



# 한온시스템 (018880)

[3Q24 Review] xEV 믹스와 재무 건전성 개선 효과 가시화

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 5,600원

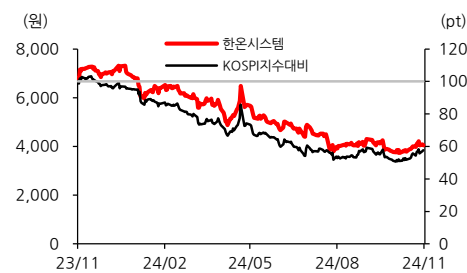
현재 주가(11/13)	4,040원
상승여력	▲38.6%
시가총액	21,566억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	7,310 / 3,740원
90 일 일평균 거래대금	66.12억원
외국인 지분율	8.3%
주주 구성	
한앤코오호홀딩스 (외 2 인)	70.0%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.2	3.3	-28.7	-40.6
상대수익률(KOSPI)	14.1	11.1	-17.4	-41.1

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,559	9,999	10,585	11,092
영업이익	277	310	380	458
EBITDA	876	951	1,018	1,089
지배주주순이익	51	0	141	155
EPS	96	1	208	228
순차입금	3,391	3,370	3,442	3,504
PER	76.3	5,883.3	19.4	17.7
PBR	1.6	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.3	5.8	5.5	5.2
배당수익률	4.4	7.4	7.4	7.4
ROE	2.2	0.0	5.2	5.7

## 주가 추이



영업이익 컨센서스 상회, 순이익은 외화환산손실 영향으로 컨센 하회  
3Q 동사 매출액은 2,530억(+8.2% 이하 YoY) 기록하며 시장 컨센서스에 부합. 글로벌 수요 둔화에 따른 생산량 감소(-2%) 존재했으나, 긍정적 환율 효과(+3%)와 전동화 비중 증가 및 고객사 리커버리 등 단가 상승 효과(+6.8%)를 통해 매출 성장 지속. 지역별 매출은 마주 지역 매출 증가(20.8%, +3.2%p)가 3Q 동사 매출 성장에 기여. 3Q 영업이익은 전반적인 생산량 감소 영향 존재했으나, 4Q 종결 예상했던 고객사 단가 보상 협약이 3Q에 조기 마무리된 부분과 경영 효율화에 따른 비용 절감 효과로 937억원(+391.1%) 기록하며 컨센서스를 크게 상회. OPM 3.7%(+2.9%p), EBITDA 마진은 10.2%(+2.8%p) 기록. 다만, 3Q 기말환율 하락(1,319원/\$)에 따른 운전자본 환산 손실(540억원) 영향 등으로 지배주주 당기순손실 216억원 발생

## '25년 xEV 중심 믹스 개선 가시화

동사 3Q24 매출의 26%는 HEV 포함한 전동화(xEV) 부품 매출. ICE 대비 단가/수익성 높은 xEV 비중 증가에 따라 향후 믹스 개선 효과 기대 가능. xEV 성장세가 양호한 북미 중심으로 xEV 물량 공급을 확대 중인 현대차그룹/GM향 매출 증가에 기인. 유럽의 경우 올해 경기 둔화 및 주요국의 전기차 보조금 축소에 따른 BEV 성장이 계획 대비 부진했으나, '25년 배출가스 규제 시행에 따른 전동화 차량 수요 증가 및 메르세데스-벤츠(MMA), BMW(Neue Klasse) 등 유럽 주요 OEM의 신규 플랫폼에 탑재될 기수주 물량에 대한 '25년 점진적 공급 확대 및 매출 인식에 따라 동사의 xEV 부품 매출 비중은 지속 증가할 것으로 전망하며 xEV 중심 믹스 개선에 따른 매출 증가 및 수익성 개선 효과도 가시화될 것으로 예상.

다만, 3Q24 기준 신규 수주 실적이 계획 대비 50% 미만인 점과 기존 수주 대비 내연기관 관련 수주 비중이 높은 부분에 대한 고려 필요. 2024년 수주에서 내연기관 비중 52%로서 차종당 ASP가 높은 전동화 수주가 둔화되고 있는 부분은 향후 개선 여부 확인 필요.

## 재무 건전성 개선 확인을 통한 점진적 밸류에이션 정상화 기대

대주주 변경에 따라 연 내 유상증자(6,000억원)를 통한 부채 상환 및 이자비용 감소(연간 약 330억원, 이자율 5.5% 기준) 효과 가시화 기대. 또한, 차입금 규모 축소 및 한국타이어에 준하는 신용등급 개선에 따른 차환 금리 하락에 따른 점진적인 재무 건전성 개선 전망. 대규모 CAPEX/감가상각비 증가분 증가 폭이 둔화되는 점 또한 수익성 개선 요소. 재무 건전성 통한 수익성 개선 확인 시 점진적 de-rating 우려가 해소될 것.

[표1] 한온시스템 3Q24 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,311	2,560	2,500	2,451	2,438	8.2	-2.3	2.0	2.5
영업이익	19.1	71.6	93.7	71.9	73.5	391.1	30.9	30.4	27.5
세전이익	-26.9	-32.8	-8.8	3.3	26.9	-67.3	-73.2	-367.8	-132.7
지배주주 순이익	-45.4	-34.1	-21.6	2.3	21.9	-52.4	-36.7	-1032.8	-198.7
영업이익률	0.8	2.8	3.7	2.9	3.0	2.9	1.0	0.8	0.7
순이익률(지배주주)	-2.0	-1.3	-0.9	0.1	0.9	1.1	0.5	-1.0	-1.8

자료: 한온시스템, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340	2,429	2,311	2,463	2,405	2,560	2,500	2,535	9,543	9,999	10,619
% YoY	18.2	15.3	5.3	5.0	2.7	5.4	8.2	2.9	10.6	4.8	6.2
유럽	784	787	723	744	767	773	755	753	3,038	3,048	3,315
% YoY	27.3	24.1	13.2	5.3	-2.2	-1.8	4.4	1.3	17.1	0.3	8.7
미주	608	649	636	625	666	740	767	685	2,518	2,858	3,151
% YoY	21.0	15.3	3.0	6.7	9.5	14.1	20.8	9.5	11.0	13.5	10.2
한국	662	658	599	685	664	737	635	726	2,604	2,762	2,843
% YoY	18.2	8.1	7.3	6.1	0.2	12.0	6.1	6.0	9.8	6.1	3.0
중국	124	155	169	199	132	143	142	160	648	578	540
% YoY	-23.6	8.5	-16.5	3.7	6.6	-7.8	-15.5	-20.0	-7.5	-10.8	-6.4
기타	161	180	185	209	176	166	200	212	735	753	770
% YoY	16.5	13.8	2.7	-3.0	8.7	-7.4	8.2	1.1	6.2	2.5	2.2
매출총이익	214.2	283.7	187.0	221.1	220.1	232.8	250.9	241.7	906	945	1,088
% YoY	19.9	41.5	-8.4	-16.2	2.7	-17.9	34.1	9.3	7.0	4.3	15.1
영업이익	60	143	19	53	65	72	94	79	276	310	414
% YoY	97.7	138.8	-69.1	-48.9	8.5	-50.1	391.1	48.1	7.6	12.1	33.7
세전이익	67	135	-27	-30	21	-33	-9	73	145	52	248
% YoY	122.6	827.6	적전	적전	-68.8	적전	적지	흑전	48.8	-64.1	378.9
지배주주순이익	44	107	-45	-55	8	-34	-22	48	51	0	163
% YoY	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	적전	적지	흑전	149.5	-99.3	48,762.1
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	9.1	10.0	9.5	9.5	9.5	10.2
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.7	2.8	3.7	3.1	2.9	3.1	3.9
NPM	1.9	4.4	-2.0	-2.2	0.3	-1.3	-0.9	1.9	0.5	0.0	1.5

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

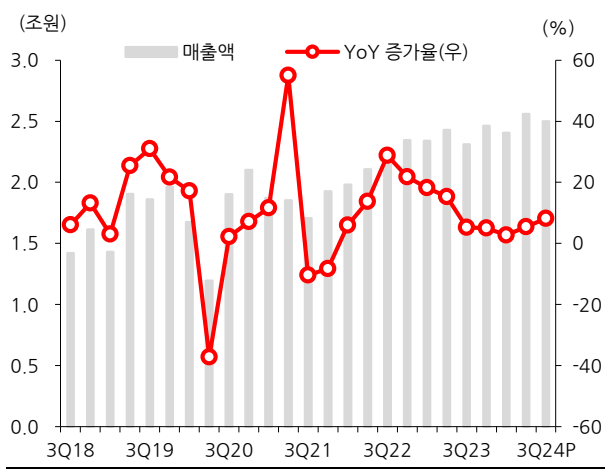
[표3] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

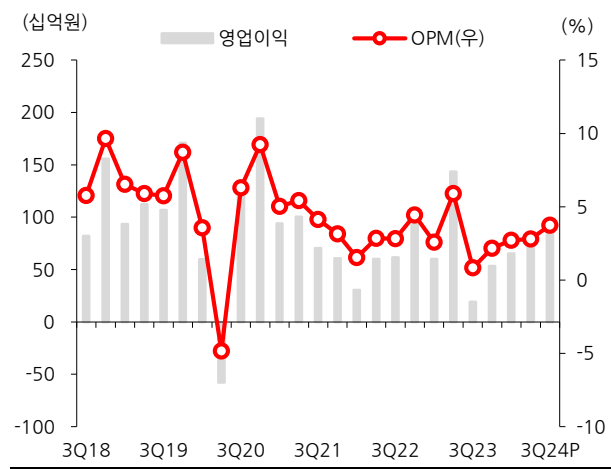
구분	종전	변동	변동률	설명
매출액(FY1)	9,950	9,999	0.5	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	288	310	7.5	- 3Q24 실적 반영
EPS(FY1)	26	1	-96.2	지배주주순이익, 보통주 기준
EPS(12M FWD)	103	169	64.1	(단위: 원)
BPS(FY1)	4,046	4,046	0.0	- 3Q 기준 영업외비용(이자비용,
BPS(12M FWD)	3,978	4,016	1.0	외환환산손실 등) 추정치 조정

자료: 한화투자증권 리서치센터

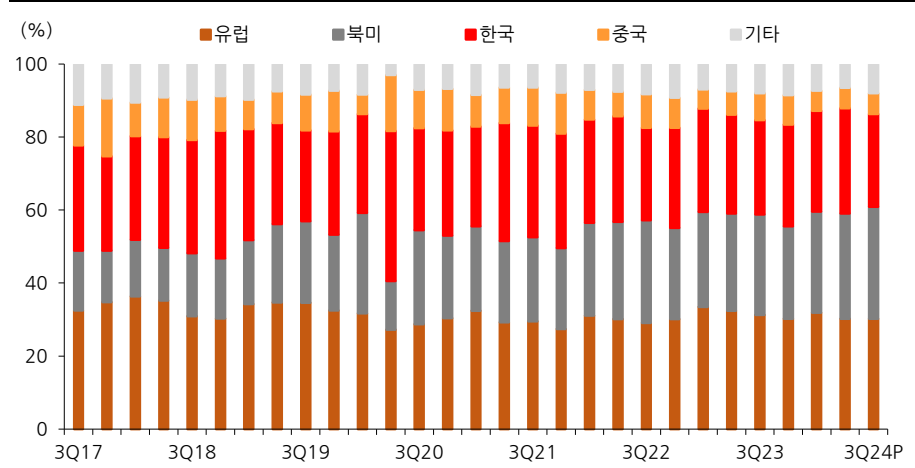
[그림1] 한온시스템 매출액 추이 및 전망



[그림2] 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



[그림3] 한온시스템 지역 매출 비중

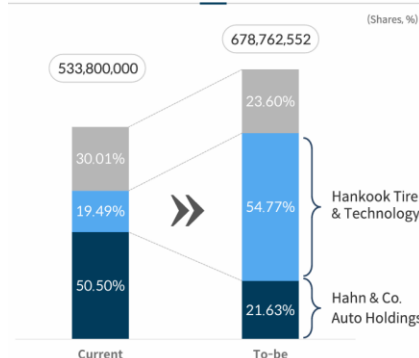


[그림4] 대주주(한국타이어앤테크놀로지) 변경에 따른 한온시스템 지분구조 변경

### Hankook Tire to Become the Largest Shareholder

HANON SYSTEMS

#### Changes in Shareholding Structure



#### SPA (October 31) and Capital Increase

- Hahn & Co. Auto Holdings entered into an SPA on October 31 with Hankook Tire & Technology
  - Number of shares: 122,774,000 common shares
  - Price: 10,000 KRW/share
- Hankook Tire & Technology to acquire 144,962,552 of new shares at 4,139 KRW/share via third-party allotment to improve balance sheet and ensure financial stability for future growth
- Hankook Tire & Technology to become the largest shareholder with 54.77% of ownership as the result of the transactions
- Post-Merger Integration preparation is in progress, and the transactions are expected to be completed within a few months

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,628	9,559	9,999	10,585	11,092
매출총이익	847	908	945	1,054	1,151
영업이익	257	277	310	380	458
EBITDA	814	876	951	1,018	1,089
순이자손익	-93	-157	-223	-202	-225
외화관련손익	34	64	49	107	82
지분법손익	9	12	11	10	3
세전계속사업손익	97	145	52	214	235
당기순이익	27	59	12	156	171
지배주주순이익	20	51	0	141	155
증가율(%)					
매출액	58.2	10.8	4.6	5.9	4.8
영업이익	-30.7	8.1	11.6	22.7	20.6
EBITDA	52.0	7.5	8.6	7.0	6.9
순이익	-90.8	120.2	-78.9	1,154.5	9.8
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	9.5	9.5	10.0	10.4
영업이익률	3.0	2.9	3.1	3.6	4.1
EBITDA 이익률	9.4	9.2	9.5	9.6	9.8
세전이익률	1.1	1.5	0.5	2.0	2.1
순이익률	0.3	0.6	0.1	1.5	1.5

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	378	517	543	769	828
당기순이익	27	59	12	156	171
자산상각비	558	598	641	638	631
운전자본증감	-373	-194	185	-86	-50
매출채권 감소(증가)	-218	-21	93	-106	-66
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-17	-55	-90
매입채무 증가(감소)	239	28	39	132	120
투자현금흐름	-643	-677	-898	-638	-686
유형자산처분(취득)	-375	-416	-372	-278	-303
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-347	-351	-352
투자자산 감소(증가)	-12	24	2	2	1
재무현금흐름	262	-480	1,185	-385	-376
차입금의 증가(감소)	456	-295	627	-184	-172
자본의 증가(감소)	-194	-324	558	-200	-204
배당금의 지급	-194	-324	-36	-204	-204
총현금흐름	899	954	358	854	878
(-)운전자본증가(감소)	228	75	56	86	50
(-)설비투자	385	481	373	278	303
(+)자산매각	-246	-252	-346	-351	-352
Free Cash Flow	40	146	-417	140	173
(-)기타투자	146	87	-60	11	31
잉여현금	-106	59	-357	129	142
NOPLAT	71	113	74	276	333
(+) Dep	558	598	641	638	631
(-)운전자본투자	228	75	56	86	50
(-)Capex	385	481	373	278	303
OpFCF	16	156	286	551	610

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,195	3,697	4,677	4,696	4,713
현금성자산	1,441	795	1,622	1,366	1,132
매출채권	1,262	1,288	1,338	1,444	1,510
재고자산	972	1,140	1,195	1,250	1,340
비유동자산	4,904	5,548	5,943	5,955	6,014
투자자산	609	705	887	908	942
유형자산	2,371	2,716	2,694	2,552	2,455
무형자산	1,923	2,126	2,362	2,495	2,617
자산총계	9,099	9,244	10,620	10,651	10,727
유동부채	4,021	3,576	4,403	4,452	4,396
매입채무	1,850	1,906	1,945	2,077	2,197
유동성이자부채	1,994	1,476	2,205	2,066	1,808
비유동부채	2,708	3,160	3,330	3,336	3,477
비유동이자부채	2,323	2,710	2,787	2,742	2,828
부채총계	6,729	6,736	7,732	7,788	7,873
자본금	53	53	68	68	68
자본잉여금	-23	-23	562	562	562
이익잉여금	2,243	2,103	2,072	2,009	1,960
자본조정	-38	238	44	82	121
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,370	2,508	2,888	2,863	2,854

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	38	96	1	208	228
BPS	4,189	4,443	4,046	4,009	3,996
DPS	360	320	300	300	300
CFPS	1,684	1,787	661	1,258	1,294
ROA(%)	0.2	0.6	0.0	1.3	1.4
ROE(%)	0.9	2.2	0.0	5.2	5.7
ROIC(%)	1.4	2.1	1.2	4.4	5.3
Multiples(x, %)					
PER	211.3	76.3	5,883.3	19.4	17.7
PBR	1.9	1.6	1.0	1.0	1.0
PSR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.2
PCR	4.8	4.1	6.1	3.2	3.1
EV/EBITDA	8.8	8.3	5.8	5.5	5.2
배당수익률	4.4	4.4	7.4	7.4	7.4
안정성(%)					
부채비율	283.9	268.5	267.7	272.1	275.9
Net debt/Equity	121.4	135.2	116.7	120.2	122.8
Net debt/EBITDA	353.1	387.2	354.4	338.1	321.8
유동비율	104.3	103.4	106.2	105.5	107.2
이자보상배율(배)	2.4	1.5	1.2	1.6	2.0
자산구조(%)					
투자자본	71.6	79.5	71.1	73.3	75.2
현금+투자자산	28.4	20.5	28.9	26.7	24.8
자본구조(%)					
차입금	64.6	62.5	63.4	62.7	61.9
자기자본	35.4	37.5	36.6	37.3	38.1

[ Compliance Notice ]

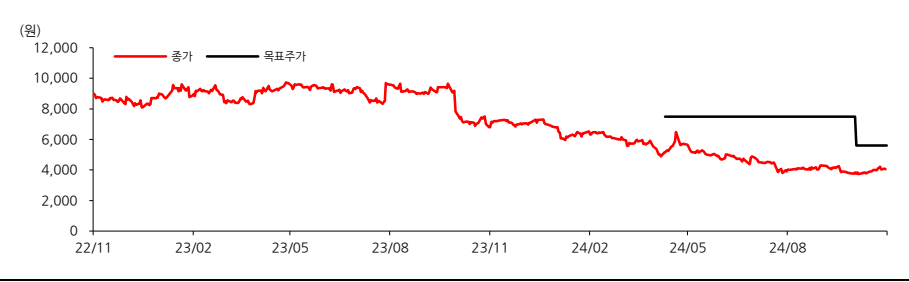
(공표일: 2024년 11월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한온시스템 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	7,500	7,500	7,500	7,500
일시	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16	2024.11.14		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	7,500	7,500	5,600	5,600		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500	-38.64	-13.47
2024.10.16	Buy	5,600		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%