

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

7,200

하향

현재주가

6,320

(24.02.14)

자동차업종

반등을 기대하며

- 주가 하락 지속에 따른 단기 반등 가능성은 존재
- 다만, 1) 고정비 부담 지속, 2) 연간배당 전환된 점 감안 시, 모멘텀 제한
- HMG 메타플랜트/벤츠 MMA 플랫폼 매출 인식에 따른 회수기 도래 예상

투자의견 Marketperform, 적정주가 7,200원 -10% 하향

목표주가는 2024~25년 평균 EPS 452원에 Target PER 16배 (2016~19년 5개년 평균 PER 35% 할인, 역사적 평균 수준) 적용, 실적 추정 하향과 EPS 적용 기간 변경으로 TP -10% 하향 조정, 2/14일 종가(6,320원) 대비 Upside +14%로 단기 반등 가능성 존재. 다만, 1) 고정비 부담(감가/이자비) 지속되고 있고, 2) 2024년 분기 => 연간배당 전환된 점 감안 시, 주가 모멘텀 제한. 중장기 접근 필요하다는 기존 판단 유지. 이에 투자의견 Marketperform 유지

4Q23 매출 2.5조(YoY +5%), OP 533억(-49%), OPM 2.2% 시현

OP 컨센서스(585억)/당사 추정(594억) 대비 약 -10% 하회. UAW 파업 등 4Q23 일회성 비용(-140억원) 감안 시, 실질 OP 673억(OPM 2.7%) 수준. 2H23 1) 글로벌 BEV 수요 둔화, 2) 미국 UAW 파업 영향으로 실적 개선 제한. 영업외 손익에 있어 이자비(-470억), 환손실(-170억) 반영되며 4Q23 -546억원 당기순 손실 기록. 이로써 2023년 연간 매출 9.6조(+11%), OP 2,773억(OPM 2.9%), NP 509억(NPM 0.5%) 기록

2024년 매출 9.8조(+3%), OP 3,973억(+43%), OPM 4.0% 예상

2024년 1) 낮은 기저, 2) 기수주 성과 감안 시, 3) 수익성 개선 플랜(운영/공급망 최적화 및 Repricing) 봤을 때, YoY +43% 증익 전망. 하지만, 감가비 등 고정비 부담 지속으로 연간 OPM 4%대에 불과할 것으로 예상. 2H24 HMG 메타플랜트 => 2025년 벤츠/BMW BEV향 매출 인식되며 투자회수기 도래할 것으로 예상. 이에 중장기 관점에서 접근할 필요

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,345	2,327	2,427	2,463	5.0	5.8	2,425	2,398	2.5	-2.6
영업이익	104	20	59	53	-48.9	162.7	59	88	45.9	64.9
순이익	-30	-45	10	-55	적지	적지	23	37	15.9	흑전

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

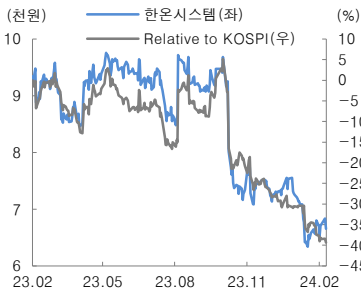
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,559	9,848	10,493
영업이익	326	257	277	397	564
세전순이익	355	97	145	246	409
총당기순이익	311	27	59	188	313
지배지분순이익	309	20	51	182	301
EPS	578	38	95	340	565
PER	23.3	211.3	76.4	20.1	12.1
BPS	4,390	4,189	3,947	3,989	4,251
PBR	3.1	1.9	1.6	1.6	1.5
ROE	13.8	0.9	2.3	8.6	13.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

KOSPI	2620.42
시가총액	3,374십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	9,730원 / 5,970원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	15.99%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%
	한국타이어엔테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-6.9	-34.1	-29.5
상대수익률	-10.3	-13.6	-35.3	-33.7



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,524	9,873	9,559	9,848	0.4	-0.3
판매비와 관리비	621	686	631	680	1.7	-0.9
영업이익	283	394	277	397	-2.2	0.8
영업이익률	3.0	4.0	2.9	4.0	-0.1	0.0
영업외손익	-127	-145	-133	-151	적자유지	적자유지
세전순이익	157	249	145	246	-7.6	-1.1
지배지분순이익	115	183	51	182	-55.8	-1.1
순이익률	1.3	1.9	0.6	1.9	-0.6	0.0
EPS(지배지분순이익)	216	344	95	340	-55.8	-1.1

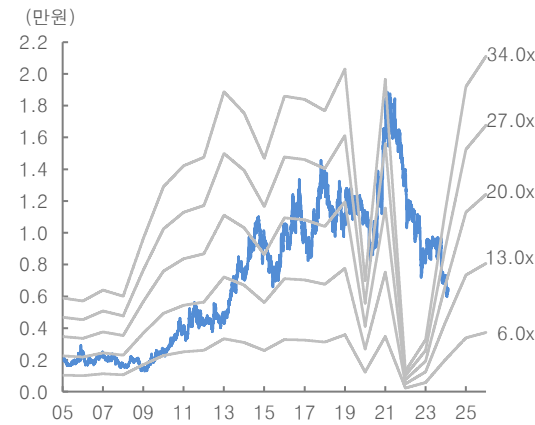
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한온시스템 목표주가 산출

비고		
'23년 EPS	95.4 원	
'24년 EPS	340.0 원	
'25년 EPS	564.6 원	
2024~25년 평균 EPS	452.3 원	
Target PER	16.0 배	2016~19년 5개년 평균 PER에 35% 할인, 역사적 중하단 수준
목표주가	7,200.0 원	
현재주가	6,320.0 원	2024.02.14 종가 기준
상승여력	13.9 %	

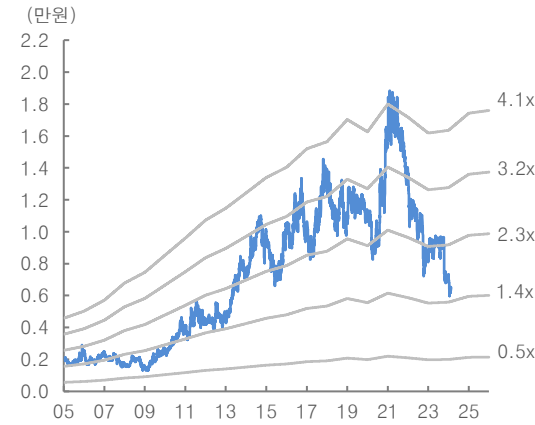
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

표 1. 한온시스템 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023P	2024E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,462.5	2,398.2	2,514.7	2,411.4	2,523.8	8,627.8	9,559.4	9,848.1
YoY	18.2%	15.3%	6.0%	5.0%	2.5%	3.5%	3.6%	2.5%	17.4%	10.8%	3.0%
QoQ	-0.2%	3.8%	-4.2%	5.8%	-2.6%	4.9%	-4.1%	4.7%			
HMG	1,123.4	1,166.0	1,046.2	1,157.4	1,136.6	1,213.9	1,061.4	1,194.7	4,055.0	4,492.9	4,606.6
Ford	280.8	291.5	279.3	295.5	297.0	298.8	288.4	302.9	1,035.3	1,147.1	1,187.2
VW	234.0	242.9	232.7	246.3	247.1	257.7	245.7	260.0	690.2	955.9	1,010.4
GM	140.4	145.7	210.6	172.4	151.8	152.7	220.7	179.3	603.9	669.2	704.5
FCA	93.6	97.2	93.1	98.5	98.4	102.1	97.8	103.5	345.1	382.4	401.7
Daimler	70.2	72.9	69.8	15.0	77.2	80.2	80.6	74.3	258.8	227.9	312.3
BMW	93.6	97.2	93.1	98.5	98.3	102.1	97.8	103.5	345.1	382.4	401.7
영업이익	60.2	143.5	20.3	53.3	87.9	102.0	102.4	105.0	256.7	277.3	397.3
OPM	2.6%	5.9%	0.9%	2.2%	3.7%	4.1%	4.2%	4.2%	3.0%	2.9%	4.0%
YoY	97.4%	138.8%	-67.2%	-48.9%	46.0%	-28.9%	404.3%	97.1%	-21.2%	8.0%	43.3%
QoQ	-42.3%	138.4%	-85.9%	162.5%	64.9%	16.1%	0.3%	2.6%			
당기순이익	45.2	110.6	-42.4	-54.6	38.3	49.2	49.4	51.5	26.8	58.8	188.4
지배순이익	43.9	107.2	-45.4	-54.8	36.9	47.4	47.6	49.6	20.5	50.9	181.5
NPM	1.9%	4.4%	-2.0%	-2.2%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	0.2%	0.5%	1.8%
YoY	122.8%	665.7%	적전	적지	-15.9%	-55.8%	흑전	흑전	-93.4%	148.5%	256.4%
QoQ	흑전	144.2%	적전	적지	흑전	28.3%	0.5%	4.2%			

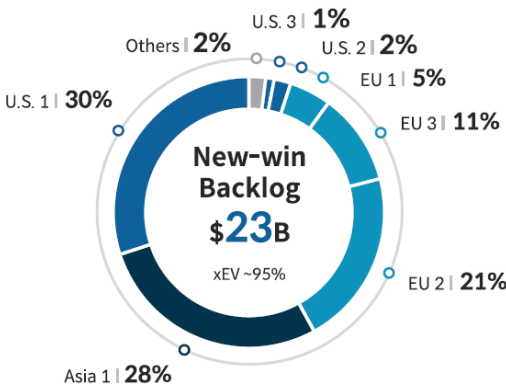
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 2024년 실적 가이드스:
기존 대비 매출 +200억/OP -100억

(KRW in billions)	2024	2025
Revenue	~10,000	~11,000
EBITDA	~1,050	~1,260
Operating Income	~400	~600

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 4. 2023년말 신규수주 잔고: 약 30.7조원
2023년 매출 대비 3.2배 수준



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,559	9,848	10,493
매출원가	6,502	7,781	8,651	8,771	9,231
매출총이익	849	847	909	1,077	1,262
판매비와관리비	523	590	631	680	699
영업이익	326	257	277	397	564
영업이익률	4.4	3.0	2.9	4.0	5.4
EBITDA	834	814	888	1,069	1,214
영업외손익	29	-159	-133	-151	-155
관계기업손익	5	9	9	9	9
금융수익	111	98	33	30	31
외환관련이익	174	273	128	110	110
금융비용	-120	-201	-192	-207	-212
외환관련손실	31	54	12	11	11
기타	32	-65	17	17	17
법인세비용차감전순손익	355	97	145	246	409
법인세비용	-44	-70	-86	-58	-96
계속사업순손익	311	27	59	188	313
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	59	188	313
당기순이익률	4.2	0.3	0.6	1.9	3.0
비지배지분순이익	2	6	8	7	11
지배지분순이익	309	20	51	182	301
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	14	6	6	6	6
포괄순이익	447	86	119	249	374
비지배지분포괄이익	15	3	3	7	11
지배지분포괄이익	432	84	115	242	363

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	578	38	95	340	565
PER	23.3	211.3	76.4	20.1	12.1
BPS	4,390	4,189	3,947	3,989	4,251
PBR	3.1	1.9	1.6	1.6	1.5
EBITDAPS	1,563	1,526	1,664	2,002	2,275
EV/EBITDA	11.5	9.0	7.2	5.8	4.8
SPS	13,772	16,163	17,908	18,449	19,658
PSR	1.0	0.5	0.4	0.3	0.3
CFPS	1,809	1,684	1,900	2,252	2,523
DPS	360	360	316	316	316

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	7.0	17.4	10.8	3.0	6.6
영업이익 증가율	32	-21.2	8.1	43.3	41.9
순이익 증가율	173.9	-91.4	119.9	220.4	66.1
수익성					
ROIC	5.9	1.3	2.1	5.8	8.5
ROA	4.1	3.0	3.0	4.1	5.4
ROE	13.8	0.9	2.3	8.6	13.7
안정성					
부채비율	232.5	283.9	321.4	343.4	348.0
순차입금비율	93.1	120.5	130.0	118.2	97.6
이자보상배율	3.8	2.4	2.0	2.6	3.6

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	4,695	5,533	6,544
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,690	2,444	3,280
매출채권 및 기타채권	1,002	1,262	1,393	1,439	1,533
재고자산	810	972	1,077	1,109	1,182
기타유동자산	336	531	535	541	548
비유동자산	4,682	4,904	4,717	4,472	4,231
유형자산	2,336	2,371	2,349	2,278	2,221
관계기업투자금	109	72	81	90	98
기타비유동자산	2,237	2,461	2,288	2,105	1,911
자산총계	8,234	9,099	9,412	10,006	10,775
유동부채	2,813	4,021	4,266	4,630	5,046
매입채무 및 기타채무	1,501	1,850	1,983	2,025	2,117
차입금	832	1,455	1,777	2,098	2,420
유동성채무	335	520	308	308	308
기타유동부채	146	196	198	200	202
비유동부채	2,944	2,708	2,913	3,118	3,324
차입금	2,367	2,124	2,325	2,526	2,728
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	576	584	588	592	596
부채총계	5,757	6,729	7,179	7,749	8,370
자배지분	2,343	2,236	2,107	2,129	2,269
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	2,368	2,243	2,102	2,115	2,248
기타지분변동	-68	-51	-39	-29	-22
비자배지분	133	134	126	127	136
자본총계	2,477	2,370	2,233	2,257	2,405
순차입금	2,307	2,856	2,903	2,667	2,346

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	479	743	810
당기순이익	311	27	59	188	313
비현금항목의 가감	655	872	956	1,013	1,034
감가상각비	509	558	611	672	651
외환손익	-13	-7	-28	-19	-19
지분법평가손익	-5	-9	-9	-9	-9
기타	165	330	381	370	411
자산부채의 증감	-190	-373	-321	-255	-292
기타현금흐름	-140	-148	-215	-203	-245
투자활동 현금흐름	-557	-643	-425	-429	-413
투자자산	2	-10	-9	-9	-9
유형자산	-383	-375	-412	-415	-397
기타	-176	-258	-4	-5	-7
재무활동 현금흐름	-24	262	52	288	288
단기차입금	36	322	322	322	322
사채	108	9	9	9	9
장기차입금	91	193	193	193	193
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-210	-194	-192	-169	-169
기타	-49	-67	-279	-67	-67
현금의 증감	78	25	261	754	837
기초 현금	1,325	1,404	1,429	1,690	2,444
기말 현금	1,404	1,429	1,690	2,444	3,280
NOPLAT	285	71	113	304	431
FCF	190	-13	312	561	685

[Compliance Notice]

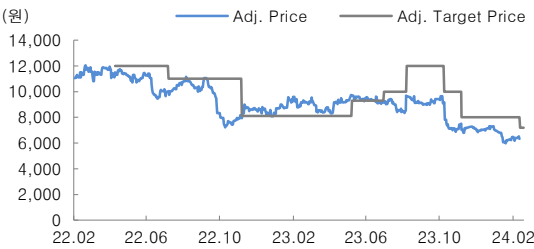
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.02.15	24.02.05	24.01.12	23.12.02	23.11.10	23.10.12
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	7,200	8,400	8,000	8,000	8,000	10,000
과리율(평균%)		(14.82)	(14.33)	(11.64)	(10.61)	(27.64)
과리율(최대/최소%)		(8.63)	(8.63)	(8.63)	(9.00)	(21.80)
제시일자	23.08.11	23.07.04	23.05.12	23.05.11	23.04.06	23.02.10
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	12,000	10,000	9,300	8,100	8,100	8,100
과리율(평균%)	(23.09)	(11.09)	0.93		9.12	8.27
과리율(최대/최소%)	(19.58)	(3.10)	(2.69)		(0.12)	(0.12)
제시일자	22.11.10	22.11.05	22.08.11	22.07.11	22.05.12	22.04.13
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	8,100	11,000	11,000	11,000	12,000	12,000
과리율(평균%)	7.69	(13.52)	(13.05)	(5.11)	(10.25)	(5.39)
과리율(최대/최소%)	(0.12)	1.36	1.36	1.36	(2.08)	(2.08)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240211)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.8%	10.2%	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