



한온시스템

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

2023년 11월 10일

[자동차부품/타이어]

건축의 계절

정용진 연구위원

☎ 02-3772-1591

✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원

☎ 02-3772-3734

✉ minki.choi@sinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (11월 9일)

7,510 원



목표주가

9,000 원 (하향)



상승여력

19.8%

- ◆ 3Q23 OP 203억원(-67% YoY, -86% QoQ)으로 크게 부진
- ◆ 외형에서 내실로 변경된 전략 방향성
- ◆ EV 수요 둔화에 따라 xEV 부품 특화 업체인 동사에게 타격 집중



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	4,008.8십억원
발행주식수	533.8백만주
유동주식수	160.1백만주(30.0%)
52주 최고가/최저가	9,730 원/6,880 원
일평균 거래량 (60 일)	1,157,651 주
일평균 거래액 (60 일)	10,022 백만원
외국인 지분율	16.48%

주요주주

한앤코오도홀딩스	50.50%
한국타이어앤테크놀로지	19.49%

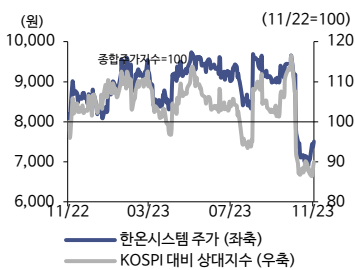
절대수익률

3개월	-11.9%
6개월	-21.8%
12개월	-8.3%

KOSPI 대비 상대수익률

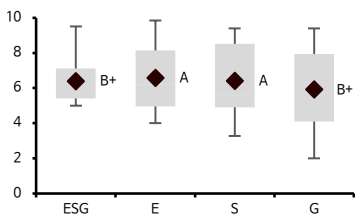
3개월	-5.4%
6개월	-19.1%
12개월	-8.4%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q23 OP 203억원(-67% YoY, -86% QoQ)으로 크게 부진

3Q23 실적은 매출 2.3조원(+6% YoY, -4% QoQ), 영업이익 203억원(-67% YoY, -86% QoQ)으로 부진했다. 시장 기대치(OP 832억원)을 76% 하회하는 실적이다. 전반적인 차량 판매 둔화와 EV 생산량 감소로 볼륨 회복 속도가 더뎠다. 지난 분기와 같은 원가 정산이 없는 구간에 UAW 파업, 운송비 부담 등 일회성 비용 요인들이 겹쳤다.

영업이익에 영향을 준 요인(YoY)별로 보면 볼륨 성장이 유일하게 +220억원 내외의 개선을 이끌었으나 원가 부담 -120억원, 인플레이션 -100억원, 감가비 상승 -100억원 등 전년 대비 소폭의 손익 감소가 있었다. 일회성 요인(YoY)별 영향은 UAW 파업 -70억원, 반도체 워런티 -100억원, 운송비 등 판관비 요인 -150억원이 작용했다. 일회성을 제외하면 약 520억원(-15% YoY, -64% QoQ) 내외의 실적이다.

외형에서 내실로 변경된 전략 방향성

EV 시장 수요가 일시적으로 둔화되면서 고객 다각화를 통해 성장하던 전략에 제동이 걸렸다. 당분간은 주요 고객군의 수요에 맞춰 탄력적으로 투자 시점을 결정하고 수익성을 회복하기 위한 활동에 집중할 계획이다. 매출 대비 Capex 비중은 향후 3년간 5%대로 예상했으나 3.3~3.5% 수준으로 계획이 조정됐다.

수익성 개선의 열쇠는 1) 운용 효율화, 2) 공급망 최적화, 3) 비용 정산으로 이뤄질 전망이다. 운용 효율화는 핵심 생산 거점에 집중하고 인력 최적화로 이미 진행 단계다. 공급망 이슈는 자연적으로 개선되고 있다. 향후 핵심은 고객사의 비용 정산 속도와 수준이다. 2Q24 전후로는 수익성 개선 활동의 결과를 확인할 수 있을 전망이다.

목표주가 9,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가를 9,000원으로 25% 하향하고, 투자의견 매수를 유지한다. EV 수요 둔화에 따라 xEV 부품 특화 업체인 동사에게 타격이 집중됐다. 수익성이 당분간 기존 예상보다 부진할 것을 반영해 목표주가를 조정했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
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	9,668.4	294.7	134.9	253	4,596	29.7	8.0	1.6	5.8	115.7
2024F	9,980.3	368.2	169.6	318	4,514	23.6	7.1	1.7	7.0	109.4
2025F	10,688.8	495.4	272.8	511	4,625	14.7	6.2	1.6	11.2	96.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 Table

(원, 배)	2023F	2024F	2025F	비고
EPS	253	318	511	
목표 PER	35.6	28.3	17.6	글로벌 전동 부품사 24F PER 10배
목표주가	9,000	9,000	9,000	글로벌 전장 부품사 24F PER 15배
현재 PER	29.7	23.6	14.7	
현재주가	7,510	7,510	7,510	
상승여력		19.8		

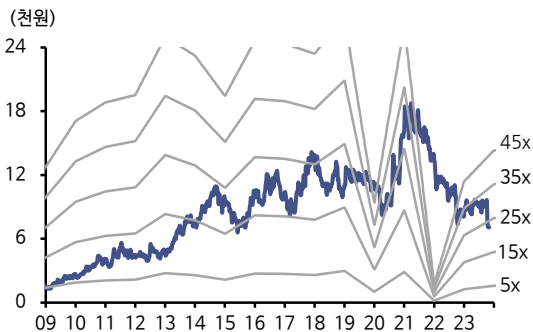
자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
현대모비스	21,120	5.9	0.5	4.2	9.1	5.6	0.5	3.6	8.9
한온시스템	4,009	15.5	1.7	7.1	11.3	13.0	1.6	6.3	12.8
현대위아	1,449	13.1	0.4	4.1	3.3	6.6	0.4	3.8	6.3
HL만도	1,604	8.7	0.7	4.6	8.4	6.2	0.6	4.1	10.7
S&T모티브	638	5.5	0.7	1.2	12.2	6.1	0.6	1.2	10.2
콘티넨탈 (독일)	17,853	8.6	0.9	4.1	10.7	7.0	0.8	3.7	11.8
마그나 (캐나다)	19,477	9.5	1.3	5.4	13.6	7.7	1.2	4.6	15.9
도요타 인더 (일본)	33,308	19.3	0.9	17.1	4.9	16.1	0.8	13.6	5.6
아이신 (일본)	13,570	19.1	0.8	6.1	4.6	9.8	0.8	4.6	8.3
보그워너 (미국)	9,987	8.4	1.3	5.3	12.8	7.5	1.0	5.0	14.7
니텍 (일본)	29,741	41.3	2.5	16.7	7.0	18.2	2.2	11.2	12.7
덴소 (일본)	64,245	21.9	1.6	9.7	7.4	14.4	1.5	7.6	10.6
존슨콘 (미국)	45,216	14.3	2.0	10.7	14.0	12.9	1.9	9.9	15.2
애플티브 (미국)	27,468	15.6	1.9	9.3	13.3	12.5	1.7	7.8	15.3
코이토 (일본)	6,547	23.1	1.2	5.6	5.4	15.2	1.1	4.7	7.6

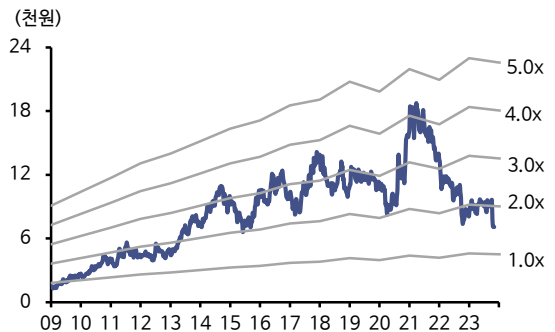
자료: Bloomberg, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	2,327	2,196	6.0	2,429	(4.2)	2,330	2,352
영업이익	20	62	(67.2)	143	(85.9)	70	83
세전이익	(27)	26	적자전환	135	적자전환	39	67
순이익	(45)	17	적자전환	107	적자전환	29	55
영업이익률	0.9	2.8		5.9		3.0	3.5
순이익률	(1.9)	0.8		4.4		1.2	2.4

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	9,647	10,005	10,848	9,668	9,980	10,689	0.2	(0.2)	(1.5)
영업이익	418	548	624	295	368	495	(29.5)	(32.8)	(20.6)
세전이익	354	426	508	215	244	378	(39.4)	(42.6)	(25.5)
순이익	264	309	345	135	170	273	(48.9)	(45.1)	(20.9)
영업이익률	4.3	5.5	5.8	3.0	3.7	4.6			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
평균 환율 원/달러	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,316	1,313	1,350	1,290	1,314	1,280	1,250
원/유로	1,353	1,342	1,348	1,387	1,369	1,432	1,429	1,431	1,358	1,415	1,421	1,425
매출액	1,980	2,107	2,196	2,345	2,340	2,429	2,327	2,572	8,628	9,668	9,980	10,689
아시아	864	902	948	1,015	1,068	1,214	928	1,054	3,729	4,264	4,199	4,464
미주	440	491	538	509	532	547	573	663	1,977	2,315	2,459	2,701
유럽	677	714	709	821	748	825	828	854	2,922	3,255	3,322	3,523
EFP	318	379	384	376	427	532	517	617	1,456	2,093	2,309	2,566
친환경 매출	475	485	527	627	585	656	688	971	2,114	2,901	3,393	4,062
구 한온	356	370	388	423	538	575	507	547	1,537	1,719	1,924	2,044
EFP	111	133	134	131	150	186	181	216	510	548	601	648
매출액 증가율 YoY	5.9	13.8	28.8	21.8	18.2	15.3	6.0	9.6	17.4	12.1	3.2	7.1
QoQ	2.8	6.4	4.2	6.8	(0.2)	3.8	(4.2)	10.5				
영업이익	30	60	62	104	60	143	20	71	257	295	368	495
영업이익률	1.5	2.9	2.8	4.4	2.6	5.9	0.9	2.8	3.0	3.0	3.7	4.6
영업이익 증가율 YoY	(67.6)	(40.2)	(12.5)	71.7	97.7	138.8	(67.2)	(32.2)	(21.2)	14.9	24.9	34.5
QoQ	(49.8)	97.2	2.8	68.9	(42.3)	138.2	(85.9)	248.8				
세전이익	30	15	26	27	67	135	(27)	39	97	215	244	378
순이익	20	14	17	(30)	44	107	(45)	29	20	135	170	273

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

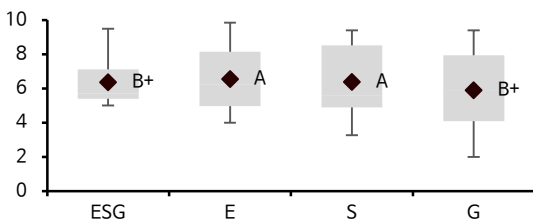
ESG Insight

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

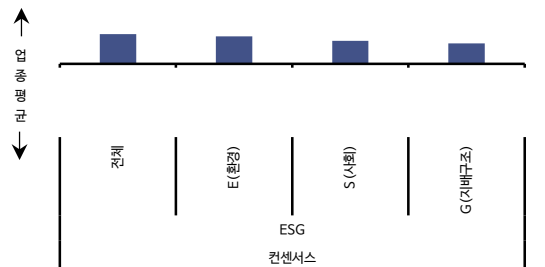
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

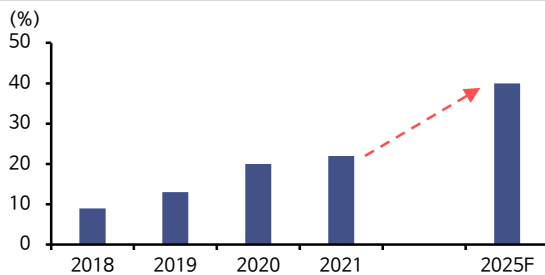
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

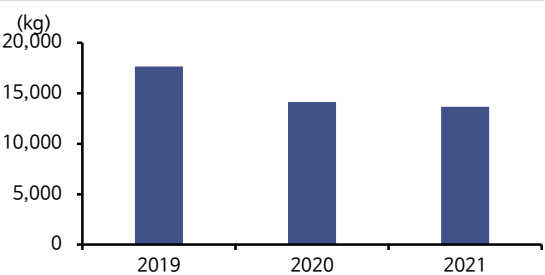
Key Chart

한온시스템 친환경차 관련 매출 추이



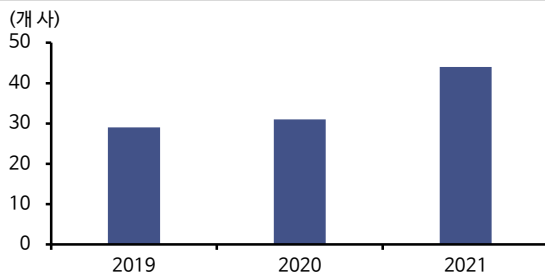
자료: 한온시스템, 신한투자증권

한온시스템 대기오염물질 배출량 추이(국내 기준)



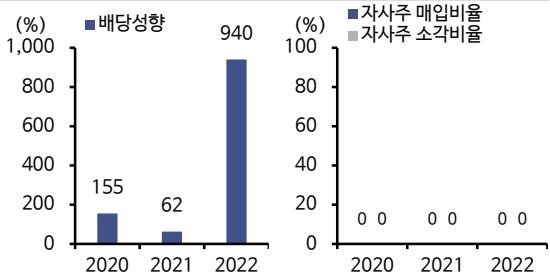
자료: 한온시스템, 신한투자증권

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	9,282.0	9,246.2	9,468.7
유동자산	3,551.7	4,194.8	4,045.2	4,267.2	4,710.5
현금및현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,027.2	1,240.1	1,499.2
매출채권	882.7	1,136.1	1,245.7	1,249.4	1,325.6
재고자산	810.1	971.9	1,065.7	1,068.9	1,134.1
비유동자산	4,682.0	4,904.0	5,236.8	4,979.0	4,758.2
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,613.8	2,521.1	2,445.8
무형자산	1,790.2	1,923.1	1,977.4	1,812.0	1,660.5
투자자산	145.8	100.9	104.5	104.8	110.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,690.6	6,698.7	6,861.8
유동부채	2,813.5	4,021.1	3,708.6	3,715.4	3,852.6
단기차입금	831.9	1,455.2	613.6	613.6	613.6
매출채무	946.0	1,231.1	1,349.9	1,354.0	1,436.5
유동성장기부채	335.4	519.6	851.2	851.2	851.2
비유동부채	2,943.6	2,707.8	2,982.0	2,983.3	3,009.1
사채	1,706.0	1,546.6	1,516.2	1,516.2	1,516.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	852.2	776.1	1,043.4	1,043.4	1,043.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,591.4	2,547.5	2,606.9
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	(11.0)	(9.8)	(8.6)	(8.6)	(8.6)
기타자본	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
기타포괄이익누계액	(66.4)	(50.0)	226.6	226.6	226.6
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,183.0	2,139.1	2,198.5
지배주주지분	2,343.3	2,236.0	2,453.3	2,409.4	2,468.8
비지배주주지분	133.4	133.9	138.1	138.1	138.1
*충차입금	3,731.8	4,316.8	4,045.7	4,045.8	4,047.1
*순차입금(순현금)	2,307.0	2,856.3	2,998.6	2,785.8	2,527.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	636.3	378.3	667.7	770.5	830.7
당기순이익	310.7	26.7	142.6	169.6	272.8
유형자산상각비	374.7	398.4	428.9	442.0	428.0
무형자산상각비	133.9	159.5	174.3	165.4	151.5
외환환산손실(이익)	(13.1)	(6.6)	(90.6)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.8	0.6	(5.9)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.4)	(8.9)	(4.3)	0.0	0.0
운전자본변동	(189.5)	(373.1)	(51.3)	(6.4)	(21.6)
(법인세납부)	(58.3)	(64.9)	(63.1)	(74.8)	(105.6)
기타	80.5	246.6	137.1	74.7	105.6
투자활동으로인한현금흐름	(557.3)	(643.3)	(488.9)	(349.6)	(359.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(387.7)	(385.1)	(381.4)	(349.3)	(352.7)
유형자산의감소	4.2	10.2	25.1	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(215.9)	(256.6)	(149.2)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.3	(9.9)	(19.1)	(0.3)	(6.0)
기타	39.8	(1.9)	35.7	(0.0)	(0.8)
FCF	253.4	(1.3)	346.8	511.1	534.6
재무활동으로인한현금흐름	(24.2)	262.0	(596.0)	(208.1)	(212.2)
차입금의 증가(감소)	234.8	523.0	(359.8)	0.1	1.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(209.8)	(194.2)	(192.1)	(208.1)	(213.5)
기타	(49.2)	(66.8)	(44.1)	(0.1)	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	15.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	78.4	25.4	(401.9)	212.8	259.1
기초현금	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,027.3	1,240.1
기말현금	1,403.8	1,429.1	1,027.3	1,240.1	1,499.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

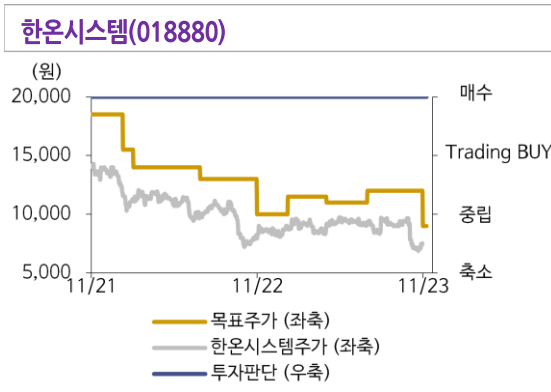
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,668.4	9,980.3	10,688.8
증감률 (%)	7.0	17.4	12.1	3.2	7.1
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,748.6	8,978.1	9,522.6
매출총이익	849.0	847.1	919.8	1,002.2	1,166.2
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	9.5	10.0	10.9
판매관리비	523.2	590.5	625.0	634.0	670.8
영업이익	325.8	256.6	294.7	368.2	495.4
증감률 (%)	3.2	(21.2)	14.9	24.9	34.5
영업이익률 (%)	4.4	3.0	3.0	3.7	4.6
영업외손익	28.9	(159.4)	(80.2)	(123.8)	(116.9)
금융손익	(8.2)	(103.5)	(81.2)	(137.4)	(130.9)
기타영업외손익	31.7	(64.8)	3.8	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	5.4	8.9	(2.9)	13.6	14.0
세전계속사업이익	354.6	97.2	214.5	244.4	378.4
법인세비용	43.9	70.4	71.9	74.8	105.6
계속사업이익	310.7	26.7	142.6	169.6	272.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	310.7	26.7	142.6	169.6	272.8
증감률 (%)	173.9	(91.4)	433.2	18.9	60.9
순이익률 (%)	4.2	0.3	1.5	1.7	2.6
(지배주주)당기순이익	308.5	20.4	134.9	169.6	272.8
(비지배주주)당기순이익	2.2	6.3	7.7	0.0	0.0
총포괄이익	447.1	86.2	416.4	169.6	272.8
(지배주주)총포괄이익	431.9	83.7	411.2	170.8	274.8
(비지배주주)총포괄이익	15.2	2.5	5.2	(1.2)	(1.9)
EBITDA	834.3	814.5	898.0	975.6	1,074.9
증감률 (%)	6.4	(2.4)	10.3	8.6	10.2
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.4	9.3	9.8	10.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	582	50	267	318	511
EPS (지배순이익, 원)	578	38	253	318	511
BPS (자본총계, 원)	4,640	4,440	4,855	4,772	4,884
BPS (지배지분, 원)	4,390	4,189	4,596	4,514	4,625
DPS (원)	360	360	360	400	400
PER (당기순이익, 배)	23.1	161.5	28.1	23.6	14.7
PER (지배순이익, 배)	23.3	211.3	29.7	23.6	14.7
PBR (자본총계, 배)	2.9	1.8	1.5	1.6	1.5
PBR (지배지분, 배)	3.1	1.9	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA (배)	11.5	9.0	8.0	7.1	6.2
배당성향 (%)	62.3	940.0	142.4	125.9	78.2
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.8	5.3	5.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.4	9.3	9.8	10.1
영업이익률 (%)	4.4	3.0	3.0	3.7	4.6
순이익률 (%)	4.2	0.3	1.5	1.7	2.6
ROA (%)	3.9	0.3	1.6	1.8	2.9
ROE (지배순이익, %)	13.8	0.9	5.8	7.0	11.2
ROIC (%)	6.3	2.3	4.8	4.9	7.4
안정성					
부채비율 (%)	232.5	283.9	258.2	262.9	263.2
순차입금비율 (%)	93.1	120.5	115.7	109.4	96.9
현금비율 (%)	49.9	35.5	27.7	33.4	38.9
이자보상배율 (배)	3.8	2.4	1.7	2.2	3.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.8	14.1	12.6	12.4	12.8
재고자산회수기간 (일)	35.8	37.7	38.5	39.0	37.6
매출채권회수기간 (일)	49.2	42.7	45.0	45.6	44.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 10일	매수	19,500	(13.0)	(3.8)
2021년 08월 11일	매수	6개월경과	(20.2)	(15.4)
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	-	-

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 (2023년 11월 08일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------