

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

8,000

유지

현재주가

6,850

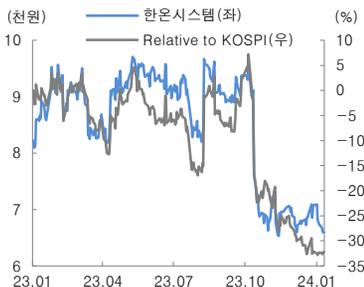
(24.01.11)

자동차업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	----------	----	---	---	---

KOSPI	2540.27
시가총액	3,657십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	9,730원 / 6,790원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	16.28%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50% 한국타이어엔테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-24.4	-26.5	-21.8
상대수익률	-2.7	-27.1	-25.9	-27.4



다 계획돼 있습니다

- '24년 OP 3,941억(YoY +39%). 주가 하락 지속에 따른 단기 반등 가능
- Capex 집행에 따른 조달 비용 부담 감안 시, 중장기 접근 필요
- 2025년 벤츠/BMW 물량 본격 투입되며 투자 회수기 도래 예상

투자의견 Marketperform, 적정주가 8,000원 유지

목표주가는 실적 정상화의 원년이 될 2025년 EPS 514원에 Target PER 16배 (2016~19년 5개년 평균 PER 35% 할인, 역사적 평균 수준) 적용. 2023년 실적 및 주가 부진 지속. 1) 23년 기저 부담 없고, 2) 수주 성과 봤을 때, 실적 개선에 따른 단기 주가 반등 가능성 존재. 다만, Capex 투자에 따른 비용 부담 감안 시, 중장기 접근 필요할 것

4Q23 매출 2.4조(YoY +4%), OP 594억(-43%), OPM 2.4% 예상

OP 컨센서스(672억)/당사 추정(584억) 대비 각각 -12% 하회/부합하는 실적 전망. 4Q22 고객사 비용 보전 일회성 이익 반영 분 고려 시, 고객사 물량 개선 및 비용 부담 완화에 따른 수익성 회복세. 2023.11월 CEO Conference Call 통해서 제시한 연간 가이드스 매출 9.5조, OP 2,800억 부합할 전망

2024년 매출 9.9조(+4%), OP 3,941억(+39%), 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 +39% 증익 전망. 유의미한 수익성 개선은 2025년 유럽OEM BEV 수주 => 매출 인식되며 나타날 것으로 예상. BEV 수요 우려 있으나, 완성차OE 생산 및 라인업 투자 지속됨에 따라 중장기 성장세 지속 될 것. 2024년 현대차 => 2025년 벤츠/BMW 물량 투입되며 투자 회수기 도래 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)		1Q24					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY	QoQ	
매출액	2,345	2,327	2,434	2,427	3.5	4.3	2,449	2,419	3.3	-0.4
영업이익	104	20	58	59	-43.1	192.7	67	89	47.5	49.6
순이익	-30	-45	69	10	흑전	흑전	35	62	40.3	541.2

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,524	9,873	10,443
영업이익	326	257	283	394	522
세전순이익	355	97	157	249	373
총당기순이익	311	27	120	190	285
지배지분순이익	309	20	115	183	275
EPS	578	38	216	344	514
PER	23.3	211.3	33.7	19.9	13.3
BPS	4,390	4,189	4,068	4,113	4,325
PBR	3.1	1.9	1.7	1.7	1.6
ROE	13.8	0.9	5.2	8.4	12.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,531	10,113	9,524	9,873	-0.1	-2.4
판매비와 관리비	621	710	621	686	-0.1	-3.4
영업이익	283	411	283	394	0.3	-4.2
영업이익률	3.0	4.1	3.0	4.0	0.0	-0.1
영업외손익	-62	-65	-127	-145	적자유지	적자유지
세전순이익	221	346	157	249	-29.1	-28.1
지배지분순이익	175	274	115	183	-34.0	-33.1
순이익률	1.9	2.7	1.3	1.9	-0.6	-0.8
EPS(지배지분순이익)	328	514	216	344	-34.0	-33.1

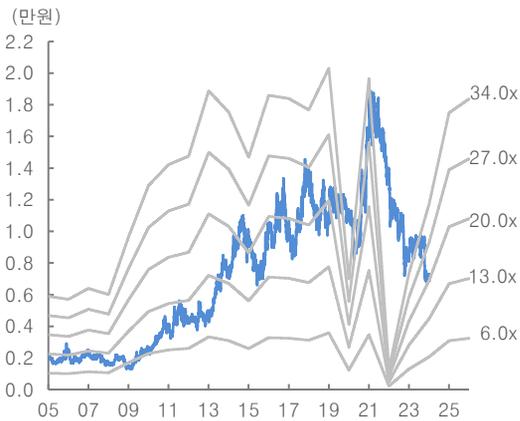
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한온시스템 목표주가 산출

		비고
'23년 EPS	216.1 원	
'24년 EPS	343.7 원	
'25년 EPS	514.4 원	
2025년 EPS	514.4 원	정상 이의 체력 회복 예상되는 2025년의 실적 적용
Target PER	16.0 배	2016~19년 5개년 평균 PER에 35% 할인 역사적 중하단 수준
목표주가	8,000.0 원	
현재주가	6,850.0 원	2024.01.11 종가 기준
상승여력	16.8 %	

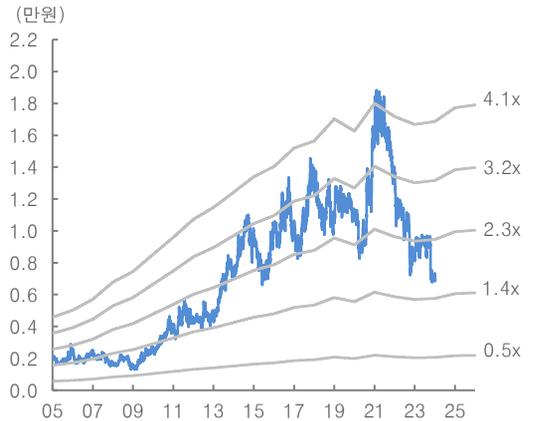
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

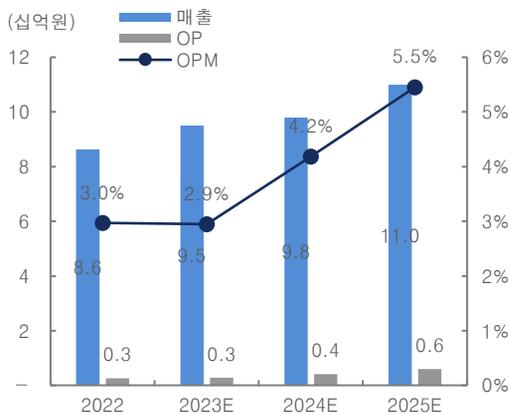
표 1. 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023E	2024E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,427.3	2,418.5	2,526.9	2,425.0	2,502.4	8,627.8	9,524.2	9,872.9
YoY	18.2%	15.3%	6.0%	3.5%	3.3%	4.0%	4.2%	3.1%	17.4%	10.4%	3.7%
QoQ	-0.2%	3.8%	-4.2%	4.3%	-0.4%	4.5%	-4.0%	3.2%			
HMG	1,123.4	1,166.0	1,046.2	1,179.9	1,154.6	1,223.7	1,076.5	1,219.5	4,055.0	4,515.4	4,674.3
Ford	280.8	291.5	279.3	256.7	297.0	298.8	288.4	263.1	1,035.3	1,108.3	1,147.4
VW	234.0	242.9	232.7	252.0	247.1	257.7	245.7	266.0	690.2	961.7	1,016.5
GM	140.4	145.7	210.6	157.6	151.8	152.7	220.7	163.9	603.9	654.3	689.1
FCA	93.6	97.2	93.1	94.4	98.4	102.1	97.8	99.2	345.1	378.3	397.4
Daimler	70.2	72.9	69.8	69.9	79.5	82.6	79.1	79.2	258.8	282.8	320.4
BMW	93.6	97.2	93.1	100.7	98.3	102.1	97.8	105.8	345.1	384.6	404.0
영업이익	60.2	143.5	20.3	59.4	88.8	102.0	101.9	101.4	256.7	283.4	394.1
OPM	2.6%	5.9%	0.9%	2.4%	3.7%	4.0%	4.2%	4.1%	3.0%	3.0%	4.0%
YoY	97.4%	138.8%	-67.2%	-43.1%	47.6%	-28.9%	402.1%	70.7%	-21.2%	10.4%	39.1%
QoQ	-42.3%	138.4%	-85.9%	192.6%	49.6%	14.8%	-0.1%	-0.5%			
당기순이익	45.2	110.6	-42.4	6.3	40.2	50.3	50.2	49.8	26.8	119.7	190.4
지배순이익	43.9	107.2	-45.4	9.6	38.7	48.4	48.4	48.0	20.5	115.3	183.5
NPM	1.9%	4.4%	-2.0%	0.4%	1.6%	1.9%	2.0%	1.9%	0.2%	1.2%	1.9%
YoY	122.8%	665.7%	적전	흑전	-11.8%	-54.9%	흑전	399.8%	-93.4%	462.5%	59.1%
QoQ	흑전	144.2%	적전	흑전	303.1%	25.0%	-0.1%	-0.7%			

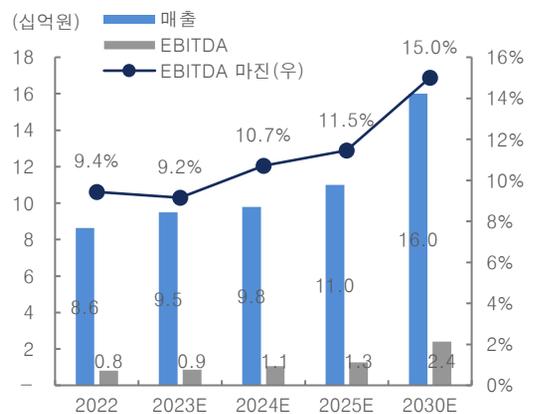
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 OP 가이드نس



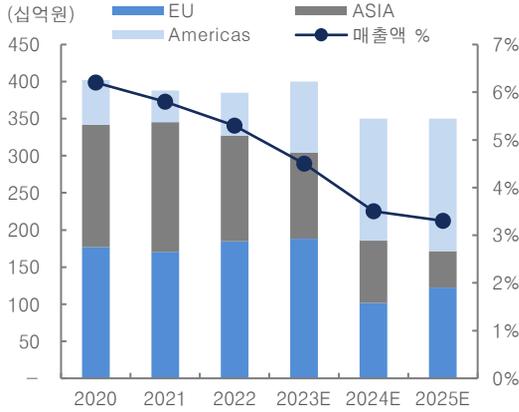
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 4. 한온시스템 중장기 EBITDA 가이드نس



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 5. CAPEX 가이드선스: 2023년 피크아웃



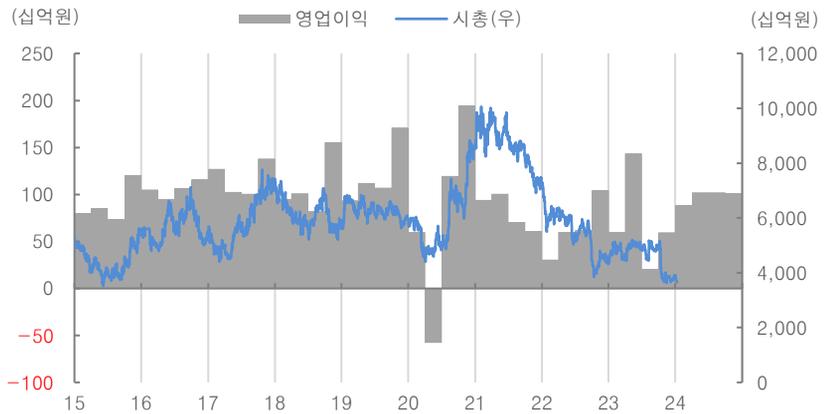
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 6. 비용 절감플랜: 최대 2,550억원 절감 계획



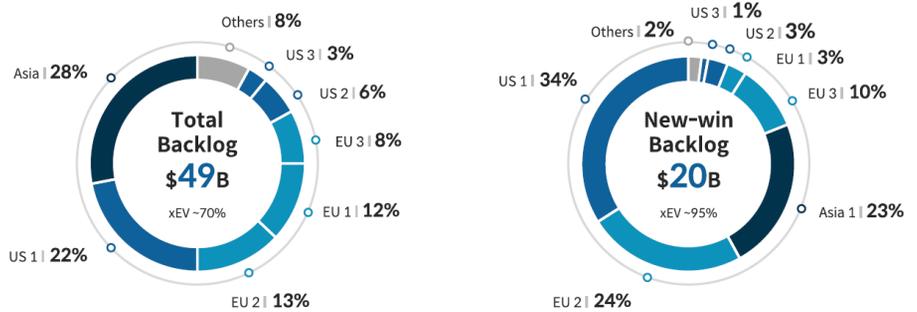
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 7. 한온시스템 분기 OP - 시총 추이: 2024년 실적 개선과 함께 추가 반등 기대



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 8. 한온시스템 수주 잔고: 합산 \$490억(신규 \$200억)



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,495	10,072	10,676
매출원가	6,502	7,781	8,559	8,957	9,390
매출총이익	849	847	936	1,115	1,286
판매비와관리비	523	590	592	707	728
영업이익	326	257	344	407	558
영업이익률	4.4	3.0	3.6	4.0	5.2
EBITDA	834	814	971	1,079	1,202
영업외손익	29	-159	-62	-65	-69
관계기업손익	5	9	9	9	9
금융수익	111	98	96	96	96
외환관련이익	174	273	195	195	195
금융비용	-120	-201	-144	-147	-151
외환관련손실	31	54	37	37	37
기타	32	-65	-23	-23	-23
법인세비용차감전순이익	355	97	282	342	489
법인세비용	-44	-70	-56	-68	-98
계속사업순이익	311	27	226	274	391
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	226	274	391
당기순이익률	4.2	0.3	2.4	2.7	3.7
비배지분순이익	2	6	2	3	4
지배지분순이익	309	20	223	271	387
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	14	6	6	6	6
포괄순이익	447	86	286	335	452
비배지분포괄이익	15	3	3	3	5
지배지분포괄이익	432	84	283	331	448

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	578	38	418	508	725
PER	23.3	211.3	21.7	17.8	12.5
BPS	4,390	4,189	4,246	4,394	4,758
PBR	3.1	1.9	2.1	2.1	1.9
EBITDAPS	1,563	1,526	1,819	2,021	2,252
EV/EBITDA	11.5	9.0	7.9	6.8	5.8
SPS	13,772	16,163	17,787	18,869	20,000
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	1,809	1,684	2,080	2,282	2,513
DPS	360	360	360	360	360

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	7.0	17.4	10.1	6.1	6.0
영업이익 증가율	3.2	-21.2	34.0	18.5	36.8
순이익 증가율	173.9	-91.4	743.7	21.4	42.8
수익성					
ROC	5.9	1.3	5.1	6.2	8.9
ROA	4.1	3.0	3.8	4.4	5.7
ROE	13.8	0.9	9.9	11.8	15.9
안정성					
부채비율	232.5	283.9	282.0	281.6	269.1
순차입금비율	93.1	120.5	112.4	96.3	74.2
이자보상배율	3.8	2.4	3.3	3.8	5.1

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	4,480	5,066	5,762
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,501	1,945	2,492
매출채권 및 기타채권	1,002	1,262	1,378	1,455	1,536
재고자산	810	972	1,070	1,135	1,203
기타유동자산	336	531	531	532	532
비유동자산	4,682	4,904	4,696	4,420	4,172
유형자산	2,336	2,371	2,326	2,221	2,155
관계기업투자금	109	72	81	90	98
기타비유동자산	2,237	2,461	2,290	2,109	1,919
자산총계	8,234	9,099	9,176	9,486	9,935
유동부채	2,813	4,021	3,971	4,103	4,250
매입채무 및 기타채무	1,501	1,850	1,974	2,057	2,143
차입금	832	1,455	1,491	1,539	1,597
유동성채무	335	520	308	308	308
기타유동부채	146	196	198	200	202
비유동부채	2,944	2,708	2,803	2,898	2,993
차입금	2,367	2,124	2,215	2,306	2,397
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	576	584	588	592	596
부채총계	5,757	6,729	6,774	7,001	7,243
지배지분	2,343	2,236	2,267	2,345	2,540
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	2,368	2,243	2,275	2,354	2,549
기타지분변동	-68	-51	-52	-52	-53
비배지분	133	134	136	140	152
자본총계	2,477	2,370	2,402	2,486	2,692
순차입금	2,307	2,856	2,700	2,395	1,998

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	672	794	882
당기순이익	311	27	226	274	391
비현금항목의 가감	655	872	885	944	951
감가상각비	509	558	627	671	645
외환손익	-13	-7	-24	-24	-24
지분법평가손익	-5	-9	-9	-9	-9
기타	165	330	290	306	339
자산부채의 증감	-190	-373	-314	-285	-287
기타현금흐름	-140	-148	-124	-140	-173
투자활동 현금흐름	-557	-643	-416	-392	-394
투자자산	2	-10	-9	-9	-9
유형자산	-383	-375	-407	-383	-384
기타	-176	-258	0	0	0
재무활동 현금흐름	-24	262	-344	-120	-109
단기차입금	36	322	36	47	59
사채	108	9	9	9	9
장기차입금	91	193	82	82	82
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-210	-194	-192	-192	-192
기타	-49	-67	-279	-67	-67
현금의 증감	78	25	72	444	547
기초 현금	1,325	1,404	1,429	1,501	1,945
기말 현금	1,404	1,429	1,501	1,945	2,492
NOPLAT	285	71	275	326	446
FCF	190	-13	495	615	706

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

한온시스템 통합 ESG 등급

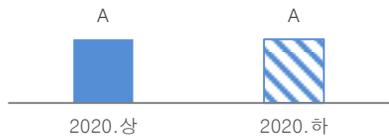
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

A

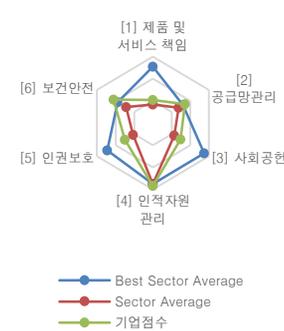
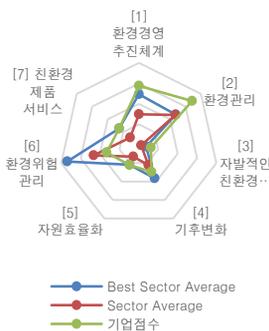
- 한온시스템은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■■■	경영투명성	■■■
자원효율화	■■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■■■	보건안전	■■■■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

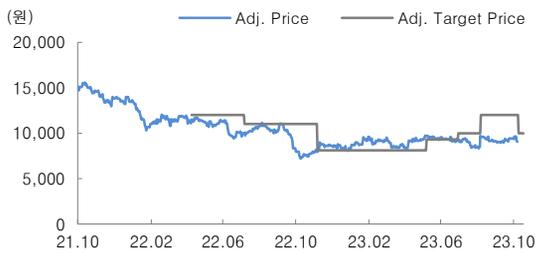
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한은시스템(018880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.10.13	23.08.11	23.07.04	23.05.12	23.05.11	23.04.06
투자의견	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	10,000	12,000	10,000	9,300	8,100	8,100
과리율(평균%)		(23.09)	(10.83)	0.86	19.63	9.12
과리율(최대/최소%)		(19.58)	(3.10)	(2.69)	19.63	(0.12)
제시일자	23.02.10	22.11.10	22.11.05	22.08.11	22.07.11	22.05.12
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	8,100	8,100	11,000	11,000	11,000	12,000
과리율(평균%)	8.27	7.69	(13.52)	(13.05)	(5.11)	(10.25)
과리율(최대/최소%)	(0.12)	(0.12)	1.36	1.36	1.36	(2.08)
제시일자	22.04.13					
투자의견	Marketperform					
목표주가	12,000					
과리율(평균%)	(5.39)					
과리율(최대/최소%)	(2.08)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231010)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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