.5%p 하락 가정. 2025년 이자율 추정: 기존 4.2% => 인수 후 가정 4.0%

자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 한은시스템 CAPEX 투자 계획(3Q23 CID 업데이트 기준)



자료: 한은시스템, 대신증권 Research Center

그림 9. 한은시스템 대주주 변경 기대감 반영 밸류 재산정

구분	
'23년 EPS	95.5 원
'24년 EPS	200.7 원
'25년 EPS	522.3 원
'24~25년 평균 EPS	361.5 원
Target PER	18.7 배
경영권 변경 기대감 반영된 2014~16년 평균	
적정주가	6,800.0 원
현재주가	6,490.0 원(24/05/03 일 종가)
상승여력	4.8 %

자료: 한은시스템, 대신증권 Research Center

그림 10. 2025년 실적 적용 시, Upside +51%

구분	금액	단위
'23년 EPS	95.5	원
'24년 EPS	200.7	원
'25년 EPS	522.3	원
2025년 EPS	522.3	원
Target PER	18.7	배
경영권 변경 기대감 반영된 2014~16년 평균		
적정주가	9,800.0	원
현재주가	6,490.0	원(24/05/03 일 종가)
상승여력	51.0	%

자료: 한은시스템, 대신증권 Research Center

표 1.글로벌 부품사 Peer Group Table (백만달러, %)

		현대모비스	한온시스템	덴소	토요타 자동차	아이신 정기	콘티넨탈	마그나	발레오	합산/평균
시가총액		15,604.8	2,554.1	55,281.9	32,055.5	11,123.5	13,251.8	13,412.0	3,200.4	146,484.1
수익률	1M	-6.0	13.7	-3.9	3.8	-3.3	-2.1	-10.1	2.3	
	3M	-1.3	0.2	15.8	16.2	11.3	-16.0	-16.0	1.4	
	6M	5.1	-7.5	17.4	31.5	9.2	1.6	-11.1	-12.3	
	1Y	4.1	-27.6	35.5	93.2	49.3	1.0	-6.2	-27.2	
매출액	2022	40,289.9	6,696.9	47,349.9	25,000.7	32,567.2	41,508.5	37,840.0	21,104.5	252,357.7
	2023	45,373.4	7,320.0	45,925.7	24,406.9	31,928.3	44,797.5	42,797.0	23,841.2	266,389.9
	2024E	42,774.4	7,162.0	48,314.2	25,638.0	32,592.7	45,288.5	44,296.4	24,278.2	270,344.4
	2025E	45,439.8	7,683.5	51,106.6	26,590.1	33,910.4	47,007.1	46,232.4	25,939.4	283,909.3
영업이익	2022	1,574.0	199.2	3,151.8	1,256.8	428.6	765.2	1,573.0	557.2	9,505.7
	2023	1,757.6	212.3	3,118.3	1,421.6	991.2	1,954.6	2,038.0	786.3	12,279.9
	2024E	1,919.7	270.6	4,787.1	1,689.4	1,557.9	2,885.5	2,425.7	959.9	16,495.8
	2025E	2,191.1	371.8	5,266.3	1,793.5	1,817.9	3,455.4	2,871.3	1,304.7	19,071.9
EBITDA	2022	2,269.1	632.2	5,849.0	3,163.4	2,478.9	3,129.4	3,505.0	2,434.1	23,461.1
	2023	2,464.9	670.6	5,405.3	2,383.3	2,682.3	4,299.3	4,139.0	2,770.9	24,815.5
	2024E	2,658.9	702.1	6,837.3	2,712.3	3,226.5	5,171.4	4,073.9	2,993.0	28,375.5
	2025E	2,998.4	804.4	7,423.7	2,880.2	3,503.7	5,872.8	4,566.8	3,325.1	31,375.1
당기순익	2022	1,929.1	15.9	2,327.3	1,426.6	278.6	70.1	592.0	242.3	6,881.9
	2023	2,620.8	39.0	2,399.9	1,518.2	630.2	1,250.7	1,213.0	239.0	9,910.8
	2024E	2,644.3	148.9	3,509.5	1,774.8	1,018.7	1,732.9	1,663.7	328.4	12,821.1
	2025E	2,854.9	229.9	3,835.6	1,877.0	1,186.2	2,219.2	2,048.8	578.5	14,830.0
PER	2022	7.4	212.9	17.9	11.8	26.1	169.6	13.4	17.6	59.6
	2023	6.3	75.9	21.1	19.9	15.9	13.3	10.3	15.3	22.3
	2024E	5.7	16.9	14.3	16.9	9.7	7.6	7.9	9.8	11.1
	2025E	5.3	10.9	12.9	16.0	8.2	5.9	6.5	5.6	8.9
PBR	2022	0.5	1.9	1.3	0.6	0.6	0.8	1.5	1.1	1.0
	2023	0.5	1.6	1.7	1.1	0.9	1.1	1.4	0.9	1.2
	2024E	0.5	1.5	1.6	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	1.0
	2025E	0.4	1.4	1.5	0.9	0.7	0.8	1.0	0.7	0.9
EV/EBITDA	2022	4.1	8.9	7.5	8.3	4.9	3.9	4.8	3.6	5.8
	2023	4.5	8.4	10.4	16.6	5.9	4.9	5.2	3.1	7.4
	2024E	4.4	7.1	8.0	14.2	4.6	3.4	4.7	2.6	6.1
	2025E	3.6	6.1	7.3	13.3	4.1	2.9	4.1	2.3	5.5
ROE	2022	6.8	0.9	7.3	5.0	2.1	0.5	5.2	6.1	4.2
	2023	8.7	2.2	8.0	5.8	5.5	8.6	10.6	6.0	6.9
	2024E	8.7	8.8	11.2	5.5	8.5	11.3	13.5	7.5	9.4
	2025E	8.7	12.8	11.9	5.8	9.6	13.1	14.9	12.2	11.1
배당성향	2022	14.8	947.4	44.2	30.6	121.6	450.5	86.8	39.8	217.0
	2023	9.3	329.2	40.8	27.8	47.1	38.0	43.0	41.9	72.2
	2024E	12.9	71.3	31.9	28.4	30.9	30.9	32.0	40.4	34.8
	2025E	13.2	50.8	31.7	29.1	30.0	33.0	28.3	35.9	31.5

주: 2024/05/03 종가 기준
자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,851	10,524	11,095
매출원가	7,781	8,651	8,840	9,262	9,683
매출총이익	847	908	1,011	1,261	1,412
판매비와관리비	590	631	656	696	733
영업이익	257	277	355	565	679
영업이익률	3.0	2.9	3.6	5.4	6.1
EBITDA	814	876	1,027	1,216	1,329
영업외손익	-159	-133	-210	-187	-168
관계기업손익	9	12	12	12	12
금융수익	98	132	37	39	41
외환관련이익	273	222	102	102	102
금융비용	-201	-218	-200	-179	-163
외환관련손실	54	19	10	10	10
기타	-65	-59	-59	-59	-59
법인세비용차감전순손익	97	145	145	378	511
법인세비용	70	86	34	89	120
계속사업순손익	27	59	111	289	391
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	59	111	289	391
당기순이익률	0.3	0.6	1.1	2.8	3.5
비배지분순이익	6	8	4	11	14
지배지분순이익	20	51	107	279	376
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	26	27	27	27
포괄순이익	86	322	377	558	662
비배지분포괄이익	3	8	11	16	24
지배지분포괄이익	84	314	366	542	637

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	38	96	201	522	705
PER	211.3	76.3	32.3	12.4	9.2
BPS	4,189	4,443	4,332	4,543	4,936
PBR	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	1,526	1,640	1,923	2,277	2,489
EV/EBITDA	9.0	8.5	6.8	5.7	5.0
SPS	16,163	17,908	18,455	19,715	20,785
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	1,684	1,787	2,019	2,373	2,584
DPS	360	316	316	316	316

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.4	10.8	3.1	6.8	5.4
영업이익 증가율	-21.2	8.1	28.1	59.1	20.2
순이익 증가율	-91.4	120.2	88.8	160.3	35.0
수익성					
ROC	1.3	1.9	4.4	7.0	8.3
ROA	3.0	3.0	3.9	6.2	7.3
ROE	0.9	2.2	4.6	11.8	14.9
안정성					
부채비율	283.9	268.5	271.2	257.8	236.6
순차입금비율	120.5	134.6	138.8	128.7	109.1
이자보상배율	2.4	1.5	2.0	3.7	4.9

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	3,513	3,551	3,726
현금및현금성자산	1,429	779	516	378	399
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,325	1,410	1,483
재고자산	972	1,140	1,175	1,255	1,324
기타유동자산	531	490	497	507	521
비유동자산	4,904	5,548	5,566	5,625	5,653
유형자산	2,371	2,716	2,583	2,498	2,382
관계기업투자금	72	81	93	106	118
기타비유동자산	2,461	2,750	2,890	3,022	3,154
자산총계	9,099	9,244	9,079	9,176	9,380
유동부채	4,021	3,576	3,231	2,955	2,667
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	1,946	2,038	2,116
차입금	1,515	967	577	187	-203
유동성채무	460	500	485	485	485
기타유동부채	196	203	223	245	269
비유동부채	2,708	3,160	3,402	3,657	3,926
차입금	2,305	2,679	2,846	3,013	3,180
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	402	481	556	643	746
부채총계	6,729	6,736	6,633	6,612	6,593
자배지분	2,236	2,372	2,312	2,425	2,635
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,042	2,152	2,360
기타지분변동	-38	238	241	243	245
비배지분	134	137	133	140	152
자본총계	2,370	2,508	2,446	2,565	2,787
순차입금	2,856	3,377	3,395	3,300	3,042

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	790	906	1,017
당기순이익	27	59	111	289	391
비현금항목의 가감	872	895	967	977	989
감가상각비	558	598	672	651	650
외환손익	-7	-54	-15	-15	-15
지분법평가손익	-9	-12	-12	-12	-12
기타	330	363	323	354	367
자산부채의 증감	-373	-194	-91	-132	-121
기타현금흐름	-148	-243	-197	-228	-241
투자활동 현금흐름	-643	-677	-662	-685	-657
투자자산	-10	6	-13	-13	-13
유형자산					-375
기타	-258	-267	-298	-304	-311
재무활동 현금흐름	262	-480	-478	-464	-464
단기차입금	322	-390	-390	-390	-390
사채	9	-95	-95	-95	-95
장기차입금	193	262	262	262	262
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-194	-185	-169	-169	-169
기타	-67	-72	-86	-72	-72
현금의 증감	25	-651	-263	-137	21
기초 현금	1,404	1,429	779	516	378
기말 현금	1,429	779	516	378	399
NOPLAT	71	113	272	432	519
FCF	-13	-87	270	390	508

[Compliance Notice]

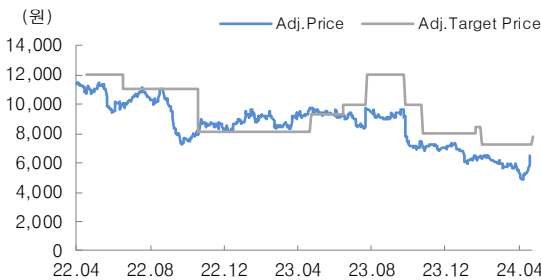
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한온시스템(018880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.07	24.02.14	24.02.05	24.01.12	23.12.02	23.11.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	7,800	7,200	8,400	8,000	8,000	8,000
과리율(평균%)		(18.80)	(24.26)	(14.33)	(11.64)	(10.61)
과리율(최대/최소%)		(9.86)	(22.38)	(8.63)	(8.63)	(9.00)
제시일자	23.10.12	23.08.11	23.07.04	23.05.12	23.05.11	23.04.06
투자의견	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	10,000	12,000	10,000	9,300	8,100	8,100
과리율(평균%)	(27.53)	(23.09)	(11.09)	0.93		9.12
과리율(최대/최소%)	(21.80)	(19.58)	(3.10)	(2.69)		(0.12)
제시일자	23.02.10	22.11.10	22.11.05	22.08.11	22.07.11	22.06.12
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	8,100	8,100	11,000	11,000	11,000	12,000
과리율(평균%)	8.27	7.69	(13.52)	(13.06)	(5.11)	(12.60)
과리율(최대/최소%)	(0.12)	(0.12)	1.36	1.36	1.36	(4.58)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240502)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.8%	6.2%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상