

2024. 5. 10



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **6,500 원**

현재주가 (5.9) **5,700 원**

상승여력 **14.0%**

KOSPI	2,712.14pt
시가총액	30,427억원
발행주식수	53,380만주
유동주식비율	29.99%
외국인비중	13.73%
52주 최고/최저가	9,730원/4,880원
평균거래대금	88.2억원

주요주주(%)

한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-24.1	-40.6
상대주가	-3.8	-32.1	-45.0

주가그래프



한온시스템 018880

신규 수주 정체 · 수익성 악화의 지속

- ✓ 1Q24 영업이익 · 지배주주 순이익, 컨센서스 각각 -6.8%, -76.8% 하회
- ✓ 수익성 악화 지속 중, 2018년 8.4%를 기록했던 영업이익률, 매년 YoY 하락세가 이어졌으며 지난 2023년 2.9%까지 축소, 이번 1Q24 영업이익률은 2.7%
- ✓ 재무구조 악화 또한 지속, 순부채비율, 2021년 93%/ 2022년 119%/ 2023년 134%/ 1Q24 148%. 1Q21 지배주주 순이익 부진 원인 또한 금융 비용
- ✓ 적정주가 6,500원으로 하향, 투자의견 Hold 유지

1Q24 실적, 매출 정체 · 수익성 부진 지속

매출 2.40조원 (+2.7% YoY, 이하 YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 전방산업 수요 부진에도 불구하고, 원/달러 환율 약세 및 비용 보전 효과를 통해 전년 동기와 유사한 매출 규모를 지켜냈다. 영업이익 653억원 (+8.5%)과 지배주주 순이익 83억원 (-81.1%)으로 컨센서스 대비 각각 -6.8%, -76.8% 낮은 수치를 기록했다. 영업이익은 물류 비용 정상화 · 인력 구조조정 등에 힘입어 전년 동기 대비 회복됐으나, 구조적 상승세가 이어지고 있는 유무형자산 상각비 증가 부담으로 컨센서스를 하회했다. 지배주주 순이익 또한 기대 이하의 영업이익과 더불어 재무 구조 악화에 따른 금융 비용 부담 확대 (+67%)로 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다.

장기화된 수익성 악화 타개 필요

비용 구조 악화와 이에 따른 분기 실적 부진을 반영해 2024년 EPS 추정치를 -10.3% 조정한다. 적정주가 또한 조정 EPS에 Denso의 열관리 사업 부문 PER을 적용해 6,500원으로 하향한다. 투자의견은 기존 Hold를 유지한다.

수익성 악화가 지속 중이다. 2018년 8.4%를 기록했던 영업이익률은 매년 YoY 하락세가 이어졌으며 지난 2023년 2.9%까지 축소됐다. 컨센서스 하회 실적을 기록한 이번 1Q24 영업이익률은 2.7%였다. BEV 시장에서 판매 및 손익 성과가 부진한 Legacy OEM 중심의 매출 구조가 장기 신규 수주 정체를 야기하고 있으며, 상각비와 개발비의 구조적 증가가 2024년에도 멈추지 않는다. 기업가치 개선을 위해서는 BEV 시장 선도업체들에 대한 신규 수주 확보와 매출 기여 시작, 과거 자산화 처리했던 비용들의 신규 반영 증가 폭 둔화 확인이 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,627.7	256.6	20.4	38	-93.4	4,189	148.9	1.4	7.2	0.9	180.6
2023	9,559.3	277.3	51.0	96	149.5	4,443	59.7	1.3	7.3	2.2	165.3
2024E	9,740.4	319.5	147.7	277	189.7	4,397	20.6	1.3	6.8	6.3	170.5
2025E	10,016.1	360.6	185.0	346	25.2	4,439	16.5	1.3	6.5	7.8	173.3
2026E	10,158.5	386.0	206.3	386	11.5	4,521	14.8	1.3	6.3	8.6	174.0

표1 1Q24 실적, 상각비 부담 확대와 금융 비용 증가로 컨센서스 하회

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,404.6	2,340.4	2.7	2,462.5	-2.4	2,411.7	-0.3	2,422.1	-0.7
영업이익	65.3	60.2	8.5	53.3	22.6	70.1	-6.8	75.1	-13.0
세전이익	20.8	66.6	-68.8	-30.4	흑자전환	46.4	-55.2	52.7	-60.5
순이익	8.3	43.9	-81.1	-54.8	흑자전환	35.7	-76.8	36.5	-77.3
영업이익률(%)	2.7	2.6		2.2		2.9		3.1	
세전이익률(%)	0.9	2.8		-1.2		1.9		2.2	
순이익률(%)	0.3	1.9		-2.2		1.5		1.5	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 영업이익 · 지배주주 순이익, 컨센서스 대비 각각 -13% · -26% 하회 전망

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,740.4	9,876.2	-1.4	10,016.1	10,528.8	-4.9
영업이익	319.5	368.4	-13.3	360.6	502.7	-28.3
세전이익	222.9	270.9	-17.7	268.3	402.8	-33.4
순이익	147.7	200.2	-26.2	185.0	300.7	-38.5
영업이익률(%)	3.3	3.7	-0.4p	3.6	4.8	-1.2p
세전이익률(%)	2.3	2.7	-0.5p	2.7	3.8	-1.1p
순이익률(%)	1.5	2.0	-0.5p	1.8	2.9	-1.0p

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 영업이익 · 지배주주 순이익, 기존 추정 대비 각각 -3%, -10% 하향 조정

(십억원)	2024E	2025E	2026E
매출액 - 신규 추정	9,740.4	10,016.1	10,158.5
매출액 - 기존 추정	9,759.2	9,903.1	9,989.9
% change	-0.2%	1.1%	1.7%
영업이익 - 신규 추정	319.5	360.6	386.0
영업이익 - 기존 추정	329.4	356.5	379.6
% change	-3.0%	1.1%	1.7%
세전이익 - 신규 추정	222.9	268.3	298.1
세전이익 - 기존 추정	239.7	271.6	299.5
% change	-7.0%	-1.2%	-0.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	147.7	185.0	206.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	164.6	187.4	207.4
% change	-10.3%	-1.3%	-0.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	276.7	346.5	386.4
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	308.3	351.1	388.6
% change	-10.3%	-1.3%	-0.6%

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,462.5	2,404.6	2,526.4	2,312.0	2,497.4	9,740.4	10,016.1	10,158.5
(% YoY)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	4.0	-0.7	1.4	1.9	2.8	1.4
OP	60.2	143.5	20.3	53.3	65.3	85.9	80.9	87.4	319.5	360.6	386.0
(% YoY)	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-40.1	298.9	64.0	15.2	12.8	7.1
RP	66.6	135.2	-26.9	-30.4	20.8	66.8	65.0	70.3	222.9	268.3	298.1
(% YoY)	122.6	827.6	-204.8	-212.5	-68.8	-50.6	흑자전환	흑자전환	54.2	20.3	11.1
NP	43.9	107.2	-45.4	-54.8	8.8	44.6	43.8	50.5	147.7	185.0	206.3
(% YoY)	122.6	668.0	-369.7	82.3	-80.0	-58.4	흑자전환	흑자전환	189.7	25.2	11.5
OP margin (%)	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.4	3.5	3.5	3.3	3.6	3.8
RP margin (%)	2.8	5.6	-1.2	-1.2	0.9	2.6	2.8	2.8	2.3	2.7	2.9
NP margin (%)	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.4	1.8	1.9	2.0	1.5	1.8	2.0

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표5 BEV 열관리 선도 업체 Denso의 열관리 사업부 만의 PER (사업부별 매출 비중으로 가중 평균하여 확인) 24.1배를 한온시스템의 적정 밸류에이션으로 적용

(% , 배)	Denso의 사업부별 매출 비중		현재 Denso PER	사업부별 적용 PER	
	일반 부품 (a)	공조 및 열관리 (b)	Bloomberg 기준 (c)	일반 부품 (d)	공조 및 열관리 (e = (c - a / 100 x d) x 100 / b)
Denso	75.7	24.3	14.1	10.9	24.1

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 24.1배를 한온시스템 2024년 EPS 추정치에 적용해 적정 주가 6,500원 산출, 투자 의견 Hold 유지

적정 밸류에이션 PER (배, a) - Denso 열관리 사업부 PER	24.1배
한온시스템 2024E EPS (원, b)	277원
Fair Value (원, c = a x b)	6,659원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	6,500원
현재 주가 (5월 9일 기준 증가)	5,700원
과리율 (%)	+14.0%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,627.7	9,559.3	9,740.4	10,016.1	10,158.5
매출액증가율(%)	17.4	10.8	1.9	2.8	1.4
매출원가	7,780.6	8,651.7	8,793.3	9,013.9	9,127.5
매출총이익	847.1	907.6	947.0	1,002.3	1,031.0
판매관리비	590.5	630.3	627.5	641.7	645.0
영업이익	256.6	277.3	319.5	360.6	386.0
영업이익률(%)	3.0	2.9	3.3	3.6	3.8
금융손익	-103.5	-86.0	-109.4	-105.5	-101.6
중속/관계기업손익	8.9	12.5	12.8	13.2	13.6
기타영업외손익	-159.4	-132.7	-96.6	-92.3	-88.0
세전계속사업이익	97.2	144.6	222.9	268.3	298.1
법인세비용	70.4	85.7	67.3	75.1	83.5
당기순이익	26.7	58.9	155.7	193.2	214.6
지배주주지분 손이익	20.4	51.0	147.7	185.0	206.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,194.8	3,696.9	4,100.0	4,216.1	4,276.0
현금및현금성자산	1,429.1	778.6	779.2	801.3	812.7
매출채권	1,136.1	1,196.0	1,363.7	1,402.3	1,422.2
재고자산	971.9	1,140.4	1,168.8	1,201.9	1,219.0
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,791.1	5,998.9	6,189.8
유형자산	2,371.4	2,716.5	2,732.6	2,745.8	2,756.6
무형자산	1,923.1	2,126.0	2,313.0	2,485.5	2,644.4
투자자산	100.9	91.9	113.9	117.1	118.8
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,891.1	10,215.0	10,465.8
유동부채	4,021.1	3,576.1	4,258.6	4,544.4	4,732.4
매입채무	1,231.1	1,308.4	1,266.2	1,402.3	1,422.2
단기차입금	1,515.1	967.5	996.5	1,046.3	1,077.7
유동성장기부채	459.7	499.8	504.8	509.8	514.9
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,148.8	3,164.4	3,183.4
사채	1,546.6	1,413.2	1,441.5	1,470.3	1,499.7
장기차입금	758.8	1,266.0	1,291.3	1,317.1	1,343.4
부채총계	6,728.9	6,735.9	7,407.3	7,708.8	7,915.9
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1
기타포괄이익누계액	-36.7	239.4	239.4	239.4	239.4
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	2,078.4	2,100.8	2,144.5
비지배주주지분	133.9	136.8	136.8	136.8	136.8
자본총계	2,369.9	2,508.5	2,483.8	2,506.1	2,549.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	378.3	517.4	693.9	1,048.6	1,001.0
당기순이익(손실)	26.7	58.9	155.7	193.2	214.6
유형자산상각비	398.4	418.1	433.8	436.8	439.2
무형자산상각비	159.5	180.3	196.2	210.8	224.3
운전자본의 증감	-373.1	-193.5	-238.2	64.3	-17.1
투자활동 현금흐름	-643.3	-677.3	-600.4	-965.3	-911.0
유형자산의증가(CAPEX)	-385.1	-481.2	-450.0	-450.0	-450.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.7	-22.0	-3.2	-1.7
재무활동 현금흐름	262.0	-480.3	-92.8	-61.3	-78.6
차입금의 증감	523.0	-223.2	87.6	109.5	92.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.4	-650.6	0.7	22.1	11.4
기초현금	1,405.1	1,430.5	778.6	779.2	801.3
기말현금	1,429.1	778.6	779.2	801.3	812.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	16,163	17,908	18,247	18,764	19,031
EPS(지배주주)	38	96	277	346	386
CFPS	2,677	1,459	1,460	1,501	1,522
EBITDAPS	1,526	1,640	1,779	1,889	1,966
BPS	4,189	4,443	4,397	4,439	4,521
DPS	360	316	320	320	320
배당수익률(%)	6.3	5.5	5.6	5.6	5.6
Valuation(Multiple)					
PER	148.9	59.7	20.6	16.5	14.8
PCR	5.3	4.7	3.9	3.7	3.5
PSR	16,163	17,908	18,247	18,764	19,031
PBR	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
EBITDA(십억원)	814.5	875.7	949.5	1,008.2	1,049.5
EV/EBITDA	7.2	7.3	6.8	6.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	2.2	6.3	7.8	8.6
EBITDA 이익률	9.4	9.2	9.7	10.1	10.3
부채비율	180.6	165.3	170.5	173.3	174.0
금융비용부담률	1.2	1.9	1.9	1.9	1.9
이자보상배율(x)	243.0	149.3	168.7	186.7	195.9
매출채권회전율(x)	8.5	8.2	7.6	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	9.7	9.1	8.4	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 간섭 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 하시기를 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

