

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

6,900

하향

현재주가

5,700

(24.05.09)

자동차업종

실적과 오버행 우려 지속

- 인수 프리미엄/자금조달로 주가 상승 예상했으나, 인수 발표 후 -12%
- 1) 단기 차익실현 매물, 2) 한앤코 잔여지분 오버행 우려 때문이라 판단
- 이익 개선 예상하나, 오버행 이슈 해소 전까지 주가 모멘텀 제한적일 것

투자의견 Marketperform 유지, 적정주가 6,900원 -12% 하향

목표주가는 6,900원은 이익정상화 예상되는 2025년 EPS 536원에 Target PER 12.9배(Denso 밸류) 적용. 이익추정 및 목표배수 하향함에 따라 목표주가 조정. 경영권 변경 및 자금조달에 따른 밸류 모멘텀 예상했으나, 한앤코PE 잔여지분 (22.7%) 오버행 우려로 모멘텀 제한. 한온의 실적 추세 감안 시, 단기 매물 출회 가능성은 제한적. 하지만, 밸류 프리미엄 여전한 상황에서 주가 부담 불가피하다 판단. 적정주가와 Upside +21% 존재하나, 장기적인 관점에서 접근할 필요. 이에 투자의견 Marketperform 유지

1Q24 매출 2.4조(YoY +3%), OP 646억(+7%), OPM 2.7% 시현

OP 컨센(650억)에 부합. 당사 추정(516억/OPM 2.2%) 대비 양호한 실적 시현. 당사 추정 대비, 현대차/BMW(중국)/VW 중심의 견조한 매출 시현하며 YoY/QoQ OPM 개선. YoY 물류비 200억원(매출액 대비 0.9%pt) 개선되었으나, 1Q24 감가비 1,577억원으로 YoY +0.5%pt 증가하며 고정비 부담 지속. 지역별 OPM은 유럽/미주/한국 2%초반, 기타(중국/인도) 8% 기록. 영업외 손익에 있어 이자비용 550억원/외환차익 160억 인식

분기 OP 1,000억원/OPM 5%대 회복이 관건

2H24 이후, 1) 수익성 개선 전략(운영 효율화/공급망 최적화/단가&비용정상화) 효과 발현, 2) BEV 수요 개선에 따라 실적 정상화 예상. 다만, 구조조정 비용 및 비용 절감 전략 본격 반영 시점은 4Q23 이후로 전망. 2025년 분기 OP 1,000억 /OPM 5% 체력 회복 및 자금 조달 통한 이자비 절감으로 실적모멘텀 발현 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	직전	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,340	2,463	2,334	2,405	2.7	-2.4	2,384	2,534	4.3	5.4
영업이익	60	53	52	65	7.3	21.3	65	82	-42.9	26.8
순이익	44	-55	-1	8	-81.1	흑전	29	20	-81.1	144.5

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

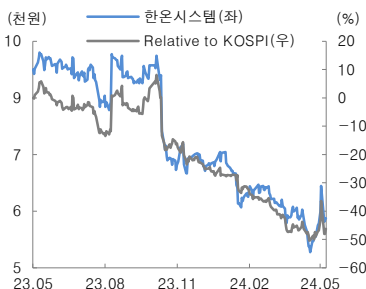
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,921	10,620	11,194
영업이익	257	277	350	575	689
세전순이익	97	145	141	388	521
총당기순이익	27	59	108	297	399
지배지분순이익	20	51	104	286	384
EPS	38	96	194	536	719
PER	211.3	76.3	33.4	12.1	9.0
BPS	4,189	4,443	4,326	4,550	4,958
PBR	1.9	1.6	1.3	1.3	1.1
ROE	0.9	2.2	4.4	12.1	15.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

KOSPI	2712.14
시가총액	3,043십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	9,730원 / 4,880원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	13.74%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%
	한국타이어엔테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.6	-10.9	-24.1	-40.6
상대수익률	-3.8	-14.0	-32.1	-45.0



	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,851	10,524	9,921	10,620	0.7	0.9
판매비와 관리비	656	696	669	702	2.0	0.9
영업이익	355	565	350	575	-1.3	1.8
영업이익률	3.6	5.4	3.5	5.4	-0.1	0.0
영업외손익	-210	-187	-210	-187	적자유지	적자유지
세전순이익	145	378	141	388	-3.2	2.7
지배지분순이익	107	279	104	286	-3.2	2.7
순이익률	1.1	2.8	1.1	2.8	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	201	522	194	536	-3.2	2.7

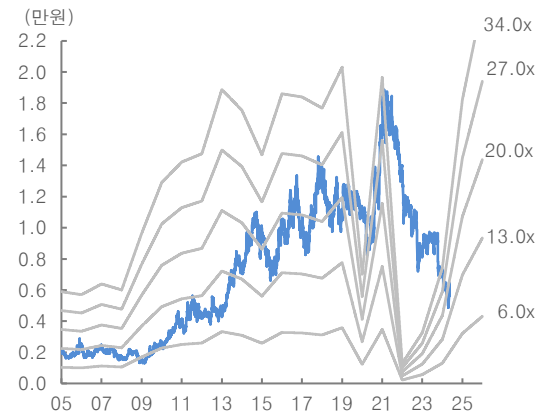
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한온시스템 목표주가 산출

비고		
'23년 EPS	95.5 원	
'24년 EPS	194.3 원	
'25년 EPS	536.2 원	
2025년 EPS	536.2 원	이익정상화 예상되는 2025년 실적 적용
Target PER	12.9 배	일본 Denso 사 평균(글로벌 공조시스템 점유율 1위 업체)
목표주가	6,900.0 원	
현재주가	5,700.0 원	2024.05.09 종가 기준
상승여력	21.1 %	

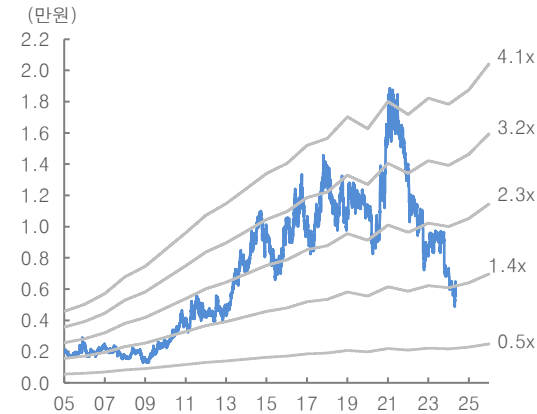
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

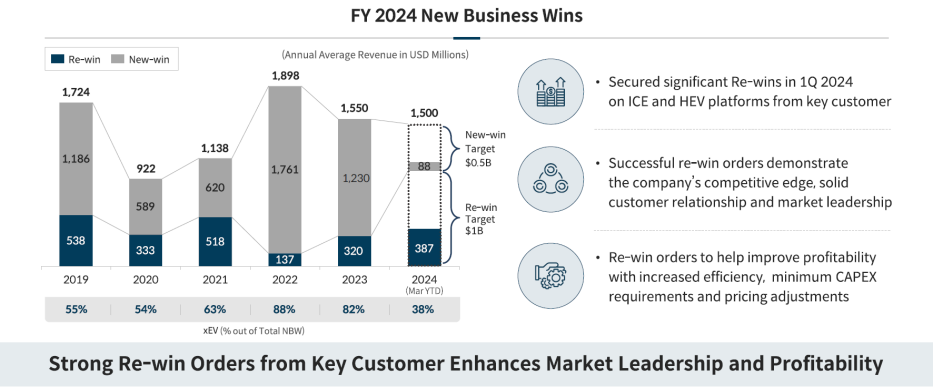
표 1. 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,462.5	2,404.6	2,534.0	2,441.1	2,541.5	9,559.4	9,921.3	10,620.3
YoY	18.2%	15.3%	6.0%	5.0%	2.7%	4.3%	4.9%	3.2%	10.8%	3.8%	7.0%
QoQ	-0.2%	3.8%	-4.2%	5.8%	-2.3%	5.4%	-3.7%	4.1%			
HMG	1,123.4	1,166.0	1,046.2	1,157.4	1,130.2	1,242.2	1,091.4	1,203.9	4,492.9	4,667.7	4,937.4
Ford	280.8	291.5	279.3	295.5	288.6	304.6	294.0	314.8	1,147.1	1,202.0	1,278.6
VW	234.0	242.9	232.7	246.3	264.5	240.0	240.9	257.4	955.9	1,002.8	1,073.1
GM	140.4	145.7	210.6	172.4	144.3	155.6	225.0	182.8	669.2	707.8	754.5
FCA	93.6	97.2	93.1	98.5	96.2	102.1	97.8	103.5	382.4	399.6	421.8
Daimler	70.2	72.9	69.8	-21.7	48.1	80.2	75.3	70.0	191.2	273.5	304.3
BMW	93.6	97.2	93.1	98.5	120.2	102.1	97.8	103.5	382.4	423.6	458.2
영업이익	60.2	143.5	20.3	53.3	64.6	82.0	94.8	109.0	277.3	350.5	575.1
OPM	2.6%	5.9%	0.9%	2.2%	2.7%	3.2%	3.9%	4.3%	2.9%	3.5%	5.4%
YoY	97.4%	138.8%	-67.2%	-48.9%	7.4%	-42.9%	367.2%	104.5%	8.0%	26.4%	64.1%
QoQ	-42.3%	138.4%	-85.9%	162.6%	21.3%	26.8%	15.7%	14.9%			
당기순이익	45.2	110.6	-42.4	-54.6	10.1	21.4	31.6	44.5	58.8	107.6	297.1
지배순이익	43.9	107.2	-45.4	-54.8	8.3	20.3	30.1	45.1	50.9	103.7	286.2
NPM	1.9%	4.4%	-2.0%	-2.2%	0.3%	0.8%	1.2%	1.8%	0.5%	1.0%	2.7%
YoY	122.8%	665.7%	적전	적지	-81.1%	-81.1%	흑전	흑전	148.5%	103.6%	176.0%
QoQ	흑전	144.2%	적전	적지	흑전	144.8%	48.2%	49.9%			

자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 수주 성과



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 2. 한온 자금조달에 따른 CF 변동: 유증 +3,651 억 => 채무 상환 -2,000 억/이자비용 -154 억 (단위: 십억원)

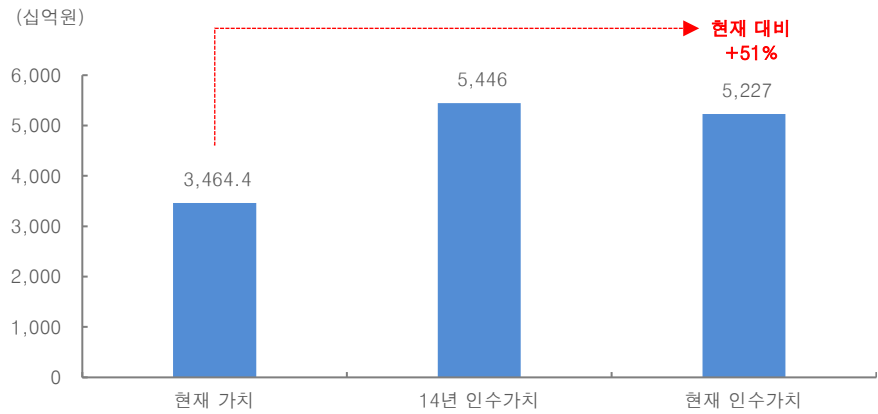
	인수 전		인수 후		변동	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
영업현금흐름	790	906	790	918	0	12
– 이자비용	163	140	163	124	0	-15
재무현금흐름	-478	-464	-113	-684	365	-221
– 차입금증가	-223	-223	-223	-423	0	-200
– 자본증가(유증)	0	0	365	0	365	0
투자현금흐름	-662	-685	-662	-685	0	0
FCF	-263	-137	123	-347	386	-210

주요 가정

- 2024년 유증 통해 현금 조달 => 2025년 2,000억원 채무 상환 가정(나머지 1,651 억원은 운영자금으로 사용 예정)
- 부채 상황에 따른 이자율 YoY -0.5%p 하락 가정. 2025년 이자율 추정: 기존 4.2% => 인수 후 가정 4.0%

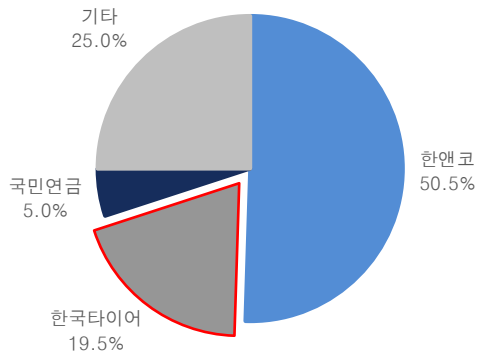
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 한온시스템 인수가치: 2024년 인수가치 현가 대비 +51% 프리미엄



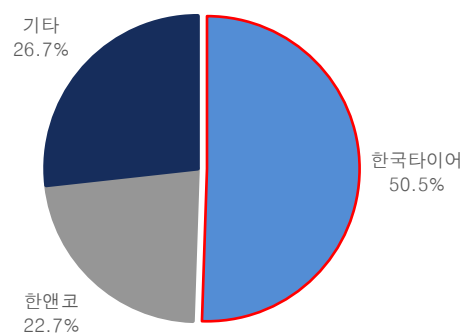
자료: 한온시스템, 한국타이어, 대신증권 Research Center

그림 5. 한온시스템 주주 구성: 한국타이어 인수 전



자료: 한온시스템, 한국타이어, 대신증권 Research Center

그림 6. 인수 후: 한앤코 잔여지분 22.7%



자료: 한온시스템, 한국타이어, 대신증권 Research Center

표 1.글로벌 부품사 Peer Group Table (백만달러, %)

		현대모비스	한온시스템	덴소	토요타 자동차	아이신 정기	콘티넨탈	마그나	발레오	합산/평균
시가총액		15,604.8	2,554.1	55,281.9	32,055.5	11,123.5	13,251.8	13,412.0	3,200.4	146,484.1
수익률	1M	-6.0	13.7	-3.9	3.8	-3.3	-2.1	-10.1	2.3	
	3M	-1.3	0.2	15.8	16.2	11.3	-16.0	-16.0	1.4	
	6M	5.1	-7.5	17.4	31.5	9.2	1.6	-11.1	-12.3	
	1Y	4.1	-27.6	35.5	93.2	49.3	1.0	-6.2	-27.2	
매출액	2022	40,289.9	6,696.9	47,349.9	25,000.7	32,567.2	41,508.5	37,840.0	21,104.5	252,357.7
	2023	45,373.4	7,320.0	45,925.7	24,406.9	31,928.3	44,797.5	42,797.0	23,841.2	266,389.9
	2024E	42,774.4	7,162.0	48,314.2	25,638.0	32,592.7	45,288.5	44,296.4	24,278.2	270,344.4
	2025E	45,439.8	7,683.5	51,106.6	26,590.1	33,910.4	47,007.1	46,232.4	25,939.4	283,909.3
영업이익	2022	1,574.0	199.2	3,151.8	1,256.8	428.6	765.2	1,573.0	557.2	9,505.7
	2023	1,757.6	212.3	3,118.3	1,421.6	991.2	1,954.6	2,038.0	786.3	12,279.9
	2024E	1,919.7	270.6	4,787.1	1,689.4	1,557.9	2,885.5	2,425.7	959.9	16,495.8
	2025E	2,191.1	371.8	5,266.3	1,793.5	1,817.9	3,455.4	2,871.3	1,304.7	19,071.9
EBITDA	2022	2,269.1	632.2	5,849.0	3,163.4	2,478.9	3,129.4	3,505.0	2,434.1	23,461.1
	2023	2,464.9	670.6	5,405.3	2,383.3	2,682.3	4,299.3	4,139.0	2,770.9	24,815.5
	2024E	2,658.9	702.1	6,837.3	2,712.3	3,226.5	5,171.4	4,073.9	2,993.0	28,375.5
	2025E	2,998.4	804.4	7,423.7	2,880.2	3,503.7	5,872.8	4,566.8	3,325.1	31,375.1
당기순익	2022	1,929.1	15.9	2,327.3	1,426.6	278.6	70.1	592.0	242.3	6,881.9
	2023	2,620.8	39.0	2,399.9	1,518.2	630.2	1,250.7	1,213.0	239.0	9,910.8
	2024E	2,644.3	148.9	3,509.5	1,774.8	1,018.7	1,732.9	1,663.7	328.4	12,821.1
	2025E	2,854.9	229.9	3,835.6	1,877.0	1,186.2	2,219.2	2,048.8	578.5	14,830.0
PER	2022	7.4	212.9	17.9	11.8	26.1	169.6	13.4	17.6	59.6
	2023	6.3	75.9	21.1	19.9	15.9	13.3	10.3	15.3	22.3
	2024E	5.7	16.9	14.3	16.9	9.7	7.6	7.9	9.8	11.1
	2025E	5.3	10.9	12.9	16.0	8.2	5.9	6.5	5.6	8.9
PBR	2022	0.5	1.9	1.3	0.6	0.6	0.8	1.5	1.1	1.0
	2023	0.5	1.6	1.7	1.1	0.9	1.1	1.4	0.9	1.2
	2024E	0.5	1.5	1.6	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	1.0
	2025E	0.4	1.4	1.5	0.9	0.7	0.8	1.0	0.7	0.9
EV/EBITDA	2022	4.1	8.9	7.5	8.3	4.9	3.9	4.8	3.6	5.8
	2023	4.5	8.4	10.4	16.6	5.9	4.9	5.2	3.1	7.4
	2024E	4.4	7.1	8.0	14.2	4.6	3.4	4.7	2.6	6.1
	2025E	3.6	6.1	7.3	13.3	4.1	2.9	4.1	2.3	5.5
ROE	2022	6.8	0.9	7.3	5.0	2.1	0.5	5.2	6.1	4.2
	2023	8.7	2.2	8.0	5.8	5.5	8.6	10.6	6.0	6.9
	2024E	8.7	8.8	11.2	5.5	8.5	11.3	13.5	7.5	9.4
	2025E	8.7	12.8	11.9	5.8	9.6	13.1	14.9	12.2	11.1
배당성향	2022	14.8	947.4	44.2	30.6	121.6	450.5	86.8	39.8	217.0
	2023	9.3	329.2	40.8	27.8	47.1	38.0	43.0	41.9	72.2
	2024E	12.9	71.3	31.9	28.4	30.9	30.9	32.0	40.4	34.8
	2025E	13.2	50.8	31.7	29.1	30.0	33.0	28.3	35.9	31.5

주: 2024/05/03 종가 기준
자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,921	10,620	11,194
매출원가	7,781	8,651	8,902	9,343	9,766
매출총이익	847	908	1,019	1,277	1,428
판매비와관리비	590	631	669	702	739
영업이익	257	277	350	575	689
영업이익률	3.0	2.9	3.5	5.4	6.2
EBITDA	814	876	1,022	1,226	1,339
영업외손익	-159	-133	-210	-187	-168
관계기업손익	9	12	12	12	12
금융수익	98	132	37	39	41
외환관련이익	273	222	102	102	102
금융비용	-201	-218	-200	-179	-163
외환관련손실	54	19	10	10	10
기타	-65	-59	-59	-59	-59
법인세비용차감전순손익	97	145	141	388	521
법인세비용	-70	-86	-33	-91	-122
계속사업순손익	27	59	108	297	399
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	59	108	297	399
당기순이익률	0.3	0.6	1.1	2.8	3.6
비지배지분순이익	6	8	4	11	15
지배지분순이익	20	51	104	286	384
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	26	27	27	27
포괄순이익	86	322	373	566	670
비지배지분포괄이익	3	8	11	16	25
지배지분포괄이익	84	314	363	549	645

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	38	96	194	536	719
PER	211.3	76.3	33.4	12.1	9.0
BPS	4,189	4,443	4,326	4,550	4,958
PBR	1.9	1.6	1.3	1.3	1.1
EBITDAPS	1,526	1,640	1,915	2,296	2,509
EV/EBITDA	9.0	8.5	6.4	5.3	4.7
SPS	16,163	17,908	18,586	19,896	20,971
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	1,684	1,787	2,011	2,392	2,604
DPS	360	316	316	316	316

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.4	10.8	3.8	7.0	5.4
영업이익 증가율	-21.2	8.1	26.4	64.1	19.9
순이익 증가율	-91.4	120.2	82.8	176.0	34.2
수익성					
ROIC	1.3	1.9	4.4	7.1	8.4
ROA	3.0	3.0	3.8	6.3	7.4
ROE	0.9	2.2	4.4	12.1	15.1
안정성					
부채비율	283.9	268.5	272.0	257.9	236.0
순차입금비율	120.5	134.6	139.6	128.9	108.9
이자보상배율	2.4	1.5	2.0	3.7	5.0

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	3,516	3,562	3,743
현금및현금성자산	1,429	779	502	366	392
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,334	1,422	1,495
재고자산	972	1,140	1,184	1,267	1,335
기타유동자산	531	490	497	507	521
비유동자산	4,904	5,548	5,569	5,631	5,662
유형자산	2,371	2,716	2,586	2,504	2,391
관계기업투자금	72	81	93	106	118
기타비유동자산	2,461	2,750	2,890	3,022	3,154
자산총계	9,099	9,244	9,085	9,194	9,406
유동부채	4,021	3,576	3,241	2,968	2,681
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	1,955	2,051	2,130
차입금	1,515	967	577	187	-203
유동상채무	460	500	485	485	485
기타유동부채	196	203	223	245	269
비유동부채	2,708	3,160	3,402	3,657	3,926
차입금	2,305	2,679	2,846	3,013	3,180
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	402	481	556	643	746
부채총계	6,729	6,736	6,643	6,625	6,607
자배지분	2,236	2,372	2,309	2,429	2,647
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,038	2,156	2,371
기타지분변동	-38	238	241	243	245
비자배지분	134	137	133	140	153
자본총계	2,370	2,508	2,442	2,569	2,799
순차입금	2,856	3,377	3,409	3,312	3,049

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	778	911	1,025
당기순이익	27	59	108	297	399
비현금항목의 가감	872	895	966	979	991
감가상각비	558	598	672	651	650
외환손익	-7	-54	-15	-15	-15
지분법평가손익	-9	-12	-12	-12	-12
기타	330	363	322	357	369
자산부채의 증감	-373	-194	-99	-135	-122
기타현금흐름	-148	-243	-196	-231	-244
투자활동 현금흐름	-643	-677	-665	-688	-660
투자자산	-10	6	-13	-13	-13
유형자산	-375	-416	-354	-372	-336
기타	-258	-267	-298	-304	-311
재무활동 현금흐름	262	-480	-478	-464	-464
단기차입금	322	-390	-390	-390	-390
사채	9	-95	-95	-95	-95
장기차입금	193	262	262	262	262
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-194	-185	-169	-169	-169
기타	-67	-72	-86	-72	-72
현금의 증감	25	-651	-277	-136	26
기초 현금	1,404	1,429	779	502	366
기말 현금	1,429	779	502	366	392
NOPLAT	71	113	268	440	527
FCF	-13	-87	264	394	513

[Compliance Notice]

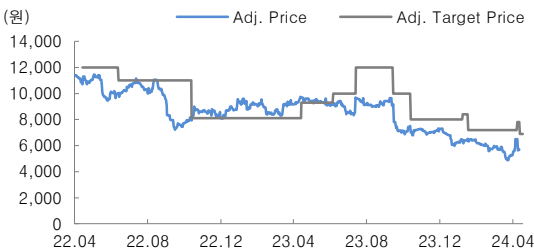
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.05.10	24.05.06	24.02.14	24.02.05	24.01.12	23.12.02
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	6,900	7,800	7,200	8,400	8,000	8,000
과리율(평균%)		(27.44)	(18.80)	(24.26)	(14.33)	(11.64)
과리율(최대/최소%)		(26.92)	(9.86)	(22.38)	(8.63)	(8.63)
제시일자	23.11.10	23.10.12	23.08.11	23.07.04	23.05.12	23.05.11
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	8,000	10,000	12,000	10,000	9,300	8,100
과리율(평균%)		(10.61)	(27.53)	(23.09)	(11.09)	0.93
과리율(최대/최소%)		(9.00)	(21.80)	(19.58)	(3.10)	(2.69)
제시일자	23.04.06	23.02.10	22.11.10	22.11.05	22.08.11	22.07.11
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	8,100	8,100	8,100	11,000	11,000	11,000
과리율(평균%)		9.12	8.27	7.69	(13.52)	(13.05)
과리율(최대/최소%)		(0.12)	(0.12)	(0.12)	1.36	1.36
제시일자	22.05.12					00.06.29
투자의견	Marketperform					
목표주가	12,000					
과리율(평균%)						(12.60)
과리율(최대/최소%)						(4.58)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일
자:20240507)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	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 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상