

2024. 8. 8



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 5,000 원**현재주가 (8.8)** 4,065 원**상승여력** 23.0%

KOSPI 2,556.73pt

시가총액 21,699억원

발행주식수 53,380만주

유동주식비율 29.99%

외국인비중 10.35%

52주 최고/최저가 9,690원/3,870원

평균거래대금 121.2억원

주요주주(%)

한앤코오토홀딩스 50.50

한국타이어엔테크놀로지 19.49

국민연금공단 5.00

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -9.4 -36.5 -52.0

상대주가 1.3 -34.9 -51.6

주가그래프

한온시스템 018880

먹구름

- ✓ BEV 시장의 성장은 지속 중. 1H24 글로벌 판매 +10% YoY, 침투율 +1%p YoY
- ✓ 그러나 한온시스템 전방 고객사는 BEV 시장 성장을 따라가지 못하고 있는 업체들
- ✓ 시장 성장 불구, 기대 이하의 판매 성과로 컨센서스 대폭 하회 실적 기록
- ✓ 기업가치 개선 위해서는 시장 성장을 이끌고 있는 신규 고객사 수주 확보 필요
- ✓ 적정주가 5,000원으로 하향, 투자 의견 Hold 유지

2Q24 영업이익 · 지배주주 순이익, 컨센서스 -15% · -185% 하회

매출 2,562억원 (+5% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 우호적 환율 효과 (원/달러 평균 환율 +4%)를 누렸다. 영업이익은 716억원 (-50% YoY)으로 컨센서스를 -15% 하회했다. 영업이익률 2.8%로 전년 동기 대비 절반 수준으로 하락했다. 전방 업체 BEV 판매 부진으로 생산물량이 사업계획을 -7% 하회했으며, 가동률 하락에 따른 수익성 훼손이 발생했다. 지배주주 순이익은 -341억원으로 적자 전환했다. 컨센서스 -185% 하회다. 재무건전성 악화에 따른 이자비용 확대가 문제였다.

성장하는 전방 업체로부터의 수주 확보 부재가 문제

실적 부진이 지속이다. 영업이익률은 2017년 8.4%를 기록한 뒤 매년 내림세다. 성장하는 전방 업체 수주 확보 부재가 원인이다. 전세계 BEV 판매 성장률이 주춤해진 것은 사실이나 성장 기조는 여전하다. 1H24 전세계 총 자동차 판매는 +2% 증가했으며, 전세계 BEV 판매는 +10% 늘어났다. 전세계 BEV 침투율도 1%p YoY 확대됐다. 그러나 한온시스템 열관리시스템 주력 고객사들은 시장 성장을 이끌고 있는 업체들이 아니기에, 실적과 시장 수요 성장이 동행하지 못하고 있다. 경쟁력 있는 BEV 모델을 준비하지 못한 기존 고객사들의 중장기 판매 전망 축소로 앞으로의 전망도 불투명하다. 지지부진한 신규 수주가 이를 반증한다 (2022년 \$1.90bn, 2023년 \$1.55bn, 2024년 \$1.50bn 목표 (상반기 40% 달성)). 2H24 중 새로운 경쟁자도 참전한다. 현대위아가 현대차/기아의 신규 BEV 플랫폼 열관리시스템 수주 확보를 노리고 있다. 현대차/기아는 한온시스템의 최대 고객이다 (매출 비중 48%). 기업가치 개선 조건은 간단하다. 미래 성장을 담보할 신규 수주의 확대다. Hold 투자 의견을 유지하며, 2025년 EPS 추정치에 Denso의 열관리 사업부 PER 14.9배를 적용해 적정주가 5,000원을 제시한다.

(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	106.2	1.0	5.9	0.9	172.9
2023	9,559.3	277.3	51.0	96	149.5	4,443	42.6	0.9	6.3	2.2	165.3
2024E	9,935.0	306.0	12.3	23	-76.0	4,078	177.1	1.0	6.0	0.5	183.0
2025E	10,393.1	379.3	186.0	349	1,418.1	4,122	11.7	1.0	5.5	8.5	185.8
2026E	10,544.4	400.7	212.2	397	14.0	4,216	10.2	1.0	5.4	9.5	185.8

표1 2Q24 영업이익, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 확대로 컨센서스 -15% 하회

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,559.9	2,429.1	5.4	2,404.6	6.5	2,498.2	2.5	2,526.4	1.3
영업이익	71.6	143.5	-50.1	65.3	9.6	84.5	-15.3	85.9	-16.7
세전이익	-32.8	135.2	적자전환	20.8	적자전환	50.1	-165.4	66.8	-149.0
순이익	-34.1	107.2	적자전환	8.8	적자전환	40.3	-184.8	44.6	-176.5
영업이익률(%)	2.8	5.9		2.7		3.4		3.4	
세전이익률(%)	-1.3	5.6		0.9		2.0		2.6	
순이익률(%)	-1.3	4.4		0.4		1.6		1.8	

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 영업이익 · 지배주주 순이익, 컨센서스 대비 각각 -13.8% · -91.7% 하회 전망

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,935.0	9,898.6	0.4	10,393.1	10,526.8	-1.3
영업이익	306.0	354.9	-13.8	379.3	481.6	-21.2
세전이익	45.5	215.3	-78.8	270.1	355.5	-24.0
순이익	12.3	148.3	-91.7	186.0	254.2	-26.8
영업이익률(%)	3.1	3.6	-0.5p	3.7	4.6	-0.9p
세전이익률(%)	0.5	2.2	-1.7p	2.6	3.4	-0.8p
순이익률(%)	0.1	1.5	-1.4p	1.8	2.4	-0.6p

자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 영업이익 · 지배주주 순이익, 기존 추정 대비 각각 -5.2%, -91.7% 하향 조정

(십억원)	2024E	2025E	2026E
매출액 - 신규 추정	9,935.0	10,393.1	10,544.4
매출액 - 기존 추정	9,837.4	10,297.1	10,558.5
% change	1.0%	0.9%	-0.1%
영업이익 - 신규 추정	306.0	379.3	400.7
영업이익 - 기존 추정	322.6	370.0	393.7
% change	-5.2%	2.5%	1.8%
세전이익 - 신규 추정	45.5	270.1	306.6
세전이익 - 기존 추정	223.3	268.9	301.2
% change	-79.6%	0.5%	1.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	12.3	186.0	212.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	146.8	186.2	208.8
% change	-91.7%	-0.1%	1.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	23.0	348.5	397.5
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	275.0	348.7	391.1
% change	-91.7%	-0.1%	1.6%

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,340.4	2,429.1	2,327.4	2,462.5	2,404.6	2,559.9	2,445.9	2,524.6	9,935.0	10,393.1	10,544.4
(% YoY)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	5.1	2.5	3.9	4.6	1.5
OP	60.2	143.5	20.3	53.3	65.3	71.6	80.7	88.4	306.0	379.3	400.7
(% YoY)	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-50.1	297.9	65.8	10.3	24.0	5.6
RP	66.6	135.2	-26.9	-30.4	20.8	-32.8	8.7	48.8	45.5	270.1	306.6
(% YoY)	122.6	827.6	-204.8	-212.5	-68.8	-124.2	흑자전환	흑자전환	-68.5	493.1	13.5
NP	43.9	107.2	-45.4	-54.8	8.3	-34.1	3.1	35.0	12.3	186.0	212.2
(% YoY)	122.6	668.0	-369.7	82.3	-81.1	-131.8	흑자전환	흑자전환	-76.0	1,418.1	14.0
OP margin (%)	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	2.8	3.3	3.5	3.1	3.7	3.8
RP margin (%)	2.8	5.6	-1.2	-1.2	0.9	-1.3	0.4	1.9	0.5	2.6	2.9
NP margin (%)	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	0.1	1.4	0.1	1.8	2.0

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표5 Denso 열관리 사업부 적정 PER 14.9배를 한온시스템 2025년 EPS 추정치에 적용해
표6 적정 주가 5,000원 산출, 투자의견 Hold 유지

적정 밸류에이션 PER (배, a) - Denso 열관리 사업부 PER	14.9배
한온시스템 2025E EPS (원, b)	349원
Fair Value (원, c = a x b)	5,193원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	5,000원
현재 주가 (8월 8일 기준 종가)	4,065원
괴리율 (%)	+23.0%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,627.7	9,559.3	9,935.0	10,393.1	10,544.4
매출액증가율(%)	17.4	10.8	3.9	4.6	1.5
매출원가	7,780.6	8,651.1	8,988.6	9,349.8	9,480.9
매출총이익	847.1	908.2	946.5	1,043.4	1,063.5
판매관리비	590.5	630.9	640.5	664.0	662.8
영업이익	256.6	277.3	306.0	379.3	400.7
영업이익률(%)	3.0	2.9	3.1	3.6	3.8
금융손익	-103.5	-86.0	-273.3	-122.4	-107.7
종속/관계기업손익	8.9	12.5	12.8	13.2	13.6
기타영업외손익	-159.4	-132.7	-260.4	-109.2	-94.1
세전계속사업이익	97.2	144.6	45.5	270.1	306.6
법인세비용	70.4	85.7	25.2	75.6	85.8
당기순이익	26.7	58.9	20.3	194.5	220.7
지배주주지분 순이익	20.4	51.0	12.3	186.0	212.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,194.8	3,696.9	4,181.9	4,374.8	4,438.5
현금및현금성자산	1,429.1	778.6	794.8	831.5	843.6
매출채권	1,136.1	1,196.0	1,390.9	1,455.0	1,476.2
재고자산	971.9	1,140.4	1,192.2	1,247.2	1,265.3
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,793.4	6,003.3	6,194.3
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	116.2	121.6	123.3
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,975.3	10,378.1	10,632.7
유동부채	4,021.1	3,576.1	4,299.9	4,650.6	4,833.3
매입채무	1,231.1	1,308.4	1,291.6	1,455.0	1,476.2
단기차입금	1,455.2	967.5	996.5	1,046.3	1,077.7
유동성장기부채	519.6	499.8	504.8	509.8	514.9
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,361.8	3,390.2	3,412.2
사채	1,546.6	1,413.2	1,441.5	1,470.3	1,499.7
장기차입금	577.1	1,266.0	1,291.3	1,317.1	1,343.4
부채총계	6,728.9	6,735.9	7,661.7	8,040.8	8,245.5
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-9.8	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1
기타포괄이익누계액	-50.0	239.4	239.4	239.4	239.4
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	1,908.2	1,931.9	1,981.8
비지배주주지분	133.9	136.8	136.8	136.8	136.8
자본총계	2,369.9	2,508.5	2,313.6	2,337.3	2,387.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	378.3	517.4	609.4	1,070.5	1,036.1
당기순이익(손실)	26.7	58.9	20.3	194.5	220.7
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	-314.8	44.4	-18.2
투자활동 현금흐름	-643.3	-677.3	-1,169.6	-972.6	-945.4
유형자산의증가(CAPEX)	-385.1	-481.2	-450.0	-450.0	-450.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.7	-27.5	-5.4	-1.8
재무활동 현금흐름	262.0	-480.3	545.8	-61.3	-78.6
차입금의 증감	523.0	-223.2	729.2	109.5	92.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.4	-650.6	16.2	36.6	12.1
기초현금	1,405.1	1,430.5	778.6	794.8	831.5
기말현금	1,429.1	778.6	794.8	831.5	843.6

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	16,163	17,908	18,612	19,470	19,753
EPS(지배주주)	38	96	23	349	397
CFPS	2,677	1,459	1,489	1,558	1,580
EBITDAPS	1,526	1,640	1,753	1,924	1,994
BPS	4,189	4,443	4,078	4,122	4,216
DPS	360	316	320	320	320
배당수익률(%)	8.9	7.8	7.9	7.9	7.9
Valuation(Multiple)					
PER	106.2	42.6	177.1	11.7	10.2
PCR	3.8	3.3	3.4	2.6	2.5
PSR	16,163	17,908	18,612	19,470	19,753
PBR	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	814.5	875.7	935.9	1,026.9	1,064.2
EV/EBITDA	5.9	6.3	6.0	5.5	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	2.2	0.5	8.5	9.5
EBITDA 이익률	9.4	9.2	9.4	9.9	10.1
부채비율	172.9	165.3	183.0	185.8	185.8
금융비용부담률	1.2	1.9	2.4	2.4	2.4
이자보상배율(x)	243.0	149.3	126.8	154.1	159.6
매출채권회전율(x)	8.5	8.2	7.7	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	9.7	9.1	8.5	8.5	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 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	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.26	Indepth	Hold	11,000	김준성	-11.3	4.1	
2022.11.09	기업브리프	Hold	9,000	김준성	-0.6	8.1	
2023.08.10	기업브리프	Hold	10,000	김준성	-23.2	-3.1	
2024.02.14	기업브리프	Hold	7,000	김준성	-16.5	-7.3	
2024.05.10	기업브리프	Hold	6,500	김준성	-26.0	-12.2	
2024.08.08	기업브리프	Hold	5,000	김준성	-	-	