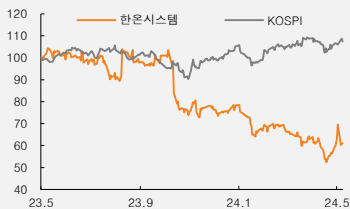


투자의견(유지)	중립
목표주가(유지)	5,700원
현재주가(24/5/9)	5,700원
상승여력	0.0%

영업이익(24F,십억원)	354
Consensus 영업이익(24F,십억원)	347
EPS 성장률(24F,%)	209.0
MKT EPS 성장률(24F,%)	76.2
P/E(24F,x)	19.3
MKT P/E(24F,x)	11.2
KOSPI	2,712.14
시가총액(십억원)	3,043
발행주식수(백만주)	534
유동주식비율(%)	30.0
외국인 보유비중(%)	13.7
베타(12M) 일간수익률	0.65
52주 최저가(원)	4,880
52주 최고가(원)	9,730

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.6	-24.1	-40.6
상대주가	-3.8	-32.1	-45.0



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

018880 · 자동차부품

한온시스템

수익성 점진적 회복 시작

1Q24 Review: 수익성 회복 시작, 완만한 속도

매출액 2.4조원(+2.7% YoY, 컨센 대비 +0.9%), 영업이익 653억원(+8.5% YoY, 컨센 대비 +0.4%), OPM 2.7%(+0.1%P YoY)를 기록했다. 영업이익 증가에 크게 기여한 것은 물류비 감소이다. 매출액 대비 비중은 2.5%로 전년비 0.9%P 감소했다. 다만 수익성 회복 속도는 다소 느린 모습인데 이는 감원 비용, 주요 고객사 생산 감소, 판가 전가 지연으로 판단한다. 조직효율화 작업은 구조조정에 따른 감원 비용이 수반된다. 1Q에는 약 25억원이 발생했다. 2Q~3Q에는 감원 비용과 비용 절감 효과가 동시에 발생할 것으로 예상된다. 한편 주요 고객사의 생산량이 약 3%~10% 감소했기에 환율 효과를 제외한 매출액 증감은 -0.7% YoY 수준이다.

그럼에도 시작된 수익성 회복. 2분기 이후 3%대 OPM 예상

완만하지만 수익성 회복은 시작된 것으로 판단한다. 2분기 이후 3%대의 OPM을 예상한다. 미국 주요 고객사 HMG/Ford의 BEV 판매량이 견조하고, 유럽 주요 고객사인 VW 2Q~4Q 누적 글로벌 BEV 판매 목표는 약 +14~44% YoY로 추정된다. 그러나 시장 수요 둔화에 따른 협상력 약화는 불가피하다. 감원 비용은 상반기까지 지속될 것으로 예상되기에 조직효율화 효과는 하반기에 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. 4분기에는 HMG 미국 전기차 공장 및 벤츠향 물량 공급이 시작된다.

한국타이어로 최대주주 변경 예정: 지분 인수 및 제3자배정증자 참여

3일 공시에 따르면 2대 주주 한국타이어는 한앤코의 동사 지분 인수(22.28%) 및 제3자배정 유상증자 참여(10.88%)에 1.73조를 투자해 최대주주(지분율 19.49% → 50.53%)가 될 예정이다. 주당거래단가는 8,726원이다. 실사와 본계약의 과정을 거쳐 올해 마무리될 예정이다. 동사는 유상증자를 통해 조달하는 약 3,650억원의 자금 중 2,000억원은 채무상환에 1,650억원은 운영자금으로 활용할 예정이다.

투자의견 '중립' 및 목표주가 5,700원 유지

완만한 속도의 수익성 회복과 약해진 주주환원정책을 고려하여 투자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 24년 EPS 추정치 295원에 Target P/E 19.4배(수익성 회복 원년 16년 평균 P/E)를 적용했다. 수익성 회복 속도가 중요한 시점이다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7,351	8,628	9,559	9,878	10,537
영업이익 (십억원)	326	257	277	354	493
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.6	4.7
순이익 (십억원)	309	20	51	158	274
EPS (원)	578	38	96	295	513
ROE (%)	13.8	0.9	2.2	6.5	10.7
P/E (배)	23.3	211.3	76.3	19.3	11.1
P/B (배)	3.1	1.9	1.6	1.2	1.2
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.3	5.3	5.6

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한온시스템 1Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

	1Q23	4Q23	1Q24			컨센서스		미래에셋	
			발표치	YoY (%)	QoQ (%)	추정치	차이 (%)	추정치	차이 (%)
매출액	2,340.4	2,462.5	2,404.6	2.7	-2.4	2,384.3	0.9	2,362.8	1.8
영업이익	60.2	53.3	65.3	8.5	22.6	65.0	0.4	67.6	-3.3
당기순이익	43.9	-54.8	10.1	-76.9	흑전	29.2	-65.2	28.2	-64.1
영업이익률 (%)	2.6	2.2	2.7	0.1%p	0.6%p	2.7	0.0%p	2.9	-0.1%p
순이익률 (%)	1.9	-2.2	0.4	-1.5%p	흑전	1.2	-0.8%p	1.2	-0.8%p

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,516	2,388	2,570	7,351	8,628	9,559	9,878	10,537
YoY (%)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	3.6	2.6	4.3	7.0	17.4	10.8	3.3	6.7
매출총이익	214	284	189	221	219	252	251	286	849	847	908	1,008	1,212
GPM (%)	9.2	11.7	8.1	9.0	9.1	10.0	10.5	11.1	11.5	9.8	9.5	10.2	11.5
영업이익	60	143	20	53	65	83	88	117	326	257	277	353.6	493.1
YoY (%)	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-42.1	335.5	119.4	3.2	-21.2	8.1	27.5	39.4
OPM (%)	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.3	3.7	4.6	4.4	3.0	2.9	3.6	4.7
지배순이익	44	107	-45	-55	10	36	42	69	309	20	51	158	274
YoY (%)	122.6	668.0	적전	적지	-76.9	-66.7	흑전	흑전	179.5	-93.4	149.5	209.0	73.9
NPM (%)	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.4	1.4	1.8	2.7	4.2	0.2	0.5	1.6	2.6

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한온시스템 지분구조 예상도

(십억원)

구분	기존	지분인수 후	제3배정증자
지분율 전체	100%	100%	100%
한앤코	50.50%	25.50%	22.73%
한국타이어	19.49%	44.49%	50.53%
기타	30.01%	30.01%	26.74%
주식수 전체	533,800	533,800	598,945
한앤코	269,569	136,119	136,119
한국타이어	104,031	237,481	302,626
기타	160,200	160,200	160,200

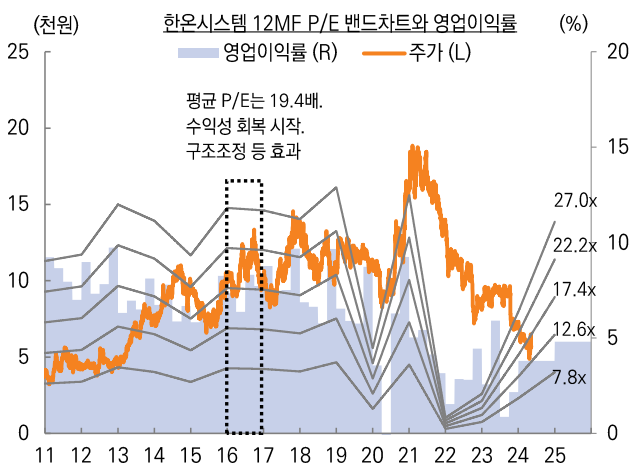
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 한국타이어 지분인수 및 제3배정증자 주당거래단가

구분	지분인수	제3배정증자	전체
매매대금 (십억원)	1,368	365	1,733
매매주식수 (천주)	133,450	65,145	198,595
주당거래단가 (원)	10,250	5,605	8,726

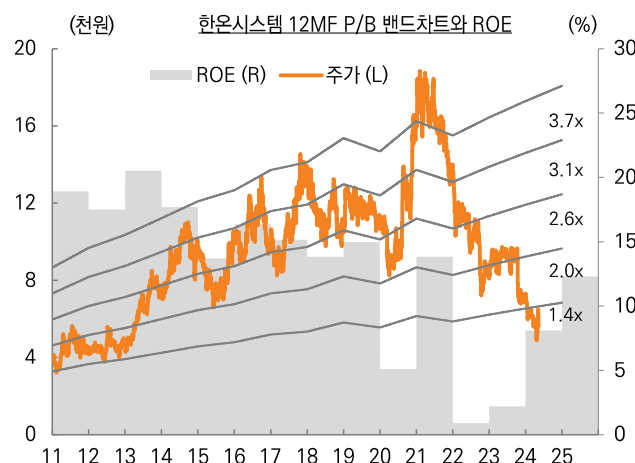
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한온시스템 영업이익-P/E 밴드차트



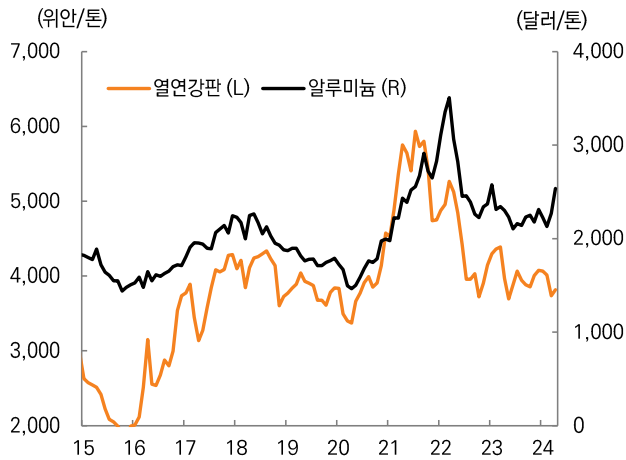
자료: Quantiwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한온시스템 ROE-P/B 밴드차트



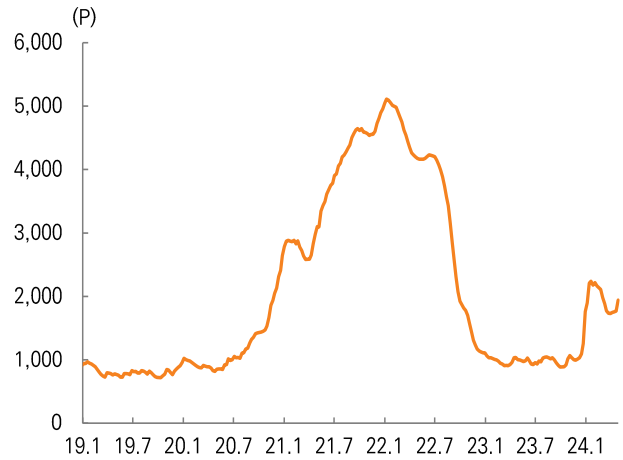
자료: Quantiwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 주요 원재료 가격 추이



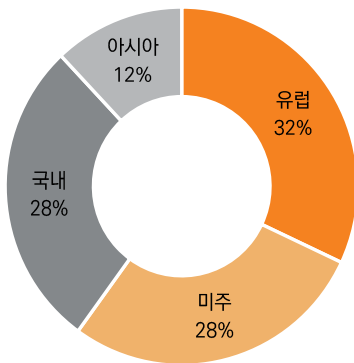
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 상하이 컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



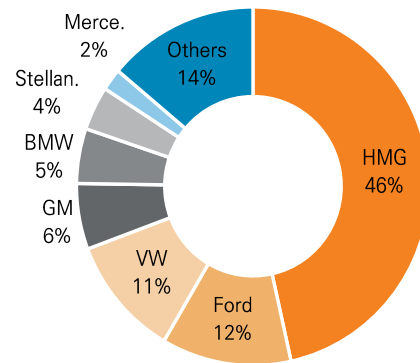
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 한온시스템 1Q 지역별 매출 비중



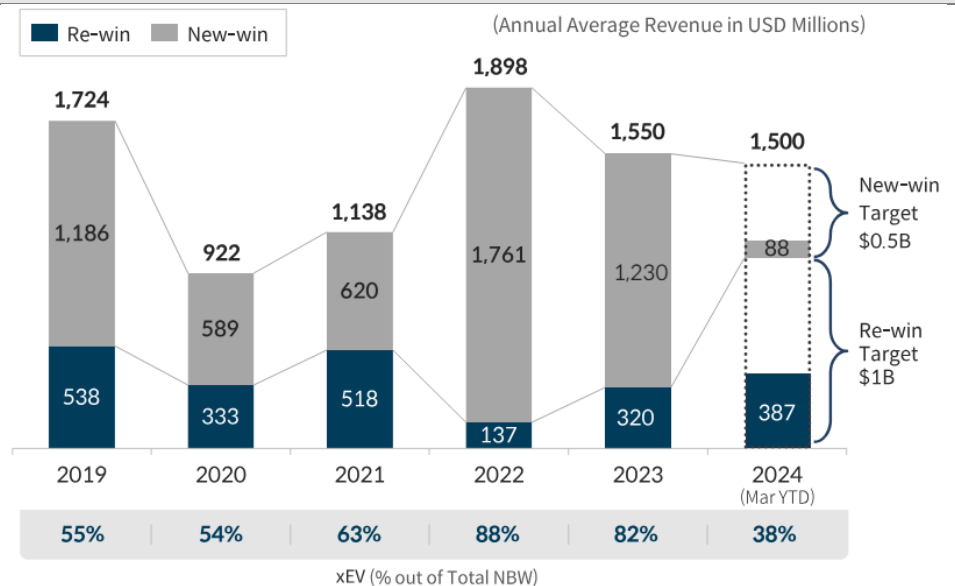
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한온시스템 1Q 고객사별 매출 비중



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한온시스템 연도별 신규 수주 현황



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,628	9,559	9,878	10,537
매출원가	7,781	8,651	8,870	9,325
매출총이익	847	908	1,008	1,212
판매비와관리비	590	631	654	719
조정영업이익	257	277	354	493
영업이익	257	277	354	493
비영업손익	-160	-132	-126	-97
금융손익	-93	-157	-149	-85
관계기업등 투자손익	9	12	15	17
세전계속사업손익	97	145	228	396
계속사업법인세비용	70	86	71	123
계속사업이익	27	59	157	273
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	27	59	157	273
지배주주	20	51	158	274
비지배주주	6	8	0	-1
총포괄이익	86	322	157	273
지배주주	84	314	153	266
비지배주주	3	8	4	8
EBITDA	814	876	971	1,077
FCF	-7	36	359	434
EBITDA 마진율 (%)	9.4	9.2	9.8	10.2
영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.6	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	0.5	1.6	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	4,195	3,697	4,322	4,291
현금 및 현금성자산	1,429	779	1,277	1,045
매출채권 및 기타채권	1,199	1,229	1,283	1,368
재고자산	972	1,140	1,190	1,269
기타유동자산	595	549	572	609
비유동자산	4,904	5,548	5,334	5,156
관계기업투자등	72	81	84	90
유형자산	2,371	2,716	2,676	2,642
무형자산	1,923	2,126	1,950	1,799
자산총계	9,099	9,244	9,656	9,448
유동부채	4,021	3,576	3,668	3,315
매입채무 및 기타채무	1,557	1,613	1,683	1,796
단기금융부채	1,994	1,476	1,476	977
기타유동부채	470	487	509	542
비유동부채	2,708	3,160	3,359	3,391
장기금융부채	2,323	2,710	2,890	2,890
기타비유동부채	385	450	469	501
부채총계	6,729	6,736	7,027	6,705
지배주주지분	2,236	2,371	2,493	2,607
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,224	2,338
비지배주주지분	134	137	136	135
자본총계	2,370	2,508	2,629	2,742

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	378	517	759	834
당기순이익	27	59	157	273
비현금수익비용가감	872	895	821	777
유형자산감가상각비	398	418	441	433
무형자산상각비	159	180	176	151
기타	315	297	204	193
영업활동으로인한자산및부채의변동	-373	-194	-15	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-218	-21	-52	-83
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-50	-79
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	239	28	57	91
법인세납부	-65	-91	-71	-123
투자활동으로 인한 현금흐름	-643	-677	-401	-402
유형자산처분(취득)	-375	-416	-400	-400
무형자산감소(증가)	-257	-317	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	6	-1	-2
기타투자활동	1	50	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	262	-480	144	-659
장단기금융부채의 증가(감소)	585	-131	180	-499
자본의 증가(감소)	-12	0	0	0
배당금의 지급	-194	-185	-36	-160
기타재무활동	-117	-164	0	0
현금의 증가	25	-651	499	-232
기초현금	1,404	1,429	779	1,277
기말현금	1,429	779	1,277	1,045

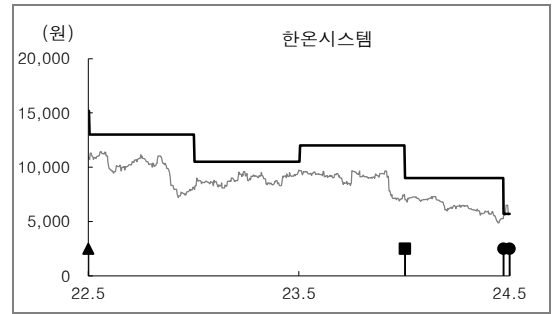
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	211.3	76.3	19.3	11.1
P/CF (x)	4.8	4.1	3.1	2.9
P/B (x)	1.9	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	9.0	8.5	6.4	5.5
EPS (원)	38	96	295	513
CFPS (원)	1,684	1,787	1,832	1,967
BPS (원)	4,191	4,445	4,672	4,886
DPS (원)	360	316	300	320
배당성향 (%)	718.4	286.4	101.9	62.5
배당수익률 (%)	4.4	4.3	5.3	5.6
매출액증가율 (%)	17.4	10.8	3.3	6.7
EBITDA증가율 (%)	-2.4	7.5	10.8	11.0
조정영업이익증가율 (%)	-21.2	8.1	27.5	39.4
EPS증가율 (%)	-93.4	149.5	209.0	73.9
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.2	8.1	8.2
재고자산 회전율 (회)	9.7	9.1	8.5	8.6
매입채무 회전율 (회)	7.1	6.8	6.6	6.6
ROA (%)	0.3	0.6	1.7	2.9
ROE (%)	0.9	2.2	6.5	10.7
ROIC (%)	1.4	2.0	4.2	6.1
부채비율 (%)	283.9	268.5	267.3	244.5
유동비율 (%)	104.3	103.4	117.8	129.5
순차입금/자기자본 (%)	121.4	135.2	116.3	101.7
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	1.5	2.0	4.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2024.04.29	중립	5,700	-	-
2023.11.10	Trading Buy	9,000	-29.05	-18.78
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(■)	

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 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.