



한온시스템 (018880)

[1Q24 Review] 실적 회복 구간 진입

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 7,500원

현재 주가(5/9)	5,700원
상승여력	▲31.6%
시가총액	30,427억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	9,730 / 4,880원
90 일 일평균 거래대금	88.04억원
외국인 지분율	13.7%

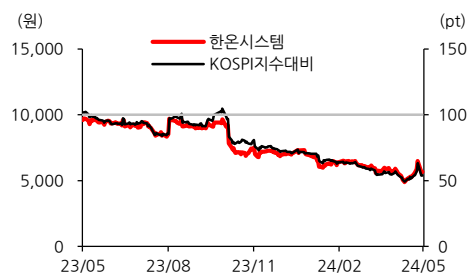
주주 구성	
한앤코오도홀딩스 (외 2 인)	70.0%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.6	-10.9	-24.1	-40.6
상대수익률(KOSPI)	-3.8	-14.4	-35.8	-48.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,628	9,559	10,002	10,800
영업이익	257	277	314	419
EBITDA	814	876	967	1,087
지배주주순이익	20	51	66	133
EPS	38	96	124	249
순차입금	2,876	3,391	3,954	4,230
PER	211.3	76.3	45.9	22.9
PBR	1.9	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	8.8	8.3	7.2	6.7
배당수익률	4.4	4.4	5.6	6.0
ROE	0.9	2.2	2.9	6.0

주가 추이



1Q 매출액, 영업이익 컨센서스 부합

1Q 동사 매출액은 2,4조원(+2.7% 아하 YoY) 기록하며 시장 컨센서스에 부합. 계절적 비수기 및 글로벌 고객사 전반의 물량 둔화 등 우려 존재했으나, 긍정적 환율 효과 및 단가 리커버리 등을 통해 1Q 기준 최대 매출을 경신. 지역별 매출은 달러화 강세에 따른 미주 지역의 매출 비중(28%, +2%p) 및 BMW 중국향 매출 증가 등이 동사 1Q 매출 증가에 기여. 1Q 영업이익은 원화 약세에 따른 환율 효과 등에 힘입어 653억원(+8.5%, QoQ +23%)으로 증가세 나타냈으며, OPM은 2.7%(+0.1%p) 기록. 조직 효율화 관련 일회성 인건비 발생으로 인건비 비중이 다소 증가(9.5%, +0.9%p)했으나, 물류비용이 안정적 수준으로 유지(2.5%)되면서 EBITDA 마진은 9.3%로 전년 동기 대비 0.7%p 개선.

2Q부터 점진적 회복 구간 진입 전망

동사의 2Q 매출은 이번 1Q 매출에서 확인된 바와 같이 2023년 말 기준 510억 달러(약 66조원 약 6.7년치 매출) 수준의 수주잔고를 바탕으로 매 분기 최대 매출 경신 수준으로 안정적 증가세 기록 전망. 또한, 인력 효율화, 물류비 절감, 단가 리커버리 등 고강도 수익성 개선 Action Plan 또한 계획대로 진행 중이며, 인력 효율화 관련 일회성 비용 발생에 따른 인건비 증가 또한 2Q부터 점진적으로 감소세로 전환되며 운영비용 전반의 안정화 기대.

결국, 동사 실적 개선의 관건은 1)영업 비용 중 비현금성 비용인 감가상각비 증가와 2)영업의 비용에서의 이자비용 증가 수준이 결정할 것으로 판단. 감가상각비의 경우 매년 4~500억원 수준의 증분이 올해까지 이어지나, 올해 북미 컴프레서 공장 완공 및 2017~18년 발생된 CAPEX 완전 상각이 가시화되는 2025년부터는 감가상각비 증가 폭이 둔화될 것으로 예상.

또한, 이자비용 증가의 경우 1월 4,000억원의 회사채 발행으로 1Q 이자비용 증가 요인 발생했으나, 6월 2,700억원 상환 및 하반기 한국타이어엔테크놀로지 제3차 배정 방식 3,650억원 규모 유상증자를 통한 부채 감소 시 그동안 차입에 따른 이자비용 증가 리스크가 해소될 전망.

De-rating 요소 곧 해소될 것으로 기대

1Q Re-Win 수주가 지난해 연간 Re-Win 수주 규모를 초과한 부분은 동사의 안정적 고객 기반을 확인. 현대차그룹 북미 전기차 산공장 물량 공급의 3Q 본격화, 1Q에 확인된 BMW 매출 및 향후 메르세데스-벤츠 MMA 플랫폼 향 물량 공급 증가 등은 고부가가치 중심 Mix 효과 통해 동사 매출 성장 및 수익성 개선 가시화할 전망. 따라서 현재의 de-rating 요소 해소될 것.

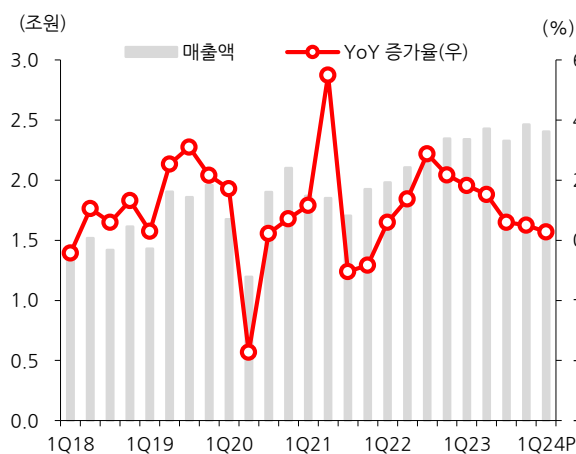
[표1] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,575	2,440	2,582	9,559	10,002	10,800
% YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	6.0	4.8	4.8	10.8	4.6	8.0
매출총이익	214.2	283.7	189.2	221.1	220.0	262.5	237.6	251.2	908	971	1,105
% YoY	19.9	41.5	-7.4	-16.2	2.7	-7.5	25.6	13.6	7.2	6.9	13.7
영업이익	60	143	20	53	65	98	70	80	277	314	419
% YoY	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-32.0	247.5	50.5	8.1	13.1	33.8
세전이익	67	135	-27	-30	21	56	-7	47	145	117	222
% YoY	122.6	827.6	-204.8	-212.5	-69.0	-58.3	적지	흑전	48.8	-19.0	89.9
지배주주순이익	44	107	-45	-55	8	34	-4	29	51	66	133
% YoY	122.6	668.0	-369.7	82.3	-81.1	-68.4	적지	흑전	149.5	29.9	100.9
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.1	10.2	9.7	9.7	9.5	9.7	10.2
OPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.8	2.9	3.1	2.9	3.1	3.9
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	1.3	-0.2	1.1	0.5	0.7	1.2

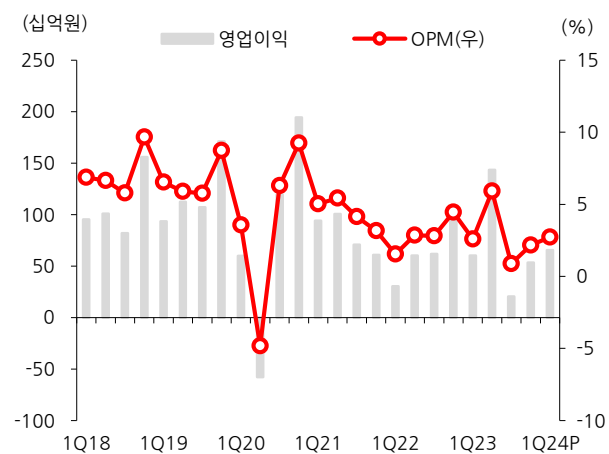
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



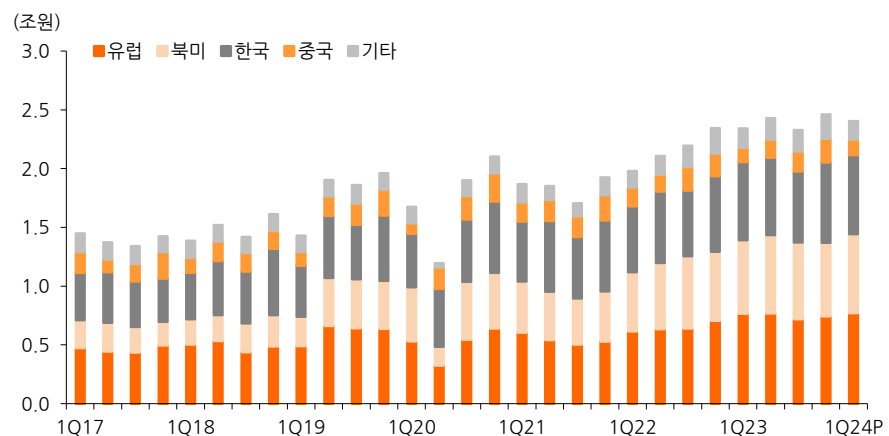
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



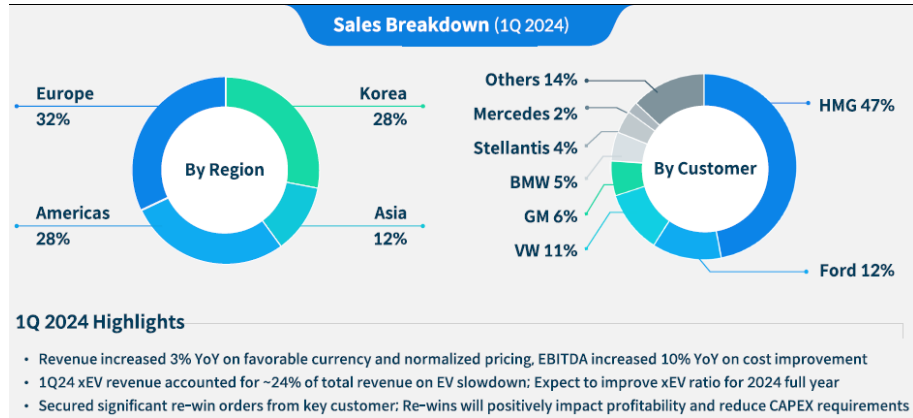
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 지역별 매출 추이



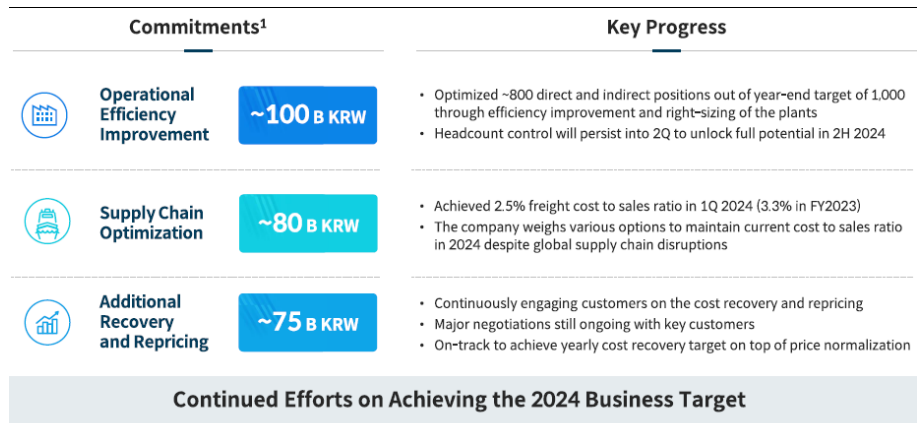
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 지역별/고객사별 매출 비중(1Q24 기준)



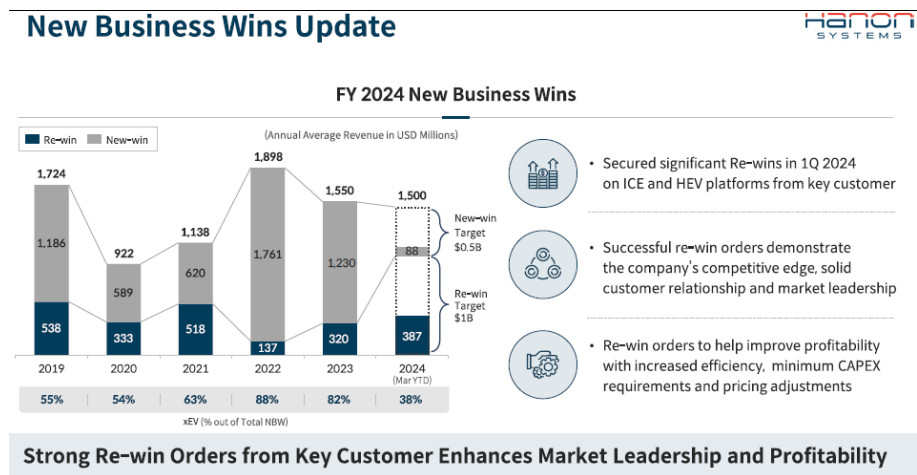
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한온시스템 고강도 운영비 절감 계획(1Q2024 실적발표 시 발표)



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한온시스템 수주(New-Win/Re-Win) 업데이트

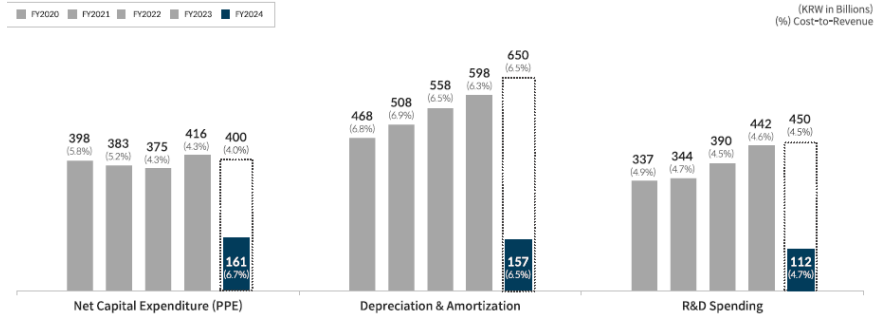


자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한온시스템 Capex, 감가상각비, R&D 추이

Trend of CAPEX, D&A and R&D Spending

hanon
SYSTEMS



Efforts Ongoing to Optimize CAPEX and R&D Spending

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,351	8,628	9,559	10,002	10,800
매출총이익	849	847	908	971	1,105
영업이익	326	257	277	314	419
EBITDA	834	814	876	967	1,087
순이자손익	-79	-93	-157	-206	-193
외화관련손익	32	34	64	37	16
지분법손익	5	9	12	8	9
세전계속사업손익	355	97	145	117	222
당기순이익	311	27	59	81	162
지배주주순이익	309	20	51	66	133
증가율(%)					
매출액	7.0	17.4	10.8	4.6	8.0
영업이익	3.2	-21.2	8.1	13.1	33.8
EBITDA	6.4	-2.4	7.5	10.4	12.4
순이익	173.9	-91.4	120.2	36.7	100.9
이익률(%)					
매출총이익률	11.5	9.8	9.5	9.7	10.2
영업이익률	4.4	3.0	2.9	3.1	3.9
EBITDA 이익률	11.3	9.4	9.2	9.7	10.1
세전이익률	4.8	1.1	1.5	1.2	2.1
순이익률	4.2	0.3	0.6	0.8	1.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	636	378	517	428	843
당기순이익	311	27	59	81	162
자산상각비	509	558	598	653	667
운전자본증감	-190	-373	-194	-139	-29
매출채권 감소(증가)	244	-218	-21	-155	-72
재고자산 감소(증가)	-163	-168	-140	-48	-24
매입채무 증가(감소)	-135	239	28	159	146
투자현금흐름	-557	-643	-677	-950	-952
유형자산처분(취득)	-383	-375	-416	-502	-496
무형자산 감소(증가)	-216	-257	-317	-434	-445
투자자산 감소(증가)	0	-12	24	-1	-1
재무현금흐름	-24	262	-480	269	101
차입금의 증가(감소)	186	456	-295	310	268
자본의 증가(감소)	-210	-194	-324	-42	-168
배당금의 지급	-210	-194	-324	-36	-171
총현금흐름	965	899	954	567	872
(-)운전자본증감(감소)	158	228	75	139	29
(-)설비투자	388	385	481	502	496
(+)자산매각	-212	-246	-252	-434	-445
Free Cash Flow	208	40	146	-508	-98
(-)기타투자	-10	146	87	13	11
잉여현금	218	-106	59	-521	-109
NOPLAT	285	71	113	215	305
(+) Dep	509	558	598	653	667
(-)운전자본투자	158	228	75	139	29
(-)Capex	388	385	481	502	496
OpFCF	249	16	156	228	447

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	202P	2024E	2025E
유동자산	3,552	4,195	3,697	3,751	3,964
현금성자산	1,412	1,441	795	542	535
매출채권	1,002	1,262	1,288	1,443	1,515
재고자산	810	972	1,140	1,188	1,212
비유동자산	4,682	4,904	5,548	5,851	6,144
투자자산	556	609	705	726	745
유형자산	2,336	2,371	2,716	2,755	2,796
무형자산	1,790	1,923	2,126	2,370	2,603
자산총계	8,234	9,099	9,244	9,602	10,108
유동부채	2,813	4,021	3,576	3,733	3,898
매입채무	1,501	1,850	1,906	2,065	2,212
유동성이자부채	1,174	1,994	1,476	1,465	1,438
비유동부채	2,944	2,708	3,160	3,525	3,866
비유동이자부채	2,558	2,323	2,710	3,032	3,326
부채총계	5,757	6,729	6,736	7,257	7,764
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,368	2,243	2,103	2,133	2,095
자본조정	-68	-38	238	44	82
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,477	2,370	2,508	2,344	2,344

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	578	38	96	124	249
BPS	4,390	4,189	4,443	4,136	4,135
DPS	360	360	320	320	340
CFPS	1,809	1,684	1,787	1,061	1,634
ROA(%)	3.8	0.2	0.6	0.7	1.4
ROE(%)	13.8	0.9	2.2	2.9	6.0
ROIC(%)	6.4	1.4	2.1	3.6	4.8
Multiples(x, %)					
PER	23.3	211.3	76.3	45.6	22.7
PBR	3.1	1.9	1.6	1.4	1.4
PSR	1.0	0.5	0.4	0.3	0.3
PCR	7.4	4.8	4.1	5.3	3.5
EV/EBITDA	11.4	8.8	8.3	7.2	6.7
배당수익률	2.7	4.4	4.4	5.7	6.0
안정성(%)					
부채비율	232.5	283.9	268.5	309.5	331.2
Net debt/Equity	93.7	121.4	135.2	168.7	180.5
Net debt/EBITDA	278.0	353.1	387.2	408.9	389.3
유동비율	126.2	104.3	103.4	100.5	101.7
이자보상배율(배)	3.8	2.4	1.5	1.4	1.9
자산구조(%)					
투하자본	70.3	71.6	79.5	83.1	83.5
현금+투자자산	29.7	28.4	20.5	16.9	16.5
자본구조(%)					
차입금	60.1	64.6	62.5	65.7	67.0
자기자본	39.9	35.4	37.5	34.3	33.0

[Compliance Notice]

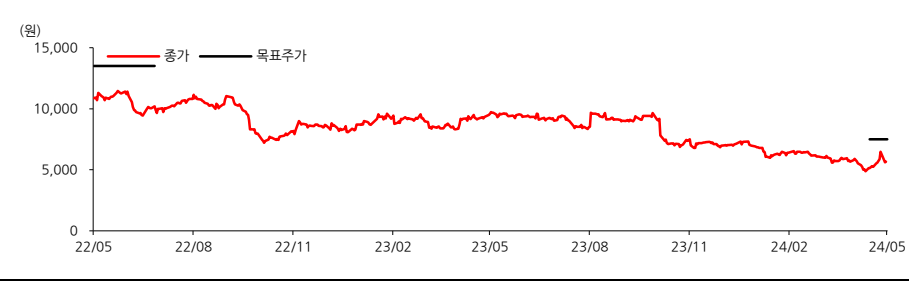
(공표일: 2024년 5월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일시	2016.08.12	2022.05.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.10	
투자이전	투자등급변경	Buy	담당자변경	Buy	Buy	
목표가격		13,500	김성래	7,500	7,500	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%