



Marketperform(Maintain)

목표주가: 5,500원(하향)

주가(04/17): 5,020원

시가총액: 26,797억 원

자동차/부품 Analyst 신윤철
yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(04/17)	2,584.18pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,730원	5,020원
등락률	-48.4%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-16.3%	-13.7%
6M	-31.9%	-35.2%
1Y	-45.4%	-45.6%

Company Data

발행주식수	533,800 천주
일평균 거래량(3M)	867천주
외국인 지분율	15.2%
배당수익률(2024E)	1.0%
BPS(2024E)	4,743원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 50.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,627.7	9,559.3	9,968.8	10,813.1
영업이익	256.6	277.3	352.9	563.8
EBITDA	814.5	875.7	989.9	1,137.3
세전이익	97.2	144.6	236.2	437.4
순이익	26.7	58.9	151.1	279.9
지배주주지분순이익	20.4	51.0	136.0	251.9
EPS(원)	38	96	255	472
증감률(%, YoY)	-93.4	149.5	166.8	85.2
PER(배)	211.3	76.3	20.5	11.1
PBR(배)	1.93	1.64	1.10	1.01
EV/EBITDA(배)	8.9	8.4	5.9	4.8
영업이익률(%)	3.0	2.9	3.5	5.2
ROE(%)	0.9	2.2	5.5	9.5
순차입금비용(%)	119.3	133.5	107.2	84.1

Price Trend



Earnings Update

한온시스템 (018880)

비용 효율화에 집중할 시기



한온시스템의 2024년 연간 영업이익의 눈높이를 하향 제시한다. 1Q24의 실적 성장을 부진에 따라 기존의 영업이익 가이드선 4,000억 원 달성 가능성이 낮아질 것으로 판단하기 때문이다. 고객사로부터 받는 비용 보전(리커버리) 서프라이즈가 연중 발생할 가능성도 있겠으나 아직 투자의견 상향의 근거로 삼기에는 어려운 단계다. 현대차그룹 차세대 BEV 플랫폼 eM으로 공급이 기대되는 4세대 히트펌프 시스템의 성공이 필수적이다.

>>> 1Q24 Preview: 소폭 성장에 그치다

매출액 2.39조 원(+2.3% YoY, -2.8% QoQ), 영업이익 617억 원(+2.5% YoY, +15.9% QoQ)을 기록하며 시장의 수익성 기대치(매출액 2.39조 원, 영업이익 708억 원)를 하회할 전망이다. 동사 매출액 기준 3위 고객사 Volkswagen의 ID 시리즈 출하량 부진 및 알루미늄 원재료비 인플레이션 부담이 지속되고 있어 뚜렷한 이익 개선세를 확인하기까지는 시간이 필요할 것으로 판단한다.

Volkswagen을 비롯한 주요 고객사들에게 비용 상승 요인에 대한 보전 요청을 시도할 것으로 기대되나(한온시스템 2024년 3대 수익성 제고안에 포함: Additional Recovery and Repricing) 규모 및 시기는 구체적으로 파악하기 어려운 단계다. 1Q24를 시작으로 올해에는 전년과는 달리 분기배당을 지급하지 않음으로써 현금흐름 안정화를 도모하게 될 것이다.

>>> CapEx, R&D 비용 효율화에 집중할 시기

올해 동사는 과거 ICE 사업에 투입되었던 자산매각 수익을 제한 2024년 Net CapEx 가이드선을 3,500억 원으로 제시한 바 있다. 투자계획의 약 50%가 미주에 집중되어 있는 반면 미주시장 주요 고객사인 Ford의 테네시 신공장 계획이 연기됨에 따라 동사 역시 CapEx 축소를 검토할 필요성이 있게 되었다. 물론 현대차그룹 HMGMA 신공장향 4세대 히트펌프 시스템 SOP를 위한 CapEx 및 R&D 비용이 지속 투입돼야 하므로 대대적 예산 절감을 기대하기는 어려울 것이다. 그러나 현행 프로젝트의 가동률 부진에 따른 고정비 부담 상쇄 및 현금흐름 개선을 위한 과감한 투자비용 효율화에 집중할 시기다.

>>> 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 5,500원으로 하향

동사의 주가 하방경직성 확보에 기여해왔던 기존 배당정책에 대한 변화는 양날의 검일 수 있다는 의견을 당사는 제시한 바 있으며, 최근 국내 부품업종에서 유독 눈에 띄는 주가 하락세를 보이고 있는 근거 역시 이에 주로 기인하는 것으로 판단한다. 또한 주주환원정책이 오히려 축소되는 흐름이기에 최근 금융당국에서 추진하고 있는 밸류업 정책에는 부합이 어려울 전망이다. 하향조정된 시가총액에 기반하여 동사에 대한 대주주 매각 시도가 재점화 될 가능성을 배제할 수 없으나, 지금보다 훨씬 높은 몸값이 형성되어 있었던 시기에도 '제값받기'를 희망해 온 대주주의 성향을 고려할 시 장기전이 예상된다.

한온시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	23,931	24,857	24,610	26,290	86,277	95,593	99,688
YoY(%)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.3	2.3	5.7	6.8	17.4	10.8	4.3
QoQ(%)	-0.2	3.8	-4.2	5.8	-2.8	3.9	-1.0	6.8			
매출원가	21,261	21,454	21,382	22,414	21,777	22,346	22,001	23,293	77,806	86,511	89,418
%	90.8	88.3	91.9	91.0	91.0	89.9	89.4	88.6	90.2	90.5	89.7
판매비 및 관리비	1,540	1,402	1,689	1,678	1,536	1,695	1,696	1,813	5,905	6,310	6,741
%	6.6	5.8	7.3	6.8	6.4	6.8	6.9	6.9	6.8	6.6	6.8
영업이익	602	1,435	203	532	617	816	912	1,184	2,566	2,772	3,529
%	2.6	5.9	0.9	2.2	2.6	3.3	3.7	4.5	3.0	2.9	3.5
YoY(%)	97.7	138.8	-67.2	-49.0	2.5	-43.2	349.7	122.3	-21.2	8.0	27.3
QoQ(%)	-42.3	138.2	-85.9	162.4	15.9	32.1	11.9	29.8			
세전이익	666	1,352	-269	-304	343	531	631	857	972	1,446	2,362
%	2.8	5.6	-1.2	-1.2	1.4	2.1	2.6	3.3	1.1	1.5	2.4
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	198	306	363	493	204	510	1,360
%	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.8	1.2	1.5	1.9	0.2	0.5	1.4

자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템의 3대 수익성 제고안 진행 현황

Commitments¹



Operational Efficiency Improvement

~100 B KRW



Supply Chain Optimization

~80 B KRW



Additional Recovery and Repricing

~75 B KRW

Key Progress

- Developed 2024 business plans with actions to achieve 100B improvement
- Optimized ~500 direct and indirect heads out of year-end target of 1,000
- Secured freight contracts to achieve 2.6% freight costs to sales ratio in 2024
- The Red Sea issue may pose some risks yet the expected impact is limited by the current freight contracts and negotiation with customers on force majeure
- Achieved ~80% cost recovery in 2023
- Continuously engaging customers on the cost recovery and repricing

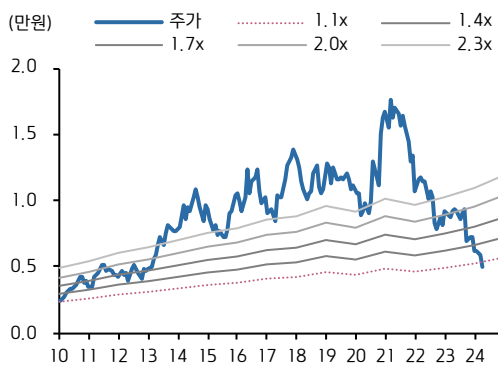
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,838	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	533,800	
Target Multiple(배)	1.1	2010년 이후 한온시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 최하단
적정주가(원)	5,333	
목표주가(원)	5,500	
전일종가(원)	5,020	
Upside	9.6%	

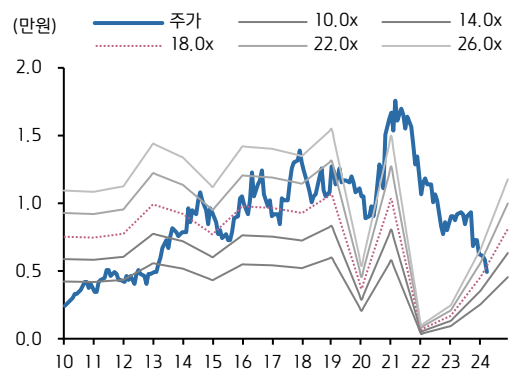
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Band Chart



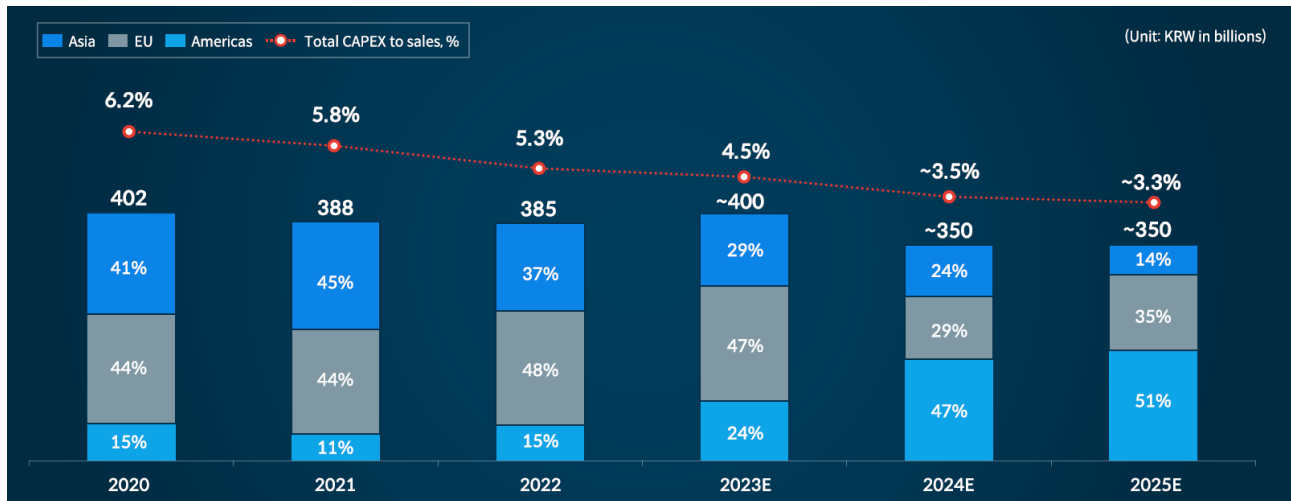
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Band Chart



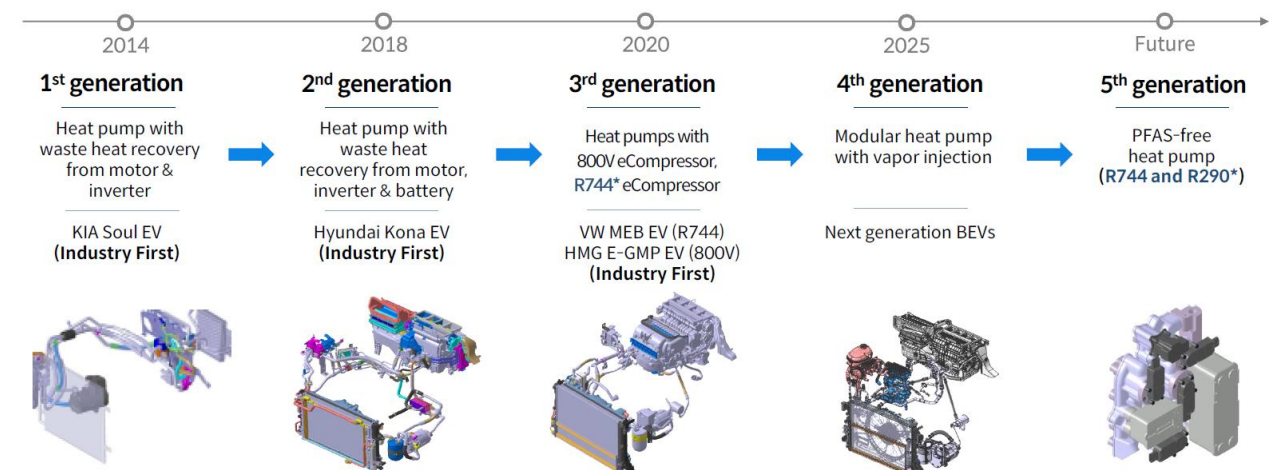
자료: 키움증권 리서치

북미에 집중되어 있는 2024, 2025년 CapEx는 Ford의 테네시 신공장 투자 연기로 인해 축소될 가능성



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

2025년 출시 목표로 개발 중인 한온시스템의 4세대 히트펌프 시스템



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,627.7	9,559.3	9,968.8	10,813.1	11,758.5
매출원가	7,780.6	8,651.1	8,941.8	9,545.1	10,327.0
매출총이익	847.1	908.2	1,027.0	1,268.0	1,431.6
판매비	590.5	630.9	674.1	704.2	792.2
영업이익	256.6	277.3	352.9	563.8	639.4
EBITDA	814.5	875.7	989.9	1,137.3	1,163.5
영업외손익	-159.4	-132.7	-116.7	-126.5	-114.0
이자수익	12.9	29.0	31.7	39.3	38.5
이자비용	105.6	185.7	136.8	141.6	128.7
외환관련이익	352.4	324.7	338.6	331.7	335.1
외환관련손실	318.3	261.0	289.6	275.3	282.5
종속 및 관계기업손익	8.9	12.5	12.5	12.5	12.5
기타	-109.7	-52.2	-73.1	-93.1	-88.9
법인세차감전이익	97.2	144.6	236.2	437.4	525.4
법인세비용	70.4	85.7	85.0	157.5	189.1
계속사업손손익	26.7	58.9	151.1	279.9	336.2
당기순이익	26.7	58.9	151.1	279.9	336.2
지배주주순이익	20.4	51.0	136.0	251.9	302.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	17.4	10.8	4.3	8.5	8.7
영업이익 증감률	-21.2	8.1	27.3	59.8	13.4
EBITDA 증감률	-2.4	7.5	13.0	14.9	2.3
지배주주순이익 증감률	-93.4	150.0	166.7	85.2	20.1
EPS 증감률	-93.4	149.5	166.8	85.2	20.1
매출총이익율(%)	9.8	9.5	10.3	11.7	12.2
영업이익률(%)	3.0	2.9	3.5	5.2	5.4
EBITDA Margin(%)	9.4	9.2	9.9	10.5	9.9
지배주주순이익률(%)	0.2	0.5	1.4	2.3	2.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,194.8	3,696.9	4,234.4	4,859.4	4,785.0
현금 및 현금성자산	1,429.1	778.6	1,250.0	1,659.2	1,343.7
단기금융자산	24.7	19.8	20.0	20.2	20.4
매출채권 및 기타채권	1,262.4	1,287.7	1,342.9	1,456.6	1,584.0
재고자산	971.9	1,140.4	1,146.4	1,243.5	1,352.2
기타유동자산	506.7	470.4	475.1	479.9	484.7
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,246.5	4,992.7	4,812.6
투자자산	87.4	88.8	101.3	113.8	126.3
유형자산	2,371.4	2,716.5	2,604.1	2,517.3	2,467.3
무형자산	1,923.1	2,126.0	1,915.4	1,740.7	1,595.8
기타비유동자산	522.1	616.2	625.7	620.9	623.2
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,480.9	9,852.2	9,597.6
유동부채	4,021.1	3,576.1	3,637.2	3,757.6	3,641.8
매입채무 및 기타채무	1,850.5	1,905.8	1,966.7	2,087.1	2,221.3
단기금융부채	1,974.7	1,467.3	1,467.5	1,467.5	1,217.5
기타유동부채	195.9	203.0	203.0	203.0	203.0
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,159.8	3,159.8	2,713.8
장기금융부채	2,305.4	2,679.1	2,679.1	2,679.1	2,233.1
기타비유동부채	402.4	480.7	480.7	480.7	480.7
부채총계	6,728.9	6,735.9	6,797.0	6,917.3	6,355.6
지배지분	2,236.0	2,371.7	2,532.0	2,754.9	3,028.5
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
기타포괄손익누계액	-50.0	224.4	275.4	326.4	377.4
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	2,212.4	2,384.3	2,606.9
비지배지분	133.9	136.8	151.9	179.9	213.5
자본총계	2,369.9	2,508.5	2,683.9	2,934.8	3,242.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378.3	517.4	820.0	720.4	775.3
당기순이익	26.7	58.9	151.1	279.9	336.2
비현금항목의 가감	872.3	895.1	847.0	841.4	817.5
유형자산감가상각비	398.4	418.1	426.3	398.8	379.3
무형자산감가상각비	159.5	180.3	210.6	174.7	144.9
지분법평가손익	-8.9	-12.5	-12.5	-12.5	-12.5
기타	323.3	309.2	222.6	280.4	305.8
영업활동자산부채증감	-373.1	-193.5	4.5	-148.6	-106.6
매출채권및기타채권의감소	-218.4	-21.0	-55.2	-113.7	-127.4
재고자산의감소	-167.8	-140.4	-6.0	-97.1	-108.7
매입채무및기타채무의증가	239.2	27.8	60.8	120.4	134.3
기타	-226.1	-59.9	4.9	-58.2	-4.8
기타현금흐름	-147.6	-243.1	-182.6	-252.3	-271.8
투자활동 현금흐름	-643.3	-677.3	-274.1	-272.1	-289.4
유형자산의 취득	-385.1	-481.2	-314.0	-312.0	-329.2
유형자산의 처분	10.2	64.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-256.6	-316.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	64.1	11.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-8.6	4.9	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-67.3	40.0	40.1	40.1	40.0
재무활동 현금흐름	262.0	-480.3	-240.5	-98.7	-848.1
차입금의 증가(감소)	523.0	-223.2	0.2	0.0	-696.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-194.2	-185.0	-168.6	-26.7	-80.1
기타	-66.8	-72.1	-72.1	-72.0	-72.0
기타현금흐름	28.4	-10.4	166.0	59.6	46.7
현금 및 현금성자산의 순증가	25.4	-650.6	471.4	409.2	-315.5
기초현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	778.6	1,250.0	1,659.2
기말현금 및 현금성자산	1,429.1	778.6	1,250.0	1,659.2	1,343.7

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	38	96	255	472	567
BPS	4,189	4,443	4,743	5,161	5,673
CFPS	1,684	1,787	1,870	2,101	2,161
DPS	360	316	50	150	150
주가배수(배)					
PER	211.3	76.3	20.5	11.1	9.2
PER(최고)	365.7	106.5	28.8		
PER(최저)	185.4	70.3	20.2		
PBR	1.93	1.64	1.10	1.01	0.92
PBR(최고)	3.34	2.29	1.55		
PBR(최저)	1.69	1.51	1.09		
PSR	0.50	0.41	0.28	0.26	0.24
PCFR	4.8	4.1	2.8	2.5	2.4
EV/EBITDA	8.9	8.4	5.9	4.8	4.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	718.4	286.4	17.7	28.6	23.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	4.4	4.3	1.0	2.9	2.9
ROA	0.3	0.6	1.6	2.9	3.5
ROE	0.9	2.2	5.5	9.5	10.5
ROIC	2.1	3.2	3.6	6.4	7.3
매출채권회전율	7.6	7.5	7.6	7.7	7.7
재고자산회전율	9.7	9.1	8.7	9.0	9.1
부채비율	283.9	268.5	253.2	235.7	196.0
순차입금비율	119.3	133.5	107.2	84.1	64.4
이자보상배율	2.4	1.5	2.6	4.0	5.0
총차입금	4,280.1	4,146.4	4,146.6	4,146.6	3,450.6
순차입금	2,826.3	3,348.0	2,876.7	2,467.2	2,086.6
NOPLAT	814.5	875.7	989.9	1,137.3	1,163.5
FCF	-337.9	-146.7	543.9	478.5	495.1

Compliance Notice

- 당사는 04월 17일 현재 '한온시스템(018880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

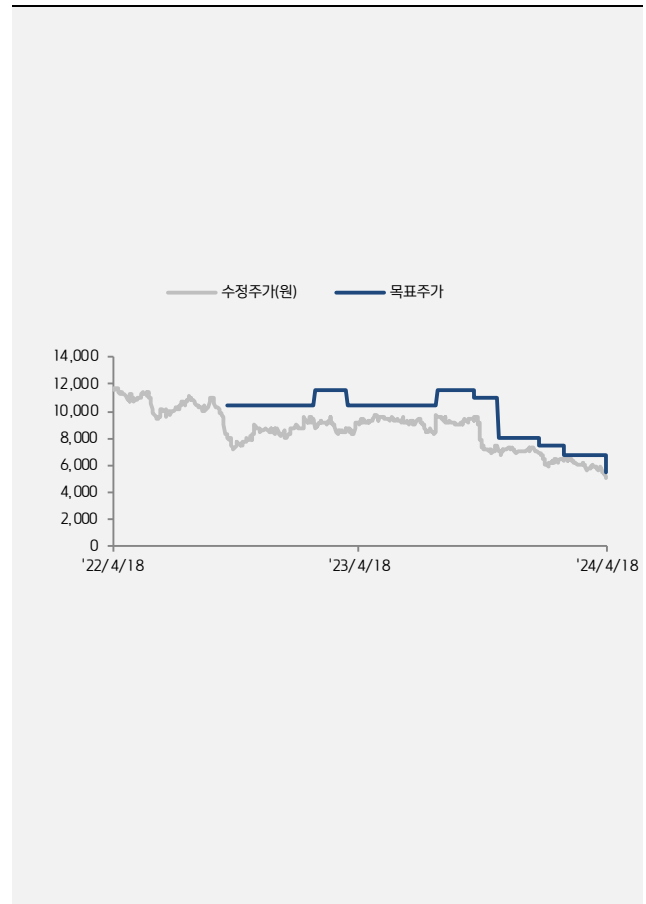
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한온시스템 (018880)	2022-10-05	Buy(Initiate)	10,500원	6개월	-26.42	-22.00
	2022-11-10	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-21.69	-14.29
	2023-01-11	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-19.70	-8.57
	2023-02-10	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-22.77	-17.04
	2023-03-31	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-12.64	-7.33
	2023-05-24	Marketperform (Downgrade)	10,500원	6개월	-12.88	-7.33
	2023-08-11	Outperform (Upgrade)	11,500원	6개월	-19.46	-16.09
	2023-10-06	Outperform (Maintain)	11,000원	6개월	-30.08	-12.27
	2023-11-10	Marketperform (Downgrade)	8,000원	6개월	-11.24	-8.63
	2024-01-10	Marketperform (Maintain)	7,500원	6개월	-14.93	-8.67
	2024-02-15	Marketperform (Maintain)	6,800원	6개월	-12.18	-4.56
	2024-04-18	Marketperform (Maintain)	5,500원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

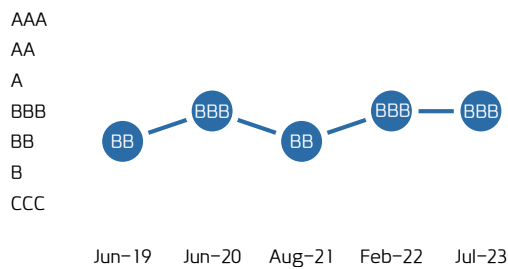
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/04/01~2024/03/31)

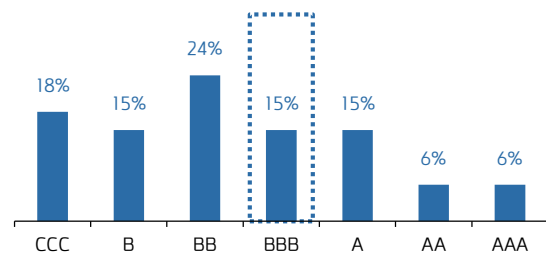
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI Index 내 Auto 업체 32개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중 평균	4.6	4.2		
환경	4.4	4.5	18.0%	▲0.4
친환경 기술	4.4	4.1	18.0%	▲0.4
사회	2.7	3.7	41.0%	▼1.3
제품의 안전성 및 품질	3.3	3.9	23.0%	▼2.1
노무 관리	1.9	3.5	18.0%	▼0.3
지배구조	6.6	4.6	41.0%	▲1.1
기업 지배구조	7.7	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 주요 경쟁사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안전성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
HL Mando Corp.	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	
Hanon Systems	● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	BBB	
HYUNDAI WIA CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	BB	
SL CORPORATION	● ● ●	●	● ● ●	● ●	● ●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	● ●	●	●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	● ●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	

4분위 등급: 최저 ● 최고 ● ● ● ●

등급 추이: 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치