

한온시스템 018880

수익성 개선의 눈높이 조절

2Q24 Pre: 매출액 2.4조원으로 2분기 최대 매출 예상

2Q24F 매출액 2.4조원(+0.8% 이하 YoY), 영업이익은 880억원(-38.7%)으로 2분기 최대 매출 달성을 전망한다. 주요 고객사(Ford, VW, BMW)의 생산 불륨 감소로 물량 효과 기대는 제한적이다. 전방 수요 둔화 영향으로 연중 진행되는 고객사로부터의 보전 협상은 연말로 지연이 불가피할 것으로 예상한다. 다만, 기존에 제시했던 인원 감축(연내 1,000명)은 마무리되는 수준이다. 2Q24 물류비도 2.5%(-0.2%p)로 전년 대비 정상화되었을 것으로 예상한다.

하반기 물류비 부담이 있겠으나 신규 공급 등으로 성장 기대

2024F 매출액 9.8조원(+2.5%), 영업이익 3,719억원(+34.1%)을 전망한다. 해상 운임 상승으로 물류비의 점진적 재상승이 불가피하다. 이에 연간 기준 물류비는 2.9%(-0.5%)로 전망한다. 그러나 2H24부터 1) 현대차그룹 미국 전동화 공장 조기 가동과 EV3/4 및 캐스퍼EV향 공급, 2) 메르세데스 차세대 플랫폼 MMA 향 전동 컴프레서 공급으로 매출 성장이 기대된다.

1Q24 기준 유럽 고객사(BMW, Mercedes) 비중은 7%(+0.4%p)로 지속 확대됐다. 유럽 전기차 수요가 좋지 못함에도 프리미엄 고객사 비중이 성장 중인 점은 자사의 경쟁력을 반증한다. 더불어 현대차그룹을 중심으로 중저가 라인업 공급도 확대 중이다. 연초부터 이어진 현대차그룹의 미국 BEV 점유율 확대는 자사의 수혜로 이어질 수 있다. 전동화 비중 상승으로 연결돼 CPV(대당 납품 단가) 상승에 따른 수익성 개선이 기대된다. 24F OPM 3.8%(+0.9%p)를 예상한다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 6,000원으로 하향

Re-Win 수주 중심 성장이 예상된다. 전기차가 2세대에 돌입하며 기존 수주 모델(New-Win)이 Re-Win 수주로 전환된 영향이다. 추가 투자소요가 적고 가동률이 높아 수익성이 좋다. 중장기적으로 xEV향 매출 비중은 유럽 프리미엄 고객군을 중심으로 확대(1H24 BMW, 2H24 메르세데스)될 전망이다. 독일 3사 신규 수주 90% 이상이 xEV 수주인 만큼 수익성 개선을 견인할 전망이다. 물류비 상승 등에 따른 추정치 변동으로 목표주가는 6,000원으로 하향한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,801	10,512	11,216
영업이익	257	277	372	477	540
영업이익률(%)	3.0	2.9	3.8	4.5	4.8
세전이익	97	145	224	338	469
지배주주지분순이익	20	51	157	259	389
EPS(원)	38	96	301	484	729
증감률(%)	-93.4	149.5	215.6	60.6	50.6
ROE(%)	0.9	2.2	6.6	10.2	14.4
PER(배)	211.3	76.3	15.9	9.9	6.6
PBR(배)	1.9	1.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.8	8.3	6.1	5.6	5.2

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2024.07.16

매수(유지)

목표주가(하향)	6,000원
현재주가(07/15)	4,785원
상승여력	25.4%

Stock Data

KOSPI	2,860.9pt
시가총액(보통주)	2,554십억원
발행주식수	533,800천주
액면가	100원
자본금	53십억원
60일 평균거래량	3,023천주
60일 평균거래대금	15,675백만원
외국인 지분율	10.8%
52주 최고가	10,170원
52주 최저가	4,350원
주요주주	
한원코오투홀딩스(외 2인)	70.0%
국민연금공단(외 1인)	5.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.5	-1.3
3M	-11.1	-18.2
6M	-29.5	-42.8

주가차트

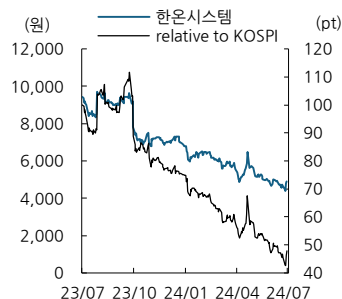


표1 한온시스템 2Q24F 실적 Preview

(십억원, %)	2Q24F	1Q24	2Q23	QoQ	YoY	컨센서스	Gap
매출액	2,448	2,405	2,429	1.8	0.8	2,511	(2.5)
유럽	908	890	891	2.1	1.9		
미주	583	570	573	2.2	1.6		
한국	662	652	658	1.6	0.6		
중국	152	150	155	1.0	(2.4)		
기타	143	143	151	0.1	(4.9)		
영업이익	88	65	143	35.1	(38.5)	84	5.7
OPM	3.6	2.7	5.9	0.9	(2.3)		
지배순이익	45	8	107	444.8	(57.9)	40	14.0
NPM	1.8	0.3	4.4	1.5	(2.6)		

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

(십억원, %)	변경전		변경후		Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,901	10,539	9,801	10,512	(1.0)	(0.3)
영업이익	393	532	372	477	(5.4)	(10.4)
OPM	4.0	5.0	3.8	4.5	(0.2)	(0.5)
지배순이익	179	267	157	259	(12.2)	(2.9)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한온시스템 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	증감률
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,448	2,379	2,570	9,559	9,801	10,512	2.5
유럽	857	891	856	862	890	908	886	961	3,466	3,645	3,958	5.2
미주	538	573	549	534	570	583	570	619	2,195	2,342	2,573	6.7
한국	662	658	631	677	652	662	639	685	2,629	2,638	2,766	0.4
중국	124	155	148	202	150	152	147	159	629	608	647	(3.4)
기타	159	151	143	187	143	143	137	145	640	568	567	(11.2)
영업이익	60	143	20	53	65	88	103	115	277	372	477	34
OPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.6	4.3	4.5	2.9	3.8	4.5	0.9
지배순이익	60	143	20	53	65	88	100	117	51	157	259	208
NPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.6	4.2	4.6	0.5	1.6	2.5	1.1
YoY												
매출액	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	0.8	2.2	4.4	10.8	2.5	7.2	-
영업이익	97.7	138.9	(67.1)	(48.9)	8.5	(38.5)	409.3	115.9	8.1	34.1	28.2	-
OPM	1.0	3.1	(1.9)	(2.3)	0.1	(2.3)	3.5	2.3	(0.1)	0.9	0.7	-
지배순이익	122.7	668.1	(369.8)	82.3	(81.1)	(57.9)	(210.6)	(197.9)	149.6	208.4	64.9	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한온시스템 Valuation Table

-	단위		비고
24F EPS	(원)	295	24F 지배주주 순이익 적용
Target P/E	(x)	20.6	17~19년 평균 PER 적용
목표주가	(원)	6,000	
현재주가	(원)	4,785	7월 15일 종가
Upside	(%)	25.4	

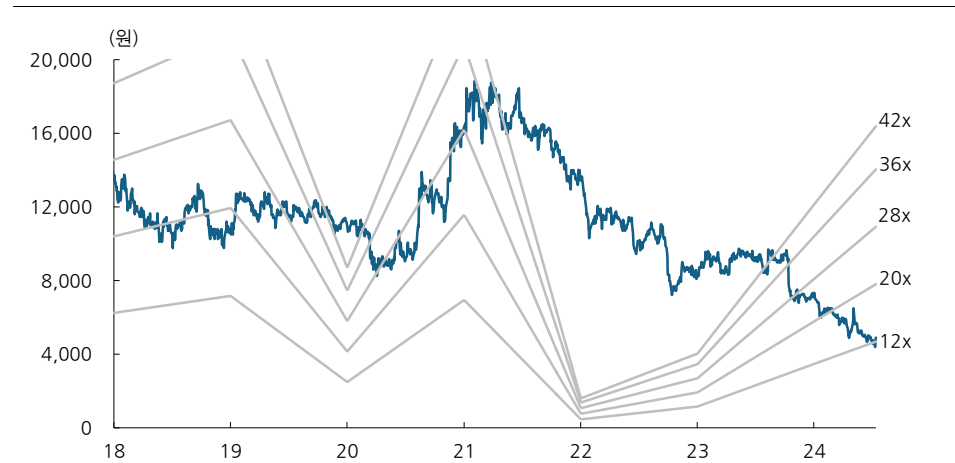
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표1 한온시스템 Peer Group Valuation

(배)	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
한온시스템	75.9	14.9	9.3	1.6	1.0	1.0	8.4	6.0	5.3	2.2	7.0	10.8
현대모비스	6.3	6.1	5.6	0.5	0.5	0.5	4.5	4.6	3.7	8.7	8.6	8.7
HL만도	13.6	7.8	8.0	0.8	0.9	0.8	5.8	5.1	4.5	6.2	11.5	10.1
현대위아	19.0	8.0	7.1	0.5	0.4	0.4	4.8	4.2	3.8	2.7	5.6	6.1
덴소	17.9	19.8	13.6	1.3	1.6	1.3	7.5	9.3	7.2	7.3	8.0	10.1
콘티넨탈	13.3	6.8	5.2	1.1	0.7	0.7	5.3	3.2	2.7	8.6	10.7	12.6
마그나	10.3	7.5	6.3	1.4	1.0	0.9	5.2	4.5	4.0	10.6	13.0	14.1
아이신	26.1	14.6	9.4	0.6	0.8	0.6	4.9	5.4	4.2	2.1	5.5	7.1
발레오	15.3	6.7	4.3	0.9	0.6	0.5	3.1	2.4	2.0	6.0	9.0	13.1
보그워너	10.0	7.8	6.9	1.4	1.1	1.0	5.7	4.9	4.4	9.6	15.0	15.1
Peer평균	14.6	9.5	7.4	1.0	0.8	0.7	5.2	4.9	4.1	6.9	9.6	10.8

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림1 한온시스템 PER(12M fwd.) 밴드 차트



자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

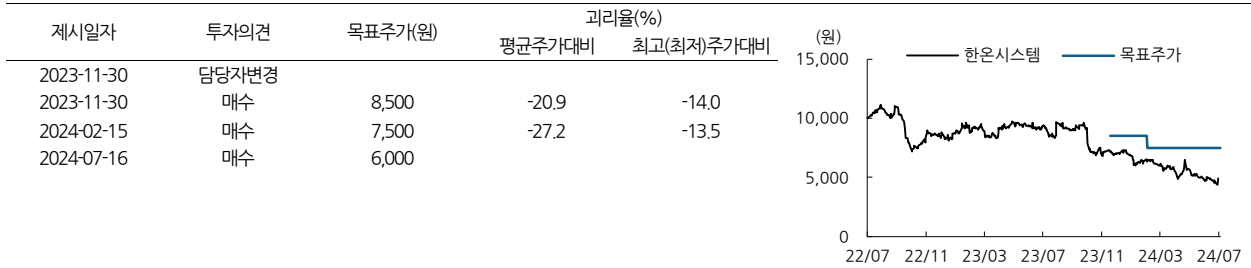
[한온시스템 018880]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	3,862	3,965	4,317	매출액	8,628	9,559	9,802	10,512	11,216
현금 및 현금성자산	1,429	779	644	481	669	매출원가	7,781	8,651	8,811	9,381	9,993
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,447	1,578	1,654	매출총이익	847	908	991	1,131	1,223
재고자산	972	1,140	1,273	1,388	1,455	판매비 및 관리비	590	631	619	655	683
기타	531	490	497	517	538	영업이익	257	277	372	476	540
비유동자산	4,904	5,548	6,023	6,402	6,789	(EBITDA)	814	876	1,037	1,205	1,325
관계기업투자등	83	85	85	88	92	금융손익	-59	-93	-176	-147	-87
유형자산	2,371	2,716	2,996	3,297	3,603	이자비용	106	186	252	213	174
무형자산	1,923	2,126	2,169	2,212	2,256	관계기업등 투자손익	9	12	12	13	14
자산총계	9,099	9,244	9,885	10,366	11,105	기타영업외손익	-110	-52	16	-4	2
유동부채	4,021	3,576	3,790	4,034	4,265	세전계속사업이익	97	145	224	338	469
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	1,974	2,153	2,256	계속사업법인세비용	70	86	57	72	72
단기금융부채	1,994	1,476	1,531	1,585	1,700	계속사업이익	27	59	168	266	397
기타유동부채	176	194	285	296	308	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2,708	3,160	3,456	3,604	3,894	당기순이익	27	59	168	266	397
장기금융부채	2,323	2,710	2,940	3,067	3,335	지배주주	20	51	157	259	389
기타비유동부채	385	450	516	537	558	총포괄이익	43	333	168	266	397
부채총계	6,729	6,736	7,246	7,638	8,159	매출총이익률 (%)	9.8	9.5	10.1	10.8	10.9
지배주주지분	2,236	2,372	2,498	2,588	2,806	영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.8	4.5	4.8
자본금	53	53	53	53	53	EBITDA마진률 (%)	9.4	9.2	10.6	11.5	11.8
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23	당기순이익률 (%)	0.3	0.6	1.7	2.5	3.5
이익잉여금	2,243	2,103	2,231	2,321	2,539	ROA (%)	0.2	0.6	1.7	2.6	3.6
비지배주주지분(연결)	134	137	140	140	140	ROE (%)	0.9	2.2	6.6	10.2	14.4
자본총계	2,370	2,508	2,639	2,728	2,947	ROIC (%)	1.4	2.1	4.6	5.7	6.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	608	915	1,132	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	27	59	168	266	397	P/E	211.3	76.3	15.9	9.9	6.6
비현금수익비용가감	872	895	670	724	782	P/B	1.9	1.6	1.0	1.0	0.9
유형자산감가상각비	398	418	476	538	590	P/S	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	159	180	189	191	195	EV/EBITDA	8.8	8.3	6.1	5.6	5.2
기타현금수익비용	314	297	-198	-39	-35	P/CF	4.8	4.1	3.0	2.6	2.2
영업활동 자산부채변동	-373	-194	-153	-75	-47	배당수익률 (%)	4.4	4.3	6.7	6.7	6.7
매출채권 감소(증가)	-218	-21	-67	-131	-76	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-111	-115	-67	매출액	17.4	10.8	2.5	7.2	6.7
매입채무 증가(감소)	239	28	72	178	104	영업이익	-21.2	8.1	34.3	27.8	13.4
기타자산 부채변동	-226	-60	-46	-8	-8	세전이익	-72.6	48.8	55.2	50.7	38.7
투자활동 현금	-643	-677	-951	-1,091	-1,156	당기순이익	-91.4	120.2	185.0	58.7	49.1
유형자산처분(취득)	-375	-416	-750	-839	-896	EPS	-93.4	149.5	215.6	60.6	50.6
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-183	-234	-239	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-12	24	7	13	12	부채비율	283.9	268.5	274.6	280.0	276.9
기타투자활동	0	32	-25	-31	-33	유동비율	104.3	103.4	101.9	98.3	101.2
재무활동 현금	262	-480	178	13	213	순차입금/자기자본(x)	121.4	135.2	144.4	152.3	147.6
차입금의 증가(감소)	456	-295	181	182	383	영업이익/금융비용(x)	2.4	1.5	1.5	2.2	3.1
자본의 증가(감소)	-194	-185	-169	-169	-171	총차입금 (십억원)	4,317	4,186	4,471	4,652	5,036
배당금의 지급	194	185	169	169	171	순차입금 (십억원)	2,876	3,391	3,810	4,154	4,349
기타재무활동	0	0	166	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	25	-651	-134	-163	188	EPS	38	96	301	484	729
기초현금	1,404	1,429	779	644	481	BPS	4,189	4,443	4,680	4,848	5,257
기말현금	1,429	779	644	481	669	SPS	16,163	17,908	18,362	19,693	21,012
NOPLAT	71	113	278	375	457	CFPS	1,684	1,787	1,570	1,855	2,209
FCF	-117	83	-266	-176	-25	DPS	360	316	320	320	320

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한온시스템 (018880) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.