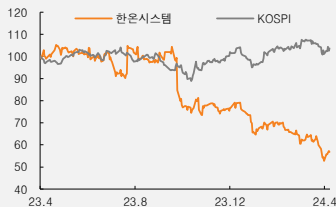


투자 의견(신규)	중립
목표주가(신규)	5,700원
현재주가(24/4/26)	5,250원
상승여력	8.6%

영업이익(24F, 십억원)	343
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	209.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	70.8
P/E(24F, x)	17.8
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,656.33
시가총액(십억원)	2,802
발행주식수(백만주)	534
유동주식비율(%)	30.0
외국인 보유비중(%)	15.3
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	4,880
52주 최고가(원)	9,730

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.0	-25.0	-43.0
상대주가	-5.6	-35.1	-46.7



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

018880 · 자동차부품

## 한온시스템

## 본격적으로 시작될 수익성 개선 작업

## 투자 의견 '중립' 및 목표주가 5,700원. 커버리지 개시

목표주가는 24F EPS 295원에 Target P/E 19.4배를 적용했다. 이는 조직효율화 등 작업으로 수익성 회복 시작된 원년인 16년 평균 P/E이다. Implied P/B는 1.22배로 역사적 하단 수준이다. 기존 분기배당을 실시하던 동사는 올해부터 기말배당으로 전환되었다. 올해 시행될 밸류업 프로그램을 고려하면 아쉬운 조치이다.

## 투자포인트는 본격적으로 시작될 수익성 개선 작업

24년부터 조직효율화, 운송비 비용 절감, 고객사 분담으로 수익성 개선될 것으로 예상된다. 선제적인 투자로 높아진 비용과 경쟁사 대비 낮은 원재료비/물류비 협상으로 수익성 회복이 지연되고 있다. 또한 높은 BEV 노출도의 동사는 전방 산업 수요 둔화에 따라 협상력도 다소 약해진 것으로 판단한다. 그러나 낮은 기저와 과거 16년도 사례를 고려하면 조직효율화 등 수익성 개선의 효과가 기대된다. 24년부터 벤츠향 물량과 HMG 전기차 전용 공장 가동으로 고정비 레버리지 효과 기대된다.

## 실적 전망: 24년 매출액 +2.6% YoY, 25년 +6.7% YoY

24년 매출액 9.8조원(+2.6% YoY), 영업이익 3,432억원(+24%), OPM 3.5%(+0.6%p) 예상된다. 연간에 걸쳐 조직 효율화, 운송비 안정화, 고객사 비용 전가 효과가 반영될 예정이다. 다만 감원에 따라 4Q23부터 발생한 비용은 24년 상반기까지는 지속될 것으로 예상된다. HEV 수요 확대에 따른 단가 인하는 불가피하다.

25년 매출액 10.5조원(+6.7% YoY), 영업이익 4,920억원(+43%), OPM 4.7%(+1.2%p) 예상된다. 24년말 현대차그룹의 미국 조지아 전기차 전용 공장 가동을 포함해 벤츠향 공급 물량으로 고정비 레버리지 효과 기대할 수 있다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7,351	8,628	9,559	9,805	10,458
영업이익 (십억원)	326	257	277	343	492
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.5	4.7
순이익 (십억원)	309	20	51	158	266
EPS (원)	578	38	96	295	498
ROE (%)	13.8	0.9	2.2	6.5	10.4
P/E (배)	23.3	211.3	76.3	17.8	10.5
P/B (배)	3.1	1.9	1.6	1.1	1.1
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.3	5.7	6.7

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자의견 및 Valuation

### 투자의견 ‘중립’ 및 목표주가 5,700원(상승여력 +8.6%)

한온시스템에 대해 투자의견 ‘중립’과 목표주가 5,700원으로 커버리지를 개시한다. 24F EPS 295원에 Target P/E 19.4배를 적용했다. 이는 수익성 회복 시작된 원년인 16년 평균 P/E이다. Implied P/B는 1.22배로 역사적 하단에 위치한다. 24년부터는 기존 분기배당에서 기말배당으로 전환되었다. 올해 시행되는 밸류업 프로그램을 고려하면 아쉬운 점이다.

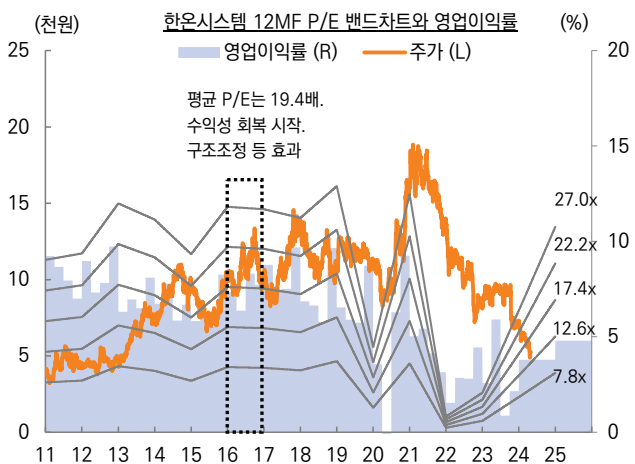
동사는 글로벌 공조 2위 업체로 경쟁사와 달리 Pure 업체로서의 강점이 있다. 그러나 선제적인 투자에 따라 높아진 비용과 경쟁사 대비 낮은 원재료비/물류비 전가로 수익성 회복이 지연되고 있다. 또한, BEV 시장 둔화로 인한 협상력 약화는 불가피하다고 판단한다. 그러나 24년부터 수익성 회복을 위한 작업이 시작될 예정이다. 감원 등 조직 효율화 조치, 운송비 비용 절감, 고객사 비용 분담 등이 지속될 예정이다. 24년 하반기 벤츠향 물량과 HMG 미국 전기차 전용 공장 가동으로 25년부터 고정비 레버리지 기대되는 상황이다.

표 61. 한온시스템 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
목표주가 (원)	5,700	
현재주가 (원)	5,250	24년 4월 26일(금) 기준. 현재 12MF P/E 14.5배
상승여력 (%)	8.6	투자의견 ‘중립’
24F EPS (원)	295	
Target P/E (배)	19.4	수익성 회복된 원년인 16년 평균 P/E

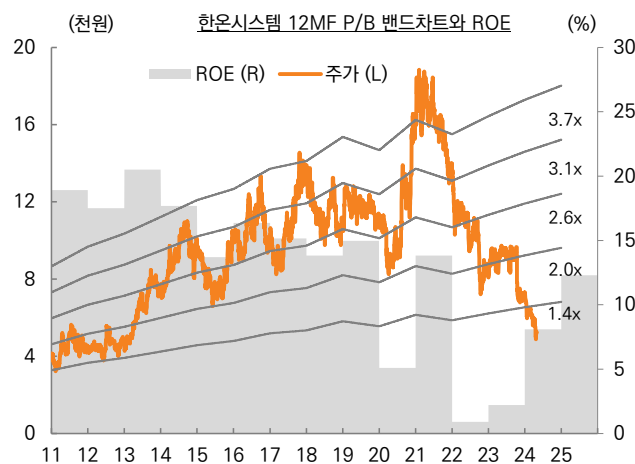
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 229. 한온시스템 영업이익-P/E 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 230. 한온시스템 ROE-P/B 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적 전망

1Q24 Preview: 수익성 개선은 완만하게 시작

매출액 2.4조원(+1.0% YoY, 컨센 대비 -1.0%), 영업이익 676억원(+12% YoY, 컨센 대비 -1.2%), OPM 2.9%(+0.3%p)를 예상한다. 원재료비 하락 효과, 고객사와의 판가 협상 등으로 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 예상한다. 다만, 고객사의 생산 감소와 BEV 중심 수요 둔화로 개선의 폭은 작을 것으로 보인다. 조직 효율화 작업에 따라 4Q23부터 발생하기 시작한 감원 비용은 24년 상반기까지도 지속될 것으로 판단된다.

표 62. 한온시스템 1Q24 실적 요약 테이블 (십억원)

	1Q23	4Q23	1Q24			컨센서스	
			발표치	YoY (%)	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,340.4	2,462.5	2,362.8	1.0	-4.1	2,387.3	-1.0
영업이익	60.2	53.3	67.6	12.2	26.8	68.4	-1.2
당기순이익	43.9	-54.8	28.2	-35.7	흑전	30.6	-7.8
영업이익률 (%)	2.6	2.2	2.9	0.3%p	0.7%p	2.9	0.0%p
순이익률 (%)	1.9	-2.2	1.2	-0.7%p	흑전	1.3	-0.1%p

자료: 미래에셋증권 리서치센터

24년 OPM 3.5%(+0.6%p YoY), 25년 OPM 4.7%(+1.2%p YoY)

24년 매출액 9.8조원(+2.6% YoY), 영업이익 3,432억원(+23.8% YoY), OPM 3.5%(+0.6%p YoY) 예상한다. 조직 효율화, 운송비 안정화, 고객비 비용 전가 효과가 연간에 걸쳐 발생할 것으로 예상한다. 다만, 감원에 따라 4Q23부터 발생하기 시작한 비용은 24년 상반기까지 지속될 것으로 예상된다. 또한, BEV 대비 HEV 수요가 확대됨에 따라 ASP 상승세 단기 둔화는 불가피한 상황이며 판가 전가 협상력도 다소 약해질 것으로 판단한다. 25년부터 HMG 미국 BEV 공장 물량 및 벤츠향 물량 본격 반영될 것으로 예상한다.

표 63. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,363	2,550	2,394	2,499	7,351	8,628	9,559	9,805	10,458
국내	662	659	602	685	616	689	603	692	2,235	2,372	2,608	2,600	2,752
아시아	284	304	348	372	297	294	337	384	1,253	1,357	1,307	1,311	1,369
유럽	857	892	809	865	870	902	843	824	2,426	2,922	3,423	3,439	3,635
미주	538	574	569	540	580	665	611	600	1,438	1,977	2,221	2,455	2,702
YoY (%)	18.2	15.3	6.0	5.0	1.0	5.0	2.9	1.5	7.0	17.4	10.8	2.6	6.7
국내	18.3	8.2	7.8	6.2	-6.9	4.6	0.3	0.9	7.2	6.1	10.0	-0.3	5.8
아시아	-6.7	4.0	-10.9	0.5	4.6	-3.5	-3.0	3.2	7.4	8.3	-3.6	0.3	4.4
유럽	26.6	24.8	14.0	5.4	1.5	1.2	4.2	-4.8	6.4	20.5	17.2	0.5	5.7
미주	22.3	17.0	5.8	6.0	7.9	15.8	7.3	11.1	7.1	37.5	12.3	10.5	10.0
매출총이익	214	284	189	221	229	255	251	265	849	847	908	1,000	1,203
GPM (%)	9.2	11.7	8.1	9.0	9.7	10.0	10.5	10.6	11.5	9.8	9.5	10.2	11.5
영업이익	60	143	20	53	68	81	89	106	326	257	277	343	492
YoY (%)	97.7	138.8	-67.2	-48.9	12.2	-43.7	336.6	99.3	3.2	-21.2	8.1	23.8	43.2
OPM (%)	2.6	5.9	0.9	2.2	2.9	3.2	3.7	4.3	4.4	3.0	2.9	3.5	4.7
지배순이익	44	107	-45	-55	28	36	40	54	309	20	51	158	266
YoY (%)	122.6	668.0	적전	적지	-35.7	-66.5	흑전	흑전	179.5	-93.4	149.5	209.3	68.6
NPM (%)	1.9	4.4	-1.9	-2.2	1.2	1.4	1.7	2.1	4.2	0.2	0.5	1.6	2.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,628	9,559	9,805	10,458
매출원가	7,781	8,651	8,805	9,255
매출총이익	847	908	1,000	1,203
판매비와관리비	590	631	657	711
조정영업이익	257	277	343	492
영업이익	257	277	343	492
비영업손익	-160	-132	-107	-94
금융손익	-93	-157	-125	-86
관계기업등 투자손익	9	12	17	20
세전계속사업손익	97	145	236	398
계속사업법인세비용	70	86	79	133
계속사업이익	27	59	157	265
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	27	59	157	265
지배주주	20	51	158	266
비지배주주	6	8	0	-1
총포괄이익	86	322	157	265
지배주주	84	314	153	258
비지배주주	3	8	4	7
EBITDA	814	876	963	1,078
FCF	-7	36	302	429
EBITDA 마진율 (%)	9.4	9.2	9.8	10.3
영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.5	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	0.5	1.6	2.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	4,195	3,697	4,005	3,963
현금 및 현금성자산	1,429	779	1,043	806
매출채권 및 기타채권	1,199	1,229	1,248	1,330
재고자산	972	1,140	1,157	1,234
기타유동자산	595	549	557	593
비유동자산	4,904	5,548	5,399	5,218
관계기업투자등	72	81	82	87
유형자산	2,371	2,716	2,742	2,706
무형자산	1,923	2,126	1,950	1,799
자산총계	9,099	9,244	9,403	9,181
유동부채	4,021	3,576	3,607	3,250
매입채무 및 기타채무	1,557	1,613	1,637	1,746
단기금융부채	1,994	1,476	1,476	977
기타유동부채	470	487	494	527
비유동부채	2,708	3,160	3,166	3,197
장기금융부채	2,323	2,710	2,710	2,710
기타비유동부채	385	450	456	487
부채총계	6,729	6,736	6,774	6,447
지배주주지분	2,236	2,371	2,493	2,599
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,225	2,330
비지배주주지분	134	137	136	135
자본총계	2,370	2,508	2,629	2,734

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	378	517	772	829
당기순이익	27	59	157	265
비현금수익비용가감	872	895	808	791
유형자산감가상각비	398	418	444	436
무형자산상각비	159	180	176	151
기타	315	297	188	204
영업활동으로인한자산및부채의변동	-373	-194	-5	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-218	-21	-18	-81
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-17	-77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	239	28	19	88
법인세납부	-65	-91	-79	-133
투자활동으로 인한 현금흐름	-643	-677	-470	-402
유형자산처분(취득)	-375	-416	-470	-400
무형자산감소(증가)	-257	-317	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	6	0	-2
기타투자활동	1	50	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	262	-480	-36	-659
장단기금융부채의 증가(감소)	585	-131	0	-499
자본의 증가(감소)	-12	0	0	0
배당금의 지급	-194	-185	-36	-160
기타재무활동	-117	-164	0	0
현금의 증가	25	-651	265	-237
기초현금	1,404	1,429	779	1,043
기말현금	1,429	779	1,043	806

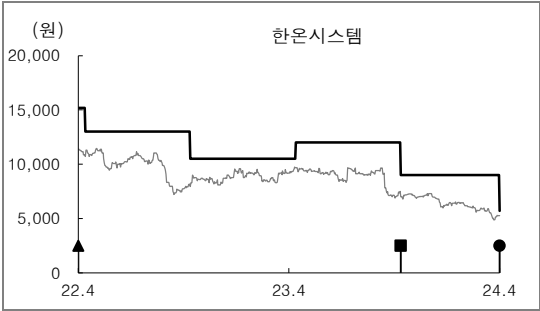
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	211.3	76.3	17.8	10.5
P/CF (x)	4.8	4.1	2.9	2.7
P/B (x)	1.9	1.6	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	9.0	8.5	6.3	5.4
EPS (원)	38	96	295	498
CFPS (원)	1,684	1,787	1,809	1,978
BPS (원)	4,191	4,445	4,673	4,871
DPS (원)	360	316	300	350
배당성향 (%)	718.4	286.4	101.8	70.5
배당수익률 (%)	4.4	4.3	5.7	6.7
매출액증가율 (%)	17.4	10.8	2.6	6.7
EBITDA증가율 (%)	-2.4	7.5	10.0	11.9
조정영업이익증가율 (%)	-21.2	8.1	23.8	43.2
EPS증가율 (%)	-93.4	149.5	209.3	68.6
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.2	8.1	8.3
재고자산 회전율 (회)	9.7	9.1	8.5	8.7
매입채무 회전율 (회)	7.1	6.8	6.7	6.7
ROA (%)	0.3	0.6	1.7	2.9
ROE (%)	0.9	2.2	6.5	10.4
ROIC (%)	1.4	2.0	3.8	5.8
부채비율 (%)	283.9	268.5	257.6	235.8
유동비율 (%)	104.3	103.4	111.0	121.9
순차입금/자기자본 (%)	121.4	135.2	118.3	104.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	1.5	2.3	4.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2024.04.29	중립	5,700	-	-
2023.11.10	Trading Buy	9,000	-29.05	-18.78
2023.05.12	매수	12,000	-26.06	-19.25
2022.11.10	매수	10,500	-15.76	-7.33
2022.05.12	매수	13,000	-24.40	-11.92
2022.02.11	매수	15,200	-24.36	-20.72



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>
<p>본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.</p>