



Neutral (유지)

목표주가(12M) 4,600원(하향)
현재주가(11.13) 4,040원

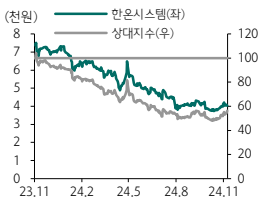
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,417.08
52주 최고/최저(원)	7,310/3,740
시가총액(십억원)	2,156.6
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	1,648.1
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6
외국인지분율(%)	8.31
주요주주 지분율(%)	
한앤코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	9,947.8	10,484.4
영업이익(십억원)	299.4	391.8
순이익(십억원)	54.3	179.4
EPS(원)	94	323
BPS(원)	4,753	4,860

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,627.7	9,559.3	10,083.6	10,606.9
영업이익	256.6	277.3	309.1	436.9
세전이익	97.2	144.6	160.7	285.8
순이익	20.4	51.0	94.2	207.4
EPS	38	96	176	306
증감율	(93.43)	152.63	83.33	73.86
PER	212.89	75.94	22.95	13.20
PBR	1.93	1.64	0.89	0.89
EV/EBITDA	8.97	8.46	5.77	4.53
ROE	0.89	2.21	3.92	7.55
BPS	4,191	4,445	4,554	4,522
DPS	360	316	316	316



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 14일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

일찍 돈 받았어요

실적은 개선되겠지만, 주식이 27% 늘면서 주당 가치가 희석

한온시스템에 대한 투자의견 Neutral을 유지한 가운데, 유상증자에 따른 주식수 희석(+27%)을 반영하여 목표주가를 기존 5,000원에서 4,600원(P/E 15배 적용, 기준년도는 기존 12MF 기준에서 2025년으로 변경)으로 조정한다. 3분기 실적은 예상치를 상회했지만, 고객사 원가 보전을 제외할 경우 시장 기대치 수준이었다. 실적이 조금씩 개선되고 있지만, 개선의 속도와 폭이 여전히 현재 Valuation(P/E 13배)에서 충분한 상승 여력을 보여줄 수 있는 수준이 아니라는 판단이다. 유상증자(주식수 +27.2%, 기준가 4,139원)를 동반한 대주주 변경이 진행 중인데, 유상증자 유입자금(6,000억원. 이 중 4,000억원은 운영자금, 2,000억원은 채무상환)에도 여전히 부채비율은 220%대로 높고 연간 이자비용도 2,000억원으로 부담이다. 대주주 변경의 사업적 효과는 장기적이라는 점에서 주식수 희석을 상쇄하고 주당 가치 상승을 이끌어 내기까지는 시일이 필요하다는 기존 의견을 유지한다.

3Q24 Review: 영업이익률 3.7% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 상회했지만(영업이익 기준 +27%), 고객사의 원가 보전이 예상보다 앞당겨진 것으로 이를 제외할 경우에는 기대치 수준이었다. 3분기 매출액/영업이익은 8%/391% (YoY) 증가한 2.5조원/937억원(영업이익률 3.7%, +2.9%p (YoY))이었다. 매출액에서는 물량 부진(-2%)을 환율상승(+3%)과 고객사의 원가 보전(+7%)이 만회했다. 지역별로는 중국(-16%)이 부진했지만, 한국(+6%)/북미(+20%)/유럽(+4%)의 성장으로 전체 매출액은 8% 증가했다. 특히, 북미는 전년 UAW 파업에 따른 기저 및 시장수요 증가에 힘입어 증가율이 높았다. 고객별로는 최대 고객인 현대차그룹향 매출액이 12% (YoY) 증가한 가운데, VW/BMW/포드/GM도 22%/10%/10%/5% 증가했다. 매출원가율은 외형 성장과 원가 보전으로 1.9%p (YoY), 0.9%p (QoQ) 하락한 90.0%였고, 판관비율은 -1.0%p (YoY), -0.0%p (QoQ) 변동했다. 이에 따라 영업이익률은 2.9%p (YoY), 0.8%p (QoQ) 상승한 3.7%를 기록했다. 고객사로부터의 원가 보전 효과를 제외하면 2.9% 수준으로 추정한다. 영업외로 이자비용(+150억원 (YoY))과 외환 손실(+540억원(YoY))이 반영되면서 지배주주순이익은 적자 전환한 -216억원이었다. 최근 5개 분기 중 4개 분기에서 순적자를 기록했다. 3분기 수주는 6.63억달러(재수주 5.10억달러, 신규수주 1.53억달러 (xEV 비중 3Q누적 48%))였다. 3분기말 기준 순차입금은 3.69조원, 부채비율은 283%이다.

컨퍼런스 콜의 내용: 연간 이자비용 2,300억원 예상 중

한온시스템은 3분기 누적 이자비용이 1,710억원, 가중평균 이자율은 4.5%로 연간 이자비용 2,300억원을 예상 중이다. 유상증자 중 2,000억원이 차입금 상환에 사용되어 내년에는 이자비용이 줄어들 것으로 기대 중이다. 대주주 변경은 금년 중 해외 정부의 승인 절차를 모두 마치고 구주 매각 및 신규 주식 발행 등의 절차를 통해 완료될 것으로 예상 중이다.

표 1. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,560	2,500	2,619	7,351	8,628	9,559	10,084	10,607
매출총이익	214	284	189	221	220	233	251	239	849	847	908	942	1,086
판매비	154	140	169	168	155	161	157	160	523	590	631	633	649
영업이익	60	143	20	53	65	72	94	78	326	257	277	309	437
세전이익	67	135	(27)	(30)	21	(33)	(9)	181	355	97	145	161	286
순이익	45	111	(42)	(55)	10	(31)	(19)	142	311	27	59	101	216
지배주주순이익	44	107	(45)	(55)	8	(34)	(22)	142	309	20	51	94	207
Growth													
매출액	18	15	6	5	3	5	7	6	7	17	11	5	5
영업이익	98	139	(67)	(49)	8	(50)	362	47	3	(21)	8	11	41
순이익	123	668	적전	적지	(81)	적전	적지	흑전	180	(93)	149	85	120
Margin													
매출총이익률	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	9.1	10.0	9.1	11.5	9.8	9.5	9.3	10.2
영업이익률	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	2.8	3.7	3.0	4.4	3.0	2.9	3.1	4.1
순이익률	1.9	4.6	(1.8)	(2.2)	0.4	(1.2)	(0.8)	5.4	4.2	0.3	0.6	1.0	2.0

자료: 한온시스템, 하나증권

표 2. 한국타이어앤테크놀로지의 한온시스템 인수 계약

(단위: 천주, 십억원)

구분	취득 주식수	거래 금액	거래 단가	거래 지분율	증자 기준 지분율
기존 보유분	104,031	1,062	10,206	19.49%	15.33%
+ (1) 한앤코오토홀딩스로부터 지분 인수	122,774	1,228	10,000	23.00%	18.09%
+ (2) 한온시스템의 유상증자 취득	144,963	600	4,139	21.36%	21.36%
= (3) 합산 (= (1) + (2))	267,737	1,828	6,827		39.44%
= 최종 보유분 (= 기존 + (3))	371,768	2,889	7,772		54.77%

주1: 거래 지분율은 거래 시점의 총 주식수에서 거래 주식수의 지분율

주2: 증자 기준 지분율은 한온시스템 유상증자를 감안한 희석 주식수 기준의 지분율

자료: 한온시스템, 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

표 3. 대주주 변경 거래 전후 한온시스템의 지분 변화

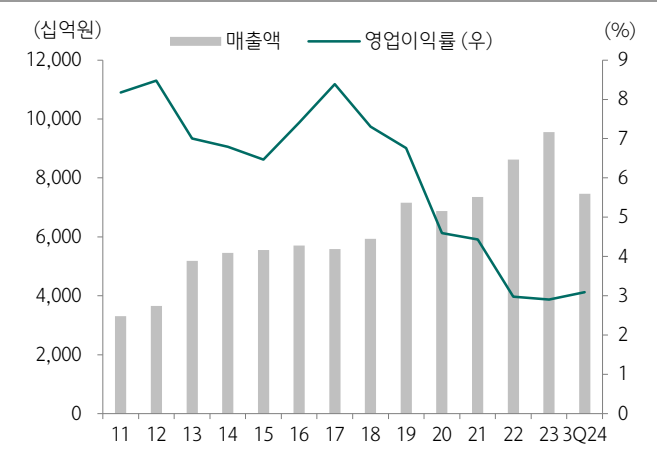
(단위: 천주, %)

구분	증자 전		지분거래 후		증자 후 최종	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
총계	533,800	100.00%	533,800	100.00%	678,763	100.00%
한앤코오토홀딩스	269,569	50.50%	146,795	27.50%	146,795	21.63%
한국타이어앤테크놀로지	104,031	19.49%	226,805	42.49%	371,768	54.77%
자기주식	132	0.02%	132	0.02%	132	0.02%
기타주주	160,068	29.99%	160,068	29.99%	160,068	23.58%

주: 한앤코오토홀딩스는 58,718,000주(잔여지분의 40%) 한도 내 풋옵션 보유. 행사가격 5,200원. 행사기간: 2027. 1. 11. - 2027. 2. 11 (1개월)

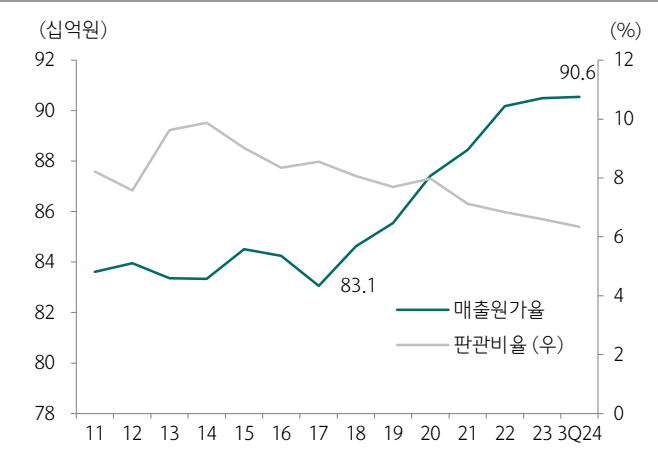
자료: 한온시스템, 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

도표 4. 한온시스템의 매출액과 영업이익률 추이



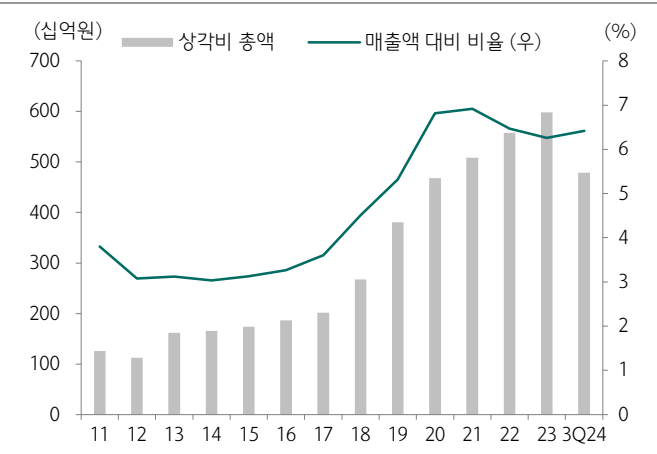
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 5. 한온시스템의 매출원가율과 판관비율 추이



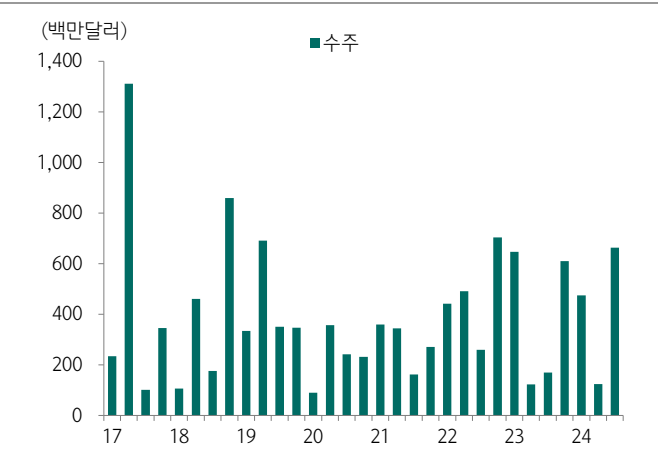
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 6. 한온시스템의 상각비 총액 및 매출액 대비 비율 추이



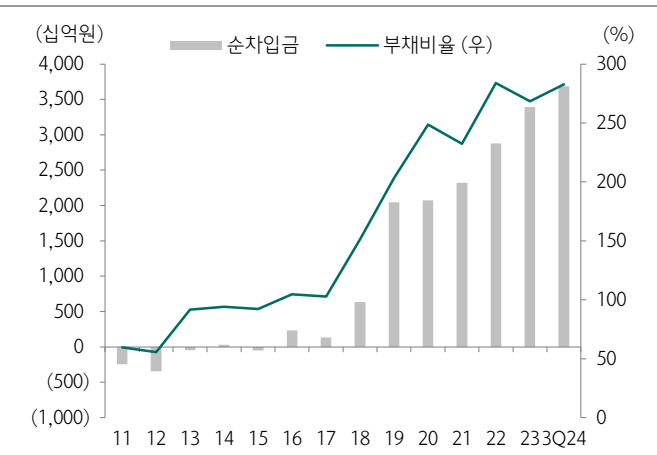
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 7. 한온시스템의 분기별 수주금액 추이



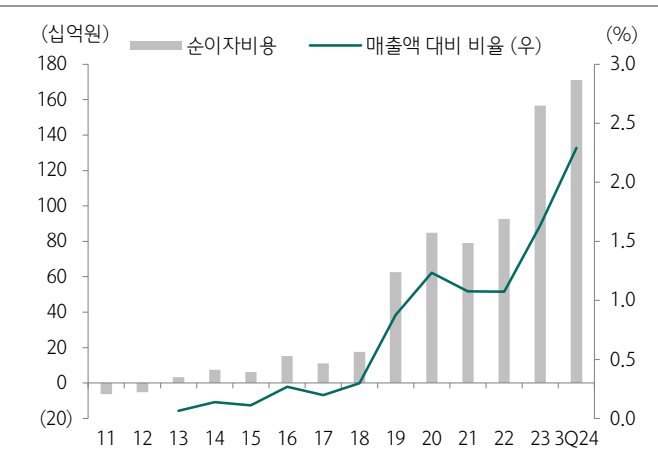
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 8. 한온시스템의 순차입금 및 부채비율 추이



자료: 한온시스템, 하나증권

도표 9. 한온시스템의 이자비용과 매출액 대비 비율 추이



자료: 한온시스템, 하나증권

도표 10. 한온시스템의 2015년~2023년 실적 추이

(단위: 십억원, 배)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	23년/15년(배)	23년/18년(배)
매출액	5,558	5,704	5,586	5,938	7,154	6,873	7,351	8,628	9,559	1.7	1.6
영업이익	360	423	468	434	484	316	326	257	277	0.8	0.6
(영업이익률)	6.5%	7.4%	8.4%	7.3%	6.8%	4.6%	4.4%	3.0%	2.9%	0.4	0.4
총상각비용	174	186	202	268	381	468	509	558	598	3.4	2.2
순이자비용	6	15	11	18	63	85	79	93	157	25.3	8.9
이자보상배율	58.0	27.6	42.2	24.6	7.7	3.7	4.1	2.8	1.8	0.0	0.1
지배순이익	231	292	289	278	319	110	309	20	51	0.2	0.2
자산총계	3,459	3,860	4,120	5,356	7,082	7,807	8,234	9,099	9,244	2.7	1.7
유형자산	1,093	1,178	1,262	1,552	2,130	2,224	2,336	2,371	2,717	2.5	1.8
무형자산	207	350	438	564	1,593	1,622	1,790	1,923	2,126	10.3	3.8
부채총계	1,660	1,975	2,088	3,224	4,745	5,568	5,757	6,729	6,736	4.1	2.1
순차입금	-49	231	132	637	2,045	2,073	2,319	2,876	3,391	n/a	5.3
자본총계	1,799	1,885	2,031	2,132	2,338	2,239	2,477	2,370	2,509	1.4	1.2
부채비율	92%	105%	103%	151%	203%	249%	232%	284%	269%	2.9	1.8
ROE	13.3%	15.9%	14.7%	13.3%	14.3%	4.8%	13.1%	0.8%	2.1%	0.2	0.2
현금배당금	104	120	163	171	171	171	192	192	169	1.6	1.0
배당성향	38%	52%	56%	59%	62%	54%	174%	62%	826%		

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 11. 한온시스템의 주요 연혁

(단위: 십억원)

날짜	구분	변동사항	매출액	영업이익	자산	자본
1986.03	지분	한라공조 설립(만도:포드=50:50)				
1996.07	지분	기업공개(만도:포드=35:35)				
1999.01	지분	대주주 변경(포드가 35% 인수)				
2000.02	지분	대주주가 Visteon으로 변경(70%)	851	106	643	242
2007.10	인수	클라이미트글로벌 지분 인수	1,956	141	1,341	766
2013.01	인수	Visteon 공조 지분 인수	5,189	364	2,954	1,541
2013.03	사명	한라비스테온공조로 사명 변경				
2014.08	인수	미국 쿠퍼스탠다드 열관리/배기 사업부 인수(4,600만달러)	5,455	370	3,240	1,670
2015.06	지분	한앤코오토홀딩스로 대주주 변경(한앤코 50.5%, 한타 19.5%)				
2015.07	사명	한온시스템으로 사명 변경	5,558	360	3,459	1,799
2018.11	인수	김스형가리 다이캐스팅 인수	5,938	434	5,356	2,132
2019.03	인수	마그나의 유압제어 사업부 인수(12억달러)	7,154	484	7,082	2,338
2021.03	인수	한온씨멀테크놀로지 체코 인수				
2021.05	인수	파워트레인쿨링드멕시코 인수	7,351	326	8,234	2,477
2024.09	지분	대주주 변경 예정(한타 54.77%, 한앤코 21.62%)				

주: 매출액, 영업이익, 자산, 자본은 이벤트가 발생했던 해당 연도의 수치임

자료: 한온시스템, 하나증권

한온시스템 3Q24 실적 발표 컨퍼런스 콜

1. 실적

실적 보고 전에 3분기 중 매각 예정 자산으로 분류된 해외법인에 대해 설명드립니다.

중국 법인 가운데, 충칭과 후베이 두 개 법인을 25년 중에 매각하기로 결정. 이에 따라, 이들 두 법인을 이번 분기부터 매각 예정 자산으로 분류. 두 개 법인의 손익 규모는 매출액 160억원, 영업이익 12억원이며 두 개 법인의 매각 예정 자산은 합산 87억원으로 전체 연결 실적 대비 미미한 수준.

매출액은 전년 대비 8.2% 증가, 전분기 대비 2.3% 감소한 2조 5,000억을 기록.

매출액은 원화 약세에 따른 환율효과 3.2%, 유기적 성장 효과 5%로 분석됨. 유기적 매출 성장은 다시 생산량과 단가로 구분하면, 생산량은 전년 대비 2% 감소, 단가 재산정 및 원가 보전을 통해 전년 대비 8.2% 매출 증가. 생산량은 사업계획 대비 크게 하회했고, 전기차가 내연기관 대비 더 크게 하회함. 3분기 영업이익은 기저효과로 3배 이상 큰 폭 증가, 전분기와 비교 시 23.8% 증가한 940억원. 영업이익 증분은 고객사와의 협의를 통한 원가 보상분이 대부분임. 4분기에 종결을 예상했던 고객사와의 협이가 예상보다 빠른 3분기 내에 종결된 결과로, 한온시스템의 분기 영업이익은 4분기 연속 개선됨.

영업외손익

분기 이자 비용 전년 대비 150억원 증가한 570억원. 환율 변동에 따른 국내 법인들의 운전 자본에 대한 환산손실이 540억원. 총 손손실 190억원으로 집계. 운전자본에 대한 환산 손실 중 가장 큰 부분은 한국 본사의 달러화 매출채권에 대한 환산손실임. 9월 말 원달러환율이 1,319원으로 마감하며 환산 손실 기록. 분기말 환율을 적용해 산출된 환산손실은 현금 유출이 발생한 것은 아님. 달러 강세가 지속된다면 다음 분기에는 환산이익이 발생할 것.

누적 기준 손익계산

3분기 누적 매출액 7조 4,630억원으로 전년 대비 5.6% 증가. 이는 환율 요인이 3%, 유기적 매출 증가가 2-3% 정도로 분석됨. 생산량과 믹스는 부정적이었으나, 가격 보전을 통해 매출 증가가 가능했음. 물량은 사업 계획을 크게 하회하는 상황으로, 3분기에는 고객사별 등락이 있었고 이는 4분기까지 이어질 것으로 예상. 특히 스텔란티스의 생산량이 크게 감소함.

지역별/고객별 매출

3분기 지역별 매출은 달러화 강세와 상대적으로 양호한 지역 생산량에 따라 미주 지역 매출액이 전년 대비 20% 증가했고, 분기 매출 비중이 미주가 31%를 기록하며 유럽을 제치고 최대 매출 지역이 됨. 3분기만 보면 미주가 31%, 유럽이 30%, 한국 25%, 중국 6%, 인도 및 기타가 8%로 집계됨.

고객별 매출 순위에도 변동이 있었음. BMW가 매출 비중 5%를 기록하며 스텔란티스를 제치고 5위 고객으로 순위가 오름. 한온시스템은 벤츠와 BMW의 차세대 전기차 플랫폼 열관리 시스템에 대해 모듈 또는 시스템 공급업체로 선정된 바 있다는 점을 고려하면 25년 이후에도 양대 독일 프리미엄 메이커에 대한 매출이 지속적으로 증가할 것으로 예상.

[3분기 실적에 대한 3가지 강조점]

매출은 전년대비 8% 증가함. 전사 물량은 전년 대비 2% 하락했는데, 매출 성장률이 높은 것은 3%p는 환율효과 감안 시 결국은 가격 상승이 5% 내외의 유기적 성장을 견인한 것. 가격상승분을 분석해보면, 인플레이션 반영에 따른 가격 조정과 전동화 전환으로 인한 ASP 상승이 가능했음을 알 수 있음. 즉, 가격 개선이 매출 성장에 긍정적으로 반영된 것.

전동화 매출 비중은 3분기 26%를 기록. 이는 5분기만에 가장 높은 수준으로, 현대차그룹, 폭스바겐, BMW, GM 등에서 전동화 매출의 대부분이 발생함. 24년은 중국을 제외한 지역에서 전기차 성장이 계획 대비 부진한 상황이었으나, 25년에는 유럽에서 배출가스 규제 강화되며 전기차 판매가 성장으로 돌아설 것으로 예상. 독일 고객사의 차세대 전기차에 대한 수주를 이미 확보한 상황이고, 현대차그룹이 유럽에서 하이브리드 및 전기차 판매를 높여야 하는 점을 고려하면 향후 2년간 유럽 지역의 전동화 매출 증가가 나타날 것으로 예상

영업이익 추이

올해는 전사적으로 비용절감 활동을 전개해 9개월간 EBITDA는 7.6% 증가함. 감가상각비 증분 제외 시, 영업이익 증가는 3.4% 수준. 3분기에는 고객사로부터의 일회성 리커버리를 받으면서 상반기 대비 개선된 영업이익률을 보고했음. 4분기에는 일회성 리커버리를 기대하기 어려운 상황임을 알리며, 3분기가 올해 가장 높은 영업이익을 기록한 분기임을 예상

[가이던스]

25년 가이던스를 이번 분기에 시장과 공유할 수 있도록 하겠다고 일정을 말씀을 드렸습니다. 다만 최근 미국과 유럽 전기차 보조금 및 세제 혜택, 중국산 전기차에 대한 관세 부과, 주요 고객사의 구조조정 등 아직까지 확정되지 않은 요인들이 산적해 있어, 25년 가이던스는 보다 충분한 검토를 거쳐 다음 분기에 공유할 것

[3분기 실적]

지역별 매출

미주, 한국, 유럽의 매출액은 전년 동기 대비 각각 20%, 6%, 4% 증가하였고, 중국은 전년 동기 대비 16% 감소하며 부진. 현대기아차로의 3분기 매출액은 전년 동기 대비 12% 증가한 1조 2천억 원을 기록했고, 한온시스템 매출액 가운데 48%를 차지. 현대차그룹의 매출액 가운데 xEV전동화 매출은 약 30% 수준을 기록함. 폭스바겐, BMW의 매출이 전년 대비 22%, 12% 증가했고, 전년 동기 노조 이슈에 따른 생산 감소가 있었던 포드, GM에 대한 매출도 10%, 5% 증가. 재규어, 랜드로버, 마츠다, 르노 닛산, 길리 볼보, 마루티스즈키 등 5대 기타 고객의 매출액은 17% 증가를 보였고, 비중도 전년 대비 0.5%p 증가한 6.5%를 차지해 전동화와 함께 고객 다변화가 확대되는 긍정적인 변화 진행. 반면, 스텔란티스향 매출이 전년 대비 36% 감소했고, 25년 전동화 플랫폼 출시를 앞둔 벤츠향 매출이 3% 감소.

하이브리드 및 전기차 핵심 부품인 전동 컴프레서 공급 물량에 대해서 전년 대비 4% 증가한 84만대를 공급했고, 이는 분기별로는 사상 최대 실적임. 주요 고객사는 현대차, 폭스바겐, BMW 등이며 향후 벤츠와 포드로 물량이 증가할 것으로 기대. 전동 컴프레스 물량은 작년에 연간 300만 대를 기록을 했는데 상반기는 사실 역성장이었음. 3분기에는 성장으로 전환되기는 했는데 연간으로 보면 작년과 유사하거나 소폭 높은 수준이 될 것으로 예상

매출원가

매출원가를 90.0% 기록하며 전년 대비 1.9%p 하락. 전반적인 생산 비용이 증가하고 있으나, 가격 측면에서 긍정적으로 작용해 매출 원가율이 안정화되고 있음. 9개월 누적 원가율은 0.3%p 상승한 90.6%.

판관비율은 전년 동기 대비 1.0%p 하락하며 6.3%로 안정적인 수준을 유지. 3분기 누적으로 0.2%p 하락한 6.3%로, 추진 중인 비용 절감 활동의 성과가 반영됨.

연구개발비는 매출액 대비 4.4% 지출. 이 중 60%가 자산화됨.

운송비는 매출액 대비 2.6%로 상반기와 유사한 수준을 유지

지역별 영업이익률

연결 조정 전 기준 한국 1%, 중국 3%, 유럽 3%, 미주 2% 등을 기록

[수주상황]

3분기 누적 수주는 연율 6억 7,000만불 수준으로 목표 대비 진도율이 75% 이하임. 다만 고객사들의 수주 스케줄이 4분기에 집중되어 있어 연말까지 수주 목표 달성에 큰 어려움 없을 것. 이번 분기 중요 수주는 유럽의 럭셔리 스포츠 브랜드로부터 800V 초고압 R744를 사용하는 전동 컴프레서 수주를 받음. 해당 브랜드와의 첫번째 대규모 수주이고, 한온시스템이 세계 최초로 상용화하는 자연 냉매를 활용한 차세대 컴프레서라는 점에서 의미 있음.

3분기말 기준 수주잔고는 490억불로, 작년 말 공유드린 내용 510억불 대비 4% 감소. 이는 포드의 3월 SUV 전기차가 취소된 것이 반영됨. 전반적인 전기차 판매 둔화를 고려해 하향 조정함. 이 과정에서 하이브리드 및 내연기관 차종에 대한 예상 매출액이 반대로 증가한 사례도 있어서 역시 반영. 이에 따라 총 수주에서 전동화가 차지하는 비중이 기존 대비 3%p 하향조정됨. 고객사별로 보면 포드의 비중이 기존 대비 2%p 하향 조정. 총 수주잔고 일부인 신규수주 또한 소폭 감소했고 전동화 비중이 기존 대비 1%p 하락. 고객사별로 현대차그룹은 올해 24년에 수주 사이클이 도래했기 때문에 오히려 수주 잔고가 10% 정도 증가. 이들 조정 내용을 종합하면, 장기 매출 전망에 대해 기존 공유드린 2030년 15조원 매출 전망 대비 3% 하락 압력이 있지 않을까 하는 우려가 있을수도 있겠으나, 수주 잔고 가 달러화 기준이라는 점을 고려 시, 3% 차이는 환율 변동에 따라 커버 가능한 수준. 2030년까지 남아 있는 기간 동안 특히 유럽 고객사로부터의 차세대 전동화 수주가 지속될 것으로 예상된다는 점, 그리고 전기차 강화 전략을 전개하고 있는 GM의 전기차에 대해서 HVAC은 한온시스템이 독점공급한다는 점에서 이번 수주 잔고 변화가 한온시스템의 장기 성장 전망을 훼손할 정도의 변화는 아니다라는 점을 전달드림.

설비 투자와 감가상각비, 연구개발비 가이드스 및 상반기 진행 상황

3분기 누적 기준 설비 투자비, 감가상각비, 연구개발비는 연초 전달드린 가이드스에 준하여 진행 중.

[재무상태표]

EBITDA 대비 순부채 비율이 개선됨. 한온시스템 부채는 4.4조원, 가중평균 금리는 4.5%, 연간 순이자비용이 2,300억원에 달하는 것으로 산출.

이미 공시된 바와 같이 한국타이어그룹으로부터의 3차 배정 유상증자금 6천억 원이 유입될 예정이고, 과거 12개월 EBITDA가 9,240억원에 달하며, CapEx가 작년에 정점을 찍고 안정화에 접어드는 모습이라는 점 등 긍정적으로 볼 수 있음. 내년 만기가 돌아오는 1.5조원은 상환 및 보유 현금을 통해 조달할 계획.

[최대주주 변경 건]

지난 5월에 발표된 1,2대 주주간 MOU는 10월 31일 주식 매매 거래의 본 계약이 체결됨으로써 확정됨. 올해 남은 기간 동안 해외 정부 승인 절차를 모두 마치고 구주 주식 이전 및 신규 발행 등의 절차가 진행될 것으로 이해. 다음번 실적 발표부터는 최대 주주가 변경된 상태에서 한온시스템의 실적 발표가 진행될 것

[그 외]

캐나다 전동 컴프레서 공장에 관해서, 몬트리올 우드브릿지에 연간 90만대 규모로 공장이 완공되었고 내년 상반기 중 생산을 시작할 예정. 이는 한국, 중국, 유럽에 이미 전동 컴프레서 공장을 보유하고 있는데 이어서 북미의 전동 컴프레서 전용 공장을 또다시 가지게 됨으로써 글로벌 공급망을 완성한다는 의미를 가짐. 심화되는 보호무역주의 정책 가운데 고객사에 대한 안정적인 공급을 보장할 수 있다는 점이 가장 중요한 점. 세계적으로 중국, 유럽, 미국 등 3대 시장에서 모두 규모 있는 초고압 전동 컴프레서 전용 공장을 보유한 공급사는 한온시스템이 유일. 3분기에 미주 지역 매출액이 유럽보다 높은 매출을 기록하는 등 27년으로 예정된 북미 배출가스 규제 강화를 앞두고 적절한 시점에 한온시스템의 글로벌 입지를 강화.

인도시장에서의 한온시스템

1993년 인도 시장에 진출한 이래 마힌드라, 스즈키 등 주요 고객사를 커버해 공조 시장에서 매출 기준 2위를 차지. 아직까지 내연기관 위주이기는 하지만 컴프레서에서 HVAC에 이르는 모든 부품을 현지에서 조달하고 있으며 글로벌 생산 능력을 바탕으로 전동화 차량에 대한 공급도 소규모이지만 시작. 인도는 차세대 자동차 성장 시장이고, 전동화에 대한 현지 정부의 의지도 높은 것으로 파악됨.

초고압 R744 전동 컴프레서 수주

그동안 독일과 일본의 경쟁사가 공급하고 있던 유럽의 럭셔리 고성능 프리미엄 메이커가 27년부터 시작하게 될 차세대 전기차 모델에서 사용할 전동 컴프레서 수주에 성공함으로써 한온시스템의 전동 컴프레스 제품 경쟁력을 입증한 사례. 본 수주권은 800볼트 초고압을 사용하며 차세대 친환경 냉매인 R744 자연냉매를 사용하는 제품으로써 한온시스템의 가장 최신 제품을 적용한다는 점 등 수주 내용이 매우 의미깊음. 올해 수주 중 2번째로 큰 규모의 수주.

2. Q&A

문) 3분기 미주 매출 증가, 폭스바겐 향 매출 증가가 눈에 띄는데 그 배경은? 미주와 폭스바겐 매출이 크게 증가했는데, 파이 차트에는 증가분이 눈에 띄지 않음. 비중이 얼마나 되는지?

답) 작년 3분기에는 UAW의 파업이 상당한 규모로 있었고, 이에 대한 기저가 있었음. 또한 원달러 평균 환율이 작년 동기 대비 3% 이상 높은 영향, 현대차의 HMGMA 현지 공장 가동 시작, 현대차의 미주 매출 중 전동화 비중 지속 증가가 미주 매출에서의 성장 요인이었다고 판단. 현대차, 포드, GM 등 환율 기저효과, 전동화 등을 통해 모두 매출액이 20% 이상 증가함. 폭스바겐 또한 미주에서 16% 매출 증가함. 스텔란티스를 제외한 대부분의 고객사들의 매출 증가가 두자릿수를 기록.

현대차 볼륨은 작년과 유사한 반면, 대부분의 글로벌 OEM사들의 볼륨이 감소함. 매출액이 증가한 것은 환율효과의 영향이 큼. 이에 더해 원가 상승분에 대한 보존 등 리커버리가 작년에도 많이 했고, 올해도 전체 목표를 3분기에 다 달성한 상황으로 매출에 영향을 미친 부분이 있음. 유럽의 몇몇 고객사들이 대형 부품사들에 대해 일정을 앞당겨서 3분기에 리커버리를 집행함.

폭스바겐의 유럽 매출액은 전년 동기 대비 30% 이상 상승했고 미주에서는 15% 상승함. 전체 파이에서는 3분기만 놓고 보면 미주가 유럽을 제치고 가장 큰 매출 비중을 차지함. 3분기 누적으로는 폭스바겐의 매출 비중이 11%로 올라감. 누적 효과로 파이 차트에는 드라마틱하게 나타나지 않음.

문) 3분기 누계 당기순손실이 450억원으로 배당이 어려운 상황인 듯 한데, 올해 배당가능이익에 대한 코멘트를 요청드릴까요?

답) 재무적으로 아직 높은 차입금에 따른 부담이 상당한 상황임. 12월로 예상되는 한국타이어그룹으로부터 유상증자 6천억을 통해서 향후 재무 부담을 덜 수 있을 것임. 배당 여력은 제한되어 있는 것은 분명한 사실임. 다만, 롱텀으로 배당 여력 자체가 크게 훼손된 것 아니냐라는 부분에 대해서는 미래에 대한 부분을 따져 보아야 할 것임.

문) 1분기 세전이익이 208억원. 3분기는 세전이익이 적자를 기록함. 그럼에도 3분기 법인세가 1분기와 유사한데 법인세 변동성에 대해 설명부탁드릴까요?

답) 법인세 산출하는 세전이익이 별도로 존재함. 아까 말씀드린 환산손실은 제외되는 것으로 알고 있음. 3분기 세전손실이 88억원으로 잡혀있으나, 법인세를 계산하기 위해서는 외화환산손실은 리버스하기 때문에 해당 부분을 반영하면 정상적으로 법인세 산출이 가능할 것으로 판단함.

문) 내년 금융부채 상환 또는 차환에 따른 이자비용 축소효과는 어느정도로 예측하는지?

답) 내년 1조 5천억 규모의 부채 만기가 돌아오는 부분이 있음. 유상증자가 이루어지면 부채 비율이 연말에는 하락할 것임. 유상증자를 하면 차입금을 상환하지 않아도 직접적인 부채 비율 자체가 하향해서 재무 건전성이 강화될 것으로 예상. 이에 더해 한국타이어그룹이 재무 건전성이 높은 회사로, 신용 등급의 상승 등 긍정적인 효과를 기대함. 이에 따라 차환은 문제 없을 것임. 다만, 이자비용을 줄여야하기 때문에 고이자율의 차입금은 조기에 상환해서 내년에는 이자비용을 줄일 것임. 올해 연간으로 이자 지출은 2,300억원 수준으로 예상하는데 부사장님의 추정으로 감소할 것이라는 부분을 말씀드립니다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,627.7	9,559.3	10,083.6	10,606.9	11,039.0
매출원가	7,780.6	8,651.1	9,141.5	9,521.0	9,863.9
매출총이익	847.1	908.2	942.1	1,085.9	1,175.1
판매비	590.5	630.9	633.0	649.0	664.6
영업이익	256.6	277.3	309.1	436.9	510.6
금융손익	(103.5)	(86.0)	(137.2)	(104.7)	(116.9)
중속/관계기업손익	8.9	12.5	13.0	13.5	14.0
기타영업외손익	(64.8)	(59.2)	(24.2)	(59.9)	(103.2)
세전이익	97.2	144.6	160.7	285.8	304.4
법인세	70.4	85.7	59.5	69.7	74.3
계속사업이익	26.7	58.9	101.2	216.1	230.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.7	58.9	101.2	216.1	230.1
비배주주지분 손익	6.3	7.9	7.1	8.6	9.2
지배주주순이익	20.4	51.0	94.2	207.4	220.9
지배주주지분포괄이익	83.7	314.4	98.9	211.0	224.7
NOPAT	70.6	112.9	194.7	330.3	386.0
EBITDA	814.5	875.7	959.4	1,076.6	1,141.8
성장성(%)					
매출액증가율	17.36	10.80	5.48	5.19	4.07
NOPAT증가율	(75.26)	59.92	72.45	69.65	16.86
EBITDA증가율	(2.37)	7.51	9.56	12.22	6.06
영업이익증가율	(21.24)	8.07	11.47	41.35	16.87
(지배주주)순이익증가율	(93.39)	150.00	84.71	120.17	6.51
EPS증가율	(93.43)	152.63	83.33	73.86	6.21
수익성(%)					
매출총이익률	9.82	9.50	9.34	10.24	10.64
EBITDA이익률	9.44	9.16	9.51	10.15	10.34
영업이익률	2.97	2.90	3.07	4.12	4.63
계속사업이익률	0.31	0.62	1.00	2.04	2.08

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	38	96	176	306	325
BPS	4,191	4,445	4,554	4,522	4,532
CFPS	1,684	1,787	1,790	1,526	1,634
EBITDAPS	1,526	1,640	1,797	1,586	1,682
SPS	16,163	17,908	18,890	15,627	16,263
DPS	360	316	316	316	316
주기지표(배)					
PER	212.89	75.94	22.95	13.20	12.43
PBR	1.93	1.64	0.89	0.89	0.89
PCFR	4.80	4.08	2.26	2.65	2.47
EV/EBITDA	8.97	8.46	5.77	4.53	4.26
PSR	0.50	0.41	0.21	0.26	0.25
재무비율(%)					
ROE	0.89	2.21	3.92	7.55	7.19
ROA	0.24	0.56	1.01	2.15	2.21
ROIC	1.34	1.92	3.11	5.30	6.18
부채비율	283.94	268.53	264.03	209.17	211.93
순부채비율	120.53	134.61	126.02	80.26	79.26
이자보상배율(배)	2.43	1.49	1.35	2.16	2.88

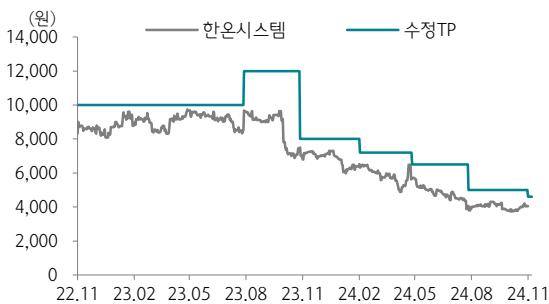
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,194.8	3,696.9	3,849.1	4,462.2	4,612.4
금융자산	1,460.5	809.5	899.5	1,359.6	1,383.3
현금성자산	1,429.1	778.6	867.7	1,326.8	1,349.8
매출채권	1,136.1	1,196.0	1,230.0	1,293.8	1,346.5
재고자산	971.9	1,140.4	1,114.1	1,171.9	1,219.6
기타유동자산	626.3	551.0	605.5	636.9	663.0
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,502.0	5,467.2	5,439.9
투자자산	100.9	91.9	96.7	101.5	105.4
금융자산	29.1	11.3	11.6	12.0	12.3
유형자산	2,371.4	2,716.5	2,657.5	2,610.3	2,572.5
무형자산	1,923.1	2,126.0	2,134.7	2,142.3	2,148.8
기타비유동자산	508.6	613.1	613.1	613.1	613.2
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,351.1	9,929.4	10,052.3
유동부채	4,021.1	3,576.1	3,597.2	3,508.0	3,599.5
금융부채	1,994.1	1,475.9	1,426.6	1,227.1	1,227.5
매입채무	1,231.1	1,308.4	1,339.4	1,408.9	1,466.3
기타유동부채	795.9	791.8	831.2	872.0	905.7
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,185.2	3,209.8	3,230.2
금융부채	2,322.7	2,710.2	2,710.2	2,710.2	2,710.2
기타비유동부채	385.1	449.6	475.0	499.6	520.0
부채총계	6,728.9	6,735.9	6,782.3	6,717.8	6,829.7
지배주주지분	2,236.0	2,371.7	2,429.6	3,068.4	3,074.8
자본금	53.4	53.4	53.4	67.9	67.9
자본잉여금	(23.1)	(23.1)	(23.1)	562.4	562.4
자본조정	12.2	13.8	13.8	13.8	13.8
기타포괄이익누계액	(50.0)	224.4	224.4	224.4	224.4
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	2,161.0	2,199.8	2,206.2
비지배주주지분	133.9	136.8	139.2	143.2	147.8
자본총계	2,369.9	2,508.5	2,568.8	3,211.6	3,222.6
순금융부채	2,856.3	3,376.6	3,237.3	2,577.7	2,554.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378.3	517.4	738.8	780.8	881.9
당기순이익	26.7	58.9	101.2	216.1	230.1
조정	724.7	652.0	601.1	588.5	671.4
감가상각비	557.9	598.4	650.3	639.6	631.2
외환거래손익	(6.6)	(53.7)	(43.4)	(47.1)	49.1
지분법손익	(8.9)	(12.5)	(13.0)	(13.5)	(14.0)
기타	182.3	119.8	7.2	9.5	5.1
영업활동 자산부채 변동	(373.1)	(193.5)	36.5	(23.8)	(19.6)
투자활동 현금흐름	(643.3)	(677.3)	(561.0)	(559.2)	(650.5)
투자자산감소(증가)	53.8	148.5	3.6	4.1	5.4
자본증가(감소)	(374.9)	(481.2)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	(322.2)	(344.6)	(164.6)	(163.3)	(255.9)
재무활동 현금흐름	262.0	(309.4)	(85.6)	231.8	(214.1)
금융부채증가(감소)	584.9	(130.6)	(49.3)	(199.5)	0.4
자본증가(감소)	(12.1)	0.0	0.0	600.0	0.0
기타재무활동	(118.7)	1.6	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(192.1)	(180.4)	(36.3)	(168.6)	(214.4)
현금의 증감	(3.0)	(469.3)	(87.1)	459.1	23.0
Unlevered CFO	899.1	954.0	955.6	1,035.7	1,109.4
Free Cash Flow	(6.8)	36.2	338.8	380.8	481.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.13	Neutral	4,600		
24.8.8	Neutral	5,000	-19.90%	-13.80%
24.5.9	Neutral	6,500	-26.01%	-12.15%
24.2.14	Neutral	7,200	-18.91%	-9.86%
23.11.9	Neutral	8,000	-14.68%	-8.63%
23.8.10	BUY	12,000	-28.49%	-19.58%
22.11.9	Neutral	10,000	-10.53%	-2.70%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신뢰성 있게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 11월 14일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.78%	5.78%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 10일