



△ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

한온시스템 018880

4년 연속 연간 실적 가이던스 하회

- ✓ 4Q23 실적, 낮은 영업 수익 지속과 금융 비용 증가로 컨센서스 대폭 하회
- ✓ 연간 영업이익, 4년 연속 연초 제시됐던 가이던스 하회
- ✓ 총 수주 정체 지속, xEV 수주 대부분이 판매 목표 낮추고 있는 Legacy OEM
- ✓ 재무 구조 악화 지속, 2023년 기말 순부채 3.3조원으로 매년 큰 폭 증가세
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가 7,000원으로 하향

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	7,000 원		
현재주가 (2.14)	6,320 원		
상승여력	10.8%		
KOSPI	2,620.42pt		
시가총액	33,736억원		
발행주식수	53,380만주		
유동주식비율	29.99%		
외국인비중	15.99%		
52주 최고/최저가	9,730원/5,970원		
평균거래대금	44.7억원		
주요주주(%)			
한앤코오토훌딩스	50.50		
한국타이어앤테크놀로지	19.49		
국민연금공단	5.00		
주가상승률(%)			
1개월	6개월	12개월	
절대주가	-6.9	-34.1	-29.5
상대주가	-10.3	-35.3	-33.7

주가그래프

4년 연속 연간 실적 가이던스 하회

영업이익 가이던스 vs. 실제 영업이익. 2020년 5,350억원/3,158억원, 2021년 5,100억원/3,258억원, 2022년 4,100–4,500억원/2,566억원, 2023년 4,000억원/2,773억원. 지난 4년은 매크로 불확실성이 지대했던 시기였으며, 이에 따라 연도별 영업이익 가이던스의 눈높이도 지속 내려왔다. 그러나 실제 영업이익이 낮아져온 눈높이를 꾸준히 하회한 점은 분명 문제다.

실적 악화의 과정이 좋지 못하다. 총 수주는 정체이다. C19가 관통했던 2020–2021년을 제외하고 그 전후 2년을 보자. 2018–2019년 누적 신규 수주 총액 \$3.33bn, 2022–2023년은 \$3.45bn으로 멈춰 있다. 고객 구성도 어렵다. 신규 수주의 대부분을 차지하고 있는 xEV 수주의 주요 고객은 점유율 확장을 이어가는 Tesla · 중국 OEM이 아니라 전기차 판매 목표를 조정 중인 Legacy OEM들이다. 비용 구조도 어렵다. 자산화했던 유무형자산 투자 비용이 상각비 증가로 돌아오고 있고, 억눌려 왔던 인건비는 구조조정으로 더욱 조이고 있다. 재무구조도 악화 일로다. 2016년 순현금이 순부채로 전환된 이후 지속적인 현금 축소 · 부채 증가로 2023년 기말 3.30조원 순부채를 기록 중이다. 2H23 세전이익 적자도 금융 비용 영향이 커다.

투자의견 Hold 유지, 적정주가 7,000원으로 하향

xEV 고객 대부분이 전기차 사업 적자이며 판매 목표를 낮추고 있다. 곳간이 비었는데 인심이 후하기 어렵다 판단한다. 2024년 매출 · 영업이익 추정을 조정한다. 금융비용 부담이 지속 중이다. 세전이익 추정 또한 조정한다.

투자의견 Hold를 유지한다. 적정주가는 조정된 2024년 EPS 추정에 Denso의 열관리 사업에 대한 산술적 PER을 적용하여 7,000원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	7,351.4	325.8	308.5	578	179.5	4,390	10.9	1.4	6.6	13.8	142.7
2022	8,627.7	256.6	20.4	38	-93.4	4,189	165.1	1.5	7.4	0.9	172.9
2023P	9,559.3	277.3	51.0	96	149.5	4,006	66.2	1.6	7.7	2.3	179.3
2024E	9,759.2	329.4	164.6	308	222.8	4,009	20.5	1.6	7.0	7.7	179.4
2025E	9,903.1	356.5	187.4	351	13.9	4,056	18.0	1.6	6.6	8.7	177.8

표1 4Q23 실적, 낮은 영업 수익과 금융 비용 증가로 적자 지속

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,462.5	2,345.3	5.0	2,327.4	5.8	2,408.2	2.3	2,387.5	3.1
영업이익	53.3	104.3	-48.9	20.3	162.7	56.4	-5.5	78.8	-32.4
세전이익	-30.4	27.0	적자전환	-26.9	적자지속	34.5	-188.1	65.2	-146.6
순이익	-54.8	-30.0	적자지속	-45.4	적자지속	25.3	-316.5	51.2	-206.9
영업이익률(%)	2.2	4.4		0.9		2.3		3.3	
세전이익률(%)	-1.2	1.2		-1.2		1.4		2.7	
순이익률(%)	-2.2	-1.3		-1.9		1.1		2.1	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 영업이익, 컨센서스 대비 -17% 하회 전망

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,759.2	9,825.2	-0.7	9,903.1	10,562.0	-6.2
영업이익	329.4	398.4	-17.3	356.5	539.4	-33.9
세전이익	239.7	307.7	-22.1	271.6	446.8	-39.2
순이익	164.6	231.1	-28.8	187.4	340.5	-45.0
영업이익률(%)	3.4	4.1	-0.7p	3.6	5.1	-1.5p
세전이익률(%)	2.5	3.1	-0.7p	2.7	4.2	-1.5p
순이익률(%)	1.7	2.4	-0.7p	1.9	3.2	-1.3p

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 EPS, 금융비용 부담 반영 -28% 조정

(십억원)	2023P	2024E	2025E
매출액 – 신규 추정	9,559.3	9,759.2	9,903.1
매출액 – 기존 추정	9,484.3	9,868.4	9,972.2
% change	0.8%	-1.1%	-0.7%
영업이익 – 신규 추정	277.3	329.4	356.5
영업이익 – 기존 추정	302.8	388.7	384.3
% change	-8.4%	-15.3%	-7.2%
세전이익 – 신규 추정	144.6	239.7	271.6
세전이익 – 기존 추정	240.1	330.6	330.6
% change	-39.8%	-27.5%	-17.8%
지배주주 순이익 – 신규 추정	51.0	164.6	187.4
지배주주 순이익 – 기존 추정	157.0	229.5	229.6
% change	-67.5%	-28.3%	-18.4%
EPS (우선주 포함) – 신규 추정	95.5	308.3	351.1
EPS (우선주 포함) – 기존 추정	294.1	429.9	430.0
% change	-67.5%	-28.3%	-18.4%

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,462.5	2,422.1	2,515.9	2,288.9	2,532.2	9,559.3	9,759.2	9,903.1
(% YoY)	18.2	15.3	6.0	5.0	3.5	3.6	-1.7	2.8	10.8	2.1	1.5
OP	60.2	143.5	20.3	53.3	75.1	85.5	80.1	88.6	277.3	329.4	356.5
(% YoY)	97.7	138.8	-67.2	-48.9	24.7	-40.4	294.9	66.3	8.1	18.8	8.2
RP	66.6	135.2	-26.9	-30.4	52.7	63.1	57.7	66.2	144.6	239.7	271.6
(% YoY)	122.6	827.6	적전	적전	-21.0	-53.3	흑전	흑전	48.8	65.8	13.3
NP	43.9	107.2	-45.4	-54.8	36.5	41.9	38.6	47.5	51.0	164.6	187.4
(% YoY)	122.6	668.0	적전	적지	-16.8	-60.9	흑전	흑전	149.5	222.8	13.9
OP margin (%)	2.6	5.9	0.9	2.2	3.1	3.4	3.5	3.5	2.9	3.4	3.6
RP margin (%)	2.8	5.6	-1.2	-1.2	2.2	2.5	2.5	2.6	1.5	2.5	2.7
NP margin (%)	1.9	4.4	-1.9	-2.2	1.5	1.7	1.7	1.9	0.5	1.7	1.9

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표5 BEV 열관리 선도 업체 Denso의 열관리 사업부 만의 PER (사업부별 매출 비중으로 가중 평균하여 확인) 23.3배를 한온시스템의 적정 베이스으로 적용

(% 배)	Denso의 사업부별 매출 비중		현재 Denso PER	사업부별 적용 PER		
	일반 부품	공조 및 열관리		Bloomberg 기준	일반 부품	공조 및 열관리
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e = (c-a / 100 x d) x 100 / b)	
Denso	75.9	24.1	12.6	9.2		23.3

참고: 적정 PER 산정은 Denso가 현재 거래되고 있는 PER 값에 각 사업부의 가치가 가중 평균되어 있다고 가정하고, 기타 사업의 가치를 배제한 공조 사업 만이 지닌 PER 값을 확인

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 Denso 열관리 사업부 적정 PER 23.3배를 한온시스템 2024년 EPS 추정치에 적용해 적정 주가 7,000원 산출, 투자의견 Hold 유지

적정 베이스 PER (배, a) - Denso 열관리 사업부 PER	23.3배
한온시스템 2024E EPS (원, b)	308원
Fair Value (원, c = a x b)	7,193원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	7,000원
현재 주가 (2월 14일 기준 종가)	6,320원
괴리를 (%)	+10.8%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	7,351.4	8,627.7	9,559.3	9,759.2	9,903.1
매출액증가율(%)	7.0	17.4	10.8	2.1	1.5
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,650.7	8,798.2	8,915.2
매출총이익	849.0	847.1	908.6	961.0	987.9
판매관리비	523.2	590.5	631.4	631.6	631.4
영업이익	325.8	256.6	277.3	329.4	356.5
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	3.4	3.6
금융손익	-8.2	-103.5	-107.1	-102.7	-98.3
종속/관계기업손익	5.4	8.9	12.7	13.1	13.5
기타영업외손익	28.9	-159.4	-132.7	-89.7	-84.9
세전계속사업이익	354.6	97.2	144.6	239.7	271.6
법인세비용	43.9	70.4	85.7	67.1	76.1
당기순이익	310.7	26.7	58.9	172.6	195.6
지배주주지분 순이익	308.5	20.4	51.0	164.6	187.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	636.3	378.3	300.5	960.0	1,056.8
당기순이익(손실)	310.7	26.7	58.9	172.6	195.6
유형자산상각비	374.7	398.4	415.5	433.4	436.5
무형자산상각비	133.9	159.5	174.9	192.5	208.8
운전자본의 증감	-189.5	-373.1	-407.1	21.8	80.3
투자활동 현금흐름	-557.3	-643.3	-1,688.5	-778.4	-881.3
유형자산의증가(CAPEX)	-387.7	-385.1	-450.0	-450.0	-450.0
투자자산의감소(증가)	0.9	0.0	-23.9	-2.3	-1.7
재무활동 현금흐름	-24.2	262.0	654.5	-165.6	-164.0
차입금의 증감	234.8	523.0	802.5	5.2	6.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	78.4	25.4	-664.4	16.0	11.5
기초현금	1,326.7	1,405.1	1,429.1	764.7	780.7
기말현금	1,403.8	1,429.1	764.7	780.7	792.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	3,551.7	4,194.8	4,023.8	4,107.9	4,168.5
현금및현금성자산	1,403.8	1,429.1	764.7	780.7	792.3
매출채권	882.7	1,136.1	1,338.3	1,366.3	1,386.4
재고자산	810.1	971.9	1,147.1	1,171.1	1,188.4
비유동자산	4,682.0	4,904.0	5,199.1	5,450.6	5,682.5
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,405.9	2,422.5	2,435.9
무형자산	1,790.2	1,923.1	2,157.6	2,374.4	2,575.0
투자자산	145.8	100.9	111.8	114.1	115.8
자산총계	8,233.7	9,098.8	9,222.9	9,558.5	9,851.1
유동부채	2,813.5	4,021.1	3,853.1	4,212.3	4,502.3
매입채무	946.0	1,231.1	1,194.9	1,268.7	1,386.4
단기차입금	831.9	1,455.2	727.6	720.3	713.1
유동성장기부채	335.4	519.6	831.3	839.6	848.0
비유동부채	2,943.6	2,707.8	3,097.4	3,072.1	3,049.9
사채	1,706.0	1,546.6	1,593.0	1,624.8	1,657.3
장기차입금	661.3	577.1	923.3	895.6	868.7
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,950.6	7,284.4	7,552.2
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-11.0	-9.8	-9.8	-9.8	-9.8
기타포괄이익누계액	-66.4	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,146.0	2,147.7	2,172.5
비지배주주지분	133.4	133.9	133.9	133.9	133.9
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,272.3	2,274.1	2,298.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,772	16,163	17,908	18,283	18,552
EPS(지배주주)	578	38	96	308	351
CFPS	2,630	2,677	1,433	1,463	1,484
EBITDAPS	1,563	1,526	1,626	1,790	1,877
BPS	4,390	4,189	4,006	4,009	4,056
DPS	360	360	320	320	320
배당수익률(%)	5.7	5.7	5.1	5.1	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	10.9	165.1	66.2	20.5	18.0
PCR	4.1	5.8	5.3	4.3	4.1
PSR	13,772	16,163	17,908	18,283	18,552
PBR	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
EBITDA(십억원)	834.3	814.5	867.7	955.3	1,001.8
EV/EBITDA	6.6	7.4	7.7	7.0	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	0.9	2.3	7.7	8.7
EBITDA 이익률	11.3	9.4	9.1	9.8	10.1
부채비율	142.7	172.9	179.3	179.4	177.8
금융비용부담률	1.2	1.2	1.8	1.8	1.8
이자보상배율(X)	380.4	243.0	164.1	191.1	202.8
매출채권회전율(X)	7.4	8.5	7.7	7.2	7.2
재고자산회전율(X)	10.2	9.7	9.0	8.4	8.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

