

한온시스템 (018880)

실적보다 궁금한 게 많다

2024년 5월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	7,000 원 (유지)
✓ 상승여력	22.8%	✓ 현재주가 (5월 9일)	5,700 원

신한생각 큰일을 치루는 중이라 현저히 낮아진 실적 관심도

상반기 부품사 투자의 접근은 원가 반영을 통한 수익성 개선이 핵심이었으나 동사는 PEF의 지분 매각으로 대주주 변경이 확인된 상황으로 실적보다 향후 양사간 시너지 포인트가 주가의 핵심. 국내 부품사 중에서 손에 꼽히는 완성차 의존도가 낮은 업체들의 결합이 어떤 전략으로 전개될지 확인 필요

1Q24 Review: 무난한 성적표

매출 2.4조원(+3% YoY, -2% QoQ), 영업이익 653억원(+8% YoY, +23% QoQ)으로 모두 컨센서스에 부합하는 실적. 주요 고객사들의 ICE/EV 생산량은 예상치를 밑돌았으나 일부 고객사(BMW, Ford)의 선방과 믹스 개선으로 매출 규모를 방어. 작년부터 진행된 원가 절감 노력(인건비/물류비/원가 반영)이 일부분 진행되면서 국내 법인이 흑자전환한 점이 안정적인 수익성의 비결. 동사의 핵심 성장 동력인 EV 수요가 단기적으로 둔화되면서 전동화 매출 비중이 감소(24%, -1%p YoY)했고 신규 수주도 Re-win 및 ICE 비중이 대폭 증가 중. 1Q24 New-win 중 ICE 비중 62%(vs. 23년 18%). 24년은 성장 포텐셜보다 수익성 정상화를 확인하는 시기. 비용 절감 노력 명확해 QoQ 수익성 개선 효과 기대

Valuation

24F PER 17배 적용해 목표주가 7,000원 유지. PEF에 매각된 이후 9년간의 평균 12MF PER과 동일. 주요 OEM의 1세대 전기차 전략이 피크를 지나고 2세대 전략으로 넘어가는 시점. 럭셔리 OEM 중심으로 차세대 제품군 수주를 확보한 점을 감안해 과거 평균 수준은 타당하다고 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	8,627.7	256.6	20.4	211.3	0.9	1.9	9.0	4.4
2023	9,559.3	277.3	51.0	76.3	2.2	1.6	8.5	4.3
2024F	9,886.3	391.2	216.5	14.1	9.0	1.3	7.8	5.3
2025F	10,571.9	506.5	314.7	9.7	12.7	1.2	6.7	7.0
2026F	11,159.0	582.0	376.1	8.1	14.9	1.2	6.2	7.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[자동차부품/타이어]

정용진 연구위원
✉ yijung86@shinhan.com

최민기 연구원
✉ minki.choi@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	상향

시가총액	3,042.7십억원
발행주식수(유동비율)	533.8백만주(30.0%)
52주 최고가/최저가	9,730원/4,880원
일평균 거래액 (60일)	8,822백만원
외국인 지분율	13.7%

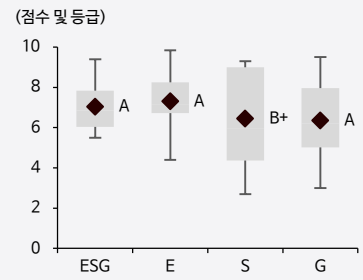
주요주주 (%)	
한애크오토홀딩스	50.5
한국타이어엔테크놀로지	19.5

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(3.6)	(10.9)	(40.6)	(22.0)
상대	(3.8)	(14.0)	(45.0)	(23.2)

주가



ESG 컨센서스



목표주가 산정 Table

(원, 배)	2024F	2025F	2026F	비고
EPS	406	590	705	
목표 PER	17.3	11.9	9.9	과거 9년 평균 12MF PER 17배 적용
목표주가	7,000	7,000	7,000	
현재 PER	14.1	9.7	8.1	
현재주가	5,700	5,700	5,700	
상승여력	22.8			

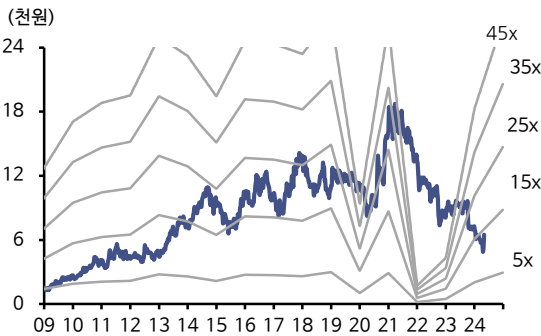
자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2024F				2025F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
현대모비스	21,166	5.7	0.5	3.9	8.7	5.3	0.4	3.4	8.7
한온시스템	3,043	16.1	1.3	6.7	8.2	10.4	1.2	5.9	12.0
현대위아	1,566	8.3	0.4	4.2	5.4	7.2	0.4	4.0	6.1
HL만도	1,817	7.4	0.7	5.2	11.1	7.2	0.7	4.7	9.8
S&T모티브	679	6.9	0.7	1.6	10.0	6.7	0.6	1.6	9.6
콘티넨탈 (독일)	17,905	7.6	0.8	3.9	11.1	5.9	0.8	3.5	13.0
마그나 (캐나다)	18,545	8.2	1.1	4.7	13.1	6.8	1.0	4.2	14.4
도요타 인더 (일본)	43,722	20.2	1.1	16.4	5.8	17.1	0.9	14.3	5.5
아이신 (일본)	14,645	15.6	0.8	5.2	5.5	9.5	0.8	4.3	8.5
보그워너 (미국)	11,704	9.2	1.3	5.8	14.5	8.1	1.2	5.4	15.2
니텍 (일본)	36,484	27.8	2.6	14.9	10.1	21.6	2.4	12.1	11.4
덴소 (일본)	72,731	20.6	1.6	10.1	8.0	14.0	1.5	7.9	11.2
존슨콘 (미국)	60,188	18.2	2.6	12.7	13.2	16.0	2.4	11.7	15.4
애플티브 (미국)	30,998	13.8	1.9	8.8	13.3	10.9	1.7	7.9	15.4
코이토 (일본)	5,689	14.0	1.0	3.7	7.4	14.2	1.0	3.7	6.8

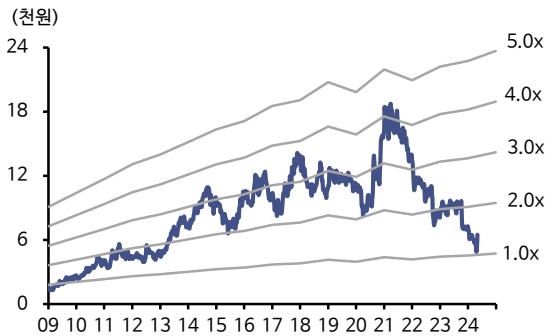
자료: Bloomberg, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	2,405	2,340	2.7	2,463	(2.4)	2,422	2,384
영업이익	65	60	8.5	53	22.6	69	65
세전이익	42	67	(36.3)	(30)	흑자전환	48	35
순이익	24	44	(45.0)	(55)	흑자전환	37	29
영업이익률	2.7	2.6		2.2		2.8	2.7
순이익률	1.0	1.9		(2.2)		1.5	1.2

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

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
매출액	9,765	10,437		9,886	10,572	11,159	1.2	1.3	
영업이익	361	498		384	507	582	6.5	1.7	
세전이익	291	434		298	418	500	2.6	(3.6)	
순이익	227	340		217	315	376	(4.7)	(7.3)	
영업이익률	3.7	4.8		3.9	4.8	5.2			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
평균 환율 원/달러	1,276	1,316	1,313	1,321	1,330	1,360	1,330	1,310	1,306	1,333	1,310	1,340
원/유로	1,369	1,432	1,429	1,422	1,444	1,455	1,450	1,454	1,413	1,451	1,441	1,393
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,487	2,427	2,567	9,559	9,886	10,572	11,159
아시아	936	972	931	1,034	962	1,075	1,003	1,053	3,873	4,093	4,441	4,699
미주	632	607	652	665	673	626	611	606	2,556	2,516	2,661	2,930
유럽	772	850	745	763	769	787	814	908	3,131	3,278	3,471	3,530
EFP	427	532	513	484	466	514	537	514	1,956	2,031	2,321	2,518
친환경 매출	585	656	617	640	767	831	812	569	2,498	2,979	3,608	4,255
구 한온	537	576	504	554	604	651	624	678	1,719	1,924	2,041	2,172
EFP	149	186	180	169	163	180	188	180	548	601	647	685
매출액 증가율 YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	2.4	4.3	4.3	10.8	3.4	6.9	5.6
QoQ	(0.2)	3.8	(4.2)	5.8	(2.4)	3.4	(2.4)	5.8				
영업이익	60	143	20	53	65	89	100	130	277	384	507	582
영업이익률	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.6	4.1	5.1	2.9	3.9	4.8	5.2
영업이익 증가율 YoY	97.7	138.8	(67.2)	(48.9)	8.5	(38.0)	393.8	143.4	8.1	38.6	31.8	14.9
QoQ	(42.3)	138.2	(85.9)	162.7	22.6	36.3	12.5	29.5				
세전이익	67	135	(27)	(30)	42	66	83	107	145	298	418	500
순이익	44	107	(45)	(55)	24	50	62	80	51	217	315	376

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

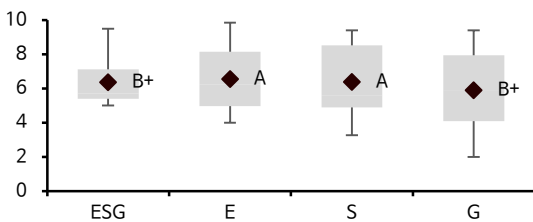
ESG Insight

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

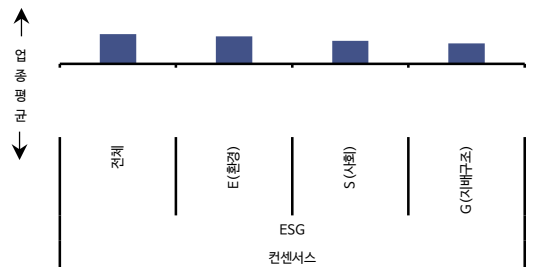
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

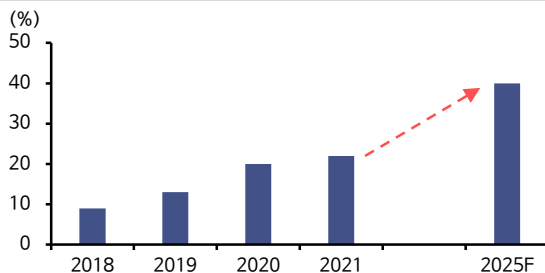
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

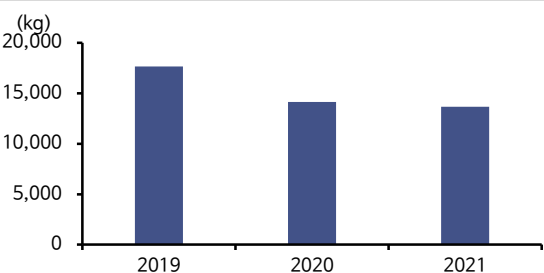
Key Chart

한온시스템 친환경차 관련 매출 추이



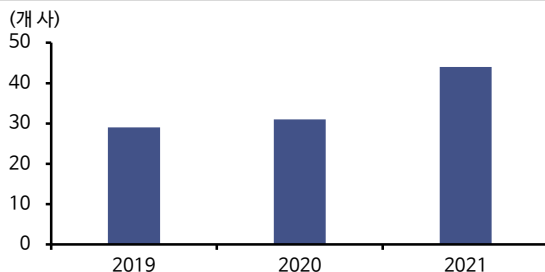
자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템 대기오염물질 배출량 추이(국내 기준)



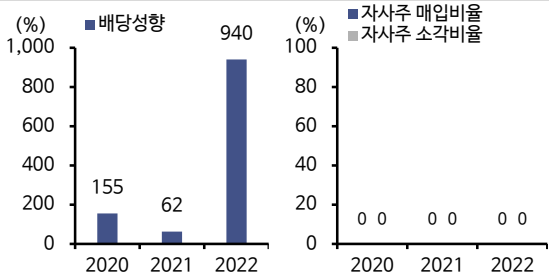
자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템의 동반성장 대출 협력사 추이



자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,409.0	9,695.4	9,825.4
유동자산	4,194.8	3,696.9	3,945.8	4,305.0	4,486.7
현금및현금성자산	1,429.1	778.6	904.0	1,051.8	1,087.4
매출채권	1,136.1	1,196.0	1,246.9	1,333.9	1,394.1
재고자산	971.9	1,140.4	1,188.9	1,271.9	1,329.3
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,463.1	5,390.4	5,338.7
유형자산	2,371.4	2,716.5	2,737.8	2,758.5	2,793.3
무형자산	1,923.1	2,126.0	2,016.6	1,916.8	1,825.9
투자자산	100.9	91.9	95.6	102.0	106.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	6,728.9	6,735.9	6,844.8	7,031.0	7,159.7
유동부채	4,021.1	3,576.1	3,665.9	3,819.4	3,924.4
단기차입금	1,515.1	967.5	967.5	967.5	967.5
매출채무	1,231.1	1,308.4	1,364.0	1,459.3	1,525.1
유동성장기부채	459.7	499.8	499.8	499.8	499.8
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,178.9	3,211.6	3,234.2
사채	1,546.6	1,413.2	1,413.2	1,413.2	1,413.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	776.1	1,297.0	1,297.0	1,297.0	1,297.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,369.9	2,508.5	2,564.2	2,664.5	2,665.8
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
기타자본	12.2	13.8	13.8	13.8	13.8
기타포괄이익누계액	(50.0)	224.4	224.4	224.4	224.4
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	2,159.5	2,260.8	2,263.3
자비배주자본	2,236.0	2,371.7	2,428.1	2,529.4	2,531.9
비지배주주자본	133.9	136.8	136.1	135.1	133.9
*총차입금	4,316.8	4,186.1	4,186.5	4,187.1	4,187.5
*순차입금(순현금)	2,856.3	3,376.6	3,250.9	3,102.5	3,066.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	378.3	517.4	511.8	663.7	782.3
당기순이익	26.7	58.9	215.8	313.7	374.9
유형자산상각비	398.4	418.1	324.7	328.2	333.4
무형자산상각비	159.5	180.3	109.4	99.7	90.9
외화환산손실(이익)	(6.6)	(53.7)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	(5.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(8.9)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
운전차량변동	(373.1)	(193.5)	(138.2)	(77.9)	(17.0)
(법인세납부)	(64.9)	(91.3)	(89.3)	(104.6)	(125.0)
기타	246.6	216.4	89.4	104.6	125.1
투자활동으로인한현금흐름	(643.3)	(677.3)	(350.4)	(356.4)	(373.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(385.1)	(481.2)	(346.0)	(348.9)	(368.2)
유형자산의감소	10.2	64.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(256.6)	(316.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(9.9)	5.3	(3.7)	(6.3)	(4.4)
기타	(1.9)	50.7	(0.7)	(1.2)	(0.9)
FCF	(1.3)	147.5	330.0	399.5	451.5
재무활동으로인한현금흐름	262.0	(480.3)	(35.9)	(159.5)	(373.1)
차입금의증가(감소)	523.0	(223.2)	0.4	0.6	0.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(194.2)	(185.0)	(36.3)	(160.1)	(373.6)
기타	(66.8)	(72.1)	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	28.4	(10.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.4	(650.6)	125.4	147.9	35.7
기초현금	1,403.8	1,429.1	778.6	904.0	1,051.8
기말현금	1,429.1	778.6	904.0	1,051.8	1,087.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,627.7	9,559.3	9,886.3	10,571.9	11,159.0
증감률 (%)	17.4	10.8	3.4	6.9	5.6
매출원가	7,780.6	8,651.1	8,852.4	9,383.9	9,860.9
매출총이익	847.1	908.2	1,033.8	1,187.9	1,298.1
매출총이익률 (%)	9.8	9.5	10.5	11.2	11.6
판매관리비	590.5	630.9	642.6	681.4	716.1
영업이익	256.6	277.3	391.2	506.5	582.0
증감률 (%)	(21.2)	8.1	41.1	29.5	14.9
영업이익률 (%)	3.0	2.9	4.0	4.8	5.2
영업외손익	(159.4)	(132.7)	(86.1)	(88.3)	(82.1)
금융손익	(103.5)	(86.0)	(99.0)	(101.5)	(95.8)
기타영업외손익	(64.8)	(59.2)	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	8.9	12.5	12.8	13.2	13.6
세전계속사업이익	97.2	144.6	305.1	418.3	499.9
법인세비용	70.4	85.7	89.3	104.6	125.0
계속사업이익	26.7	58.9	215.8	313.7	374.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.7	58.9	215.8	313.7	374.9
증감률 (%)	(91.4)	120.2	266.5	45.3	19.5
순이익률 (%)	0.3	0.6	2.2	3.0	3.4
(지배주주)당기순이익	20.4	51.0	216.5	314.7	376.1
(비지배주주)당기순이익	6.3	7.9	(0.7)	(1.0)	(1.2)
총포괄이익	86.2	322.0	215.8	313.7	374.9
(지배주주)총포괄이익	83.7	314.4	209.9	305.0	364.6
(비지배주주)총포괄이익	2.5	7.6	6.0	8.7	10.3
EBITDA	814.5	875.7	825.4	934.5	1,006.3
증감률 (%)	(2.4)	7.5	(5.7)	13.2	7.7
EBITDA 이익률 (%)	9.4	9.2	8.3	8.8	9.0

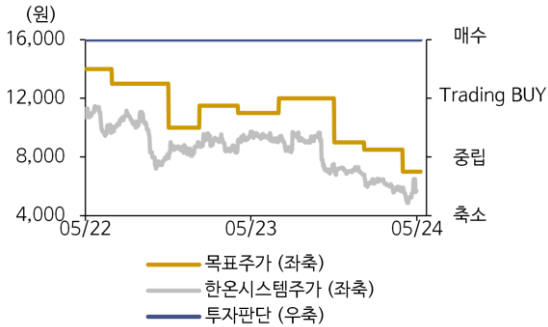
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	50	110	404	588	702
EPS (지배순이익, 원)	38	96	406	590	705
BPS (자본총계, 원)	4,440	4,699	4,804	4,991	4,994
BPS (지배지분, 원)	4,189	4,443	4,549	4,738	4,743
DPS (원)	360	316	300	400	400
PER (당기순이익, 배)	161.5	66.1	14.1	9.7	8.1
PER (지배순이익, 배)	211.3	76.3	14.1	9.7	8.1
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.6	1.2	1.1	1.1
PBR (지배지분, 배)	1.9	1.6	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (배)	9.0	8.5	7.8	6.7	6.2
배당성향 (%)	940.0	330.8	73.9	67.8	56.8
배당수익률 (%)	4.4	4.3	5.3	7.0	7.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.4	9.2	8.3	8.8	9.0
영업이익률 (%)	3.0	2.9	4.0	4.8	5.2
순이익률 (%)	0.3	0.6	2.2	3.0	3.4
ROA (%)	0.3	0.6	2.3	3.3	3.8
ROE (지배순이익, %)	0.9	2.2	9.0	12.7	14.9
ROIC (%)	2.3	3.4	5.1	7.1	8.1
안정성					
부채비율 (%)	283.9	268.5	266.9	263.9	268.6
순차입금비율 (%)	120.5	134.6	126.8	116.4	115.0
현금비율 (%)	35.5	21.8	24.7	27.5	27.7
이자보상배율 (배)	2.4	1.5	1.8	2.4	2.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	14.1	12.3	11.8	12.0	12.0
재고자산회수기간 (일)	37.7	40.3	43.0	42.5	42.5
매출채권회수기간 (일)	42.7	44.5	45.1	44.6	44.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

한온시스템(018880)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(27.9)	(23.3)
2024년 04월 09일	매수	7,000	-	-

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 05월 08일 기준)

매수 (매수)	94.19%	Trading BUY (중립)	3.73%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------