

한온시스템 (018880)

일회성 요인과 노력이 반영된 실적

3Q24(P): 매출액 2.5조원, 영업이익 940억원

영업이익, Consensus(730억원) 상회

매출액 yoy +8% 증가, qoq -2% 감소. 영업이익 yoy +391%, qoq +28% 증가(매각 예정 분류자산 제외). 생산량은 yoy -2% 감소했음에도 불구하고 원화 약세에 따른 환율 효과와 단가 재산정 및 원가 보존 영향으로 매출액이 증가했다고 밝히. 업체마다 표현의 방식은 조금씩 차이가 있으나 국내 주요 부품업체들의 3Q24 실적발표에서 공통적으로 언급되는 부분은 완성차 업체와의 협상을 통한 제품가격 인상과 원가 상승분에 대한 보존. 전분기비 영업이익 증가분의 대부분이 앞서 언급한 일회성 요인에 따라 발생한 것으로 파악. 이와 함께 올해 진행되고 있는 자체적인 원가 절감 노력이 영업이익 개선에 일부 기여한 것으로 판단.

완성차 업황 둔화 속 개별적인 노력은 진행 중

'23년 전년대비 큰 폭의 성장세를 나타냈던 글로벌 완성차 시장은 '24년 수요 둔화와 전기 차 캐즘 등의 영향으로 성장세가 크게 낮아져. 이에 따라 동사 역시 올해 1Q~3Q 수주금액이 연간 목표(15억달러) 대비 48%에 그친 상황. 회사에 따르면 4Q에 수주 스케줄이 집중되어 있어 목표 달성에 큰 어려움은 없다고 밝히고 있으나 지켜봐야 할 것으로 판단. 다만 이런 대외적 업황 둔화에도 불구하고 원가 절감 등의 노력은 성과 나타내고 있어. '20년 8%였던 판관비율은 매년 지속적으로 하락하며 '24년은 1Q~3Q 6.3% 기록 중.

최대주주 변경 효과 확인 필요

동사는 최대주주 변경과 유상증자 앞두고 있어. 최대주주와의 시너지 효과에 대해서는 아직 불확실한 상황으로 시간을 두고 지켜봐야. 유상증자를 통해 조달하는 6천억원 중 2천억원은 채무상환 용도로 예정되어 있어 재무구조 개선에는 긍정적이나 한편으로는 주식수 확대와 신주 발행가액이 다소 부담. '25년 추정 EPS 기준 Target PER 10x 적용하여 투자 의견 HOLD, 목표주가 4,000원으로 커버리지 재 개시.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

HOLD (I)

목표주가 4,000원 (I)

현재주가 (11/13) 4,040원

상승여력 -1%

시가총액	21,566억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	1,647,523주
52주 고/저	7,310원 / 3,740원
외인지분율	8.31%
배당수익률	4.33%
주요주주	한앤코오토홀딩스

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.2	3.3	(40.6)
상대	15.1	12.1	(40.9)
절대 (달러환산)	2.8	0.7	(44.0)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,500	7.4	-2.3	2,438	2.5
영업이익	94	362.1	31.0	73	27.6
세전계속사업이익	-9	적지	적지	27	-132.8
지배순이익	-22	적지	적지	22	-198.7
영업이익률 (%)	3.8	+2.9 %pt	+1.0 %pt	3.0	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	-0.9	적지	적지	0.9	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	8,628	9,559	10,037	10,418
영업이익	257	277	301	360
지배순이익	20	51	-48	214
PER	268.3	90.7	-45.2	10.1
PBR	2.5	1.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.4	9.3	6.6	6.2
ROE	0.9	2.2	-2.0	8.7

자료: 유안타증권

[표-1] 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY	4Q24E
매출액	9,559	10,037	10,418	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,560	2,500	-2.3%	7.4%	2,573
지역별 비중													
한국	27%	27%		28%	28%	25%	27%	28%	28%	25%	-3%p	0%p	
아시아(한국 외)	15%	13%		12%	12%	15%	21%	12%	14%	13%	-1%p	-2%p	
미주	27%	29%		27%	23%	34%	24%	28%	28%	31%	3%p	-3%p	
유럽	31%	31%		33%	37%	26%	28%	32%	30%	31%	1%p	5%p	
고객사별 비중													
HMG	47%	48%		48%	48%	45%	47%	47%	49%	48%	-1%p	3%p	
Ford	12%	12%		12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	0%p	0%p	
VW	10%	10%		10%	10%	10%	10%	11%	9%	10%	1%p	0%p	
GM	7%	7%		6%	6%	9%	7%	6%	8%	7%	-1%p	-2%p	
Stellantis	4%	3%		4%	4%	4%	4%	4%	4%	1%	-3%p	-3%p	
기타	20%	20%		20%	20%	20%	20%	20%	18%	22%	4%p	2%p	
영업이익	277	301	360	60	143	20	53	65	72	94	31.0%	362.0%	71
이익률	2.9%	3.0%	3.5%	2.6%	5.9%	0.9%	2.2%	2.7%	2.8%	3.8%	1.0%p	2.9%p	2.8%
세전이익	145	-21	286	67	135	-27	-30	21	-33	-9	적지	적지	0
이익률	1.5%	-0.2%	2.7%	2.8%	5.6%	-1.2%	-1.2%	0.9%	-1.3%	-0.4%	0.9%p	0.8%p	0.0%
지배순이익	51	-48	214	44	107	-45	-55	8	-34	-22	적지	적지	0
이익률	0.5%	-0.5%	2.1%	1.9%	4.4%	-1.9%	-2.2%	0.3%	-1.3%	-0.9%	0.5%p	1.1%p	0.0%

자료: 유안타증권, 주: 2024년 연간 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준, 과거 실적은 매각 예정 분류자산 포함 기준

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	10,037	10,418	10,777
매출원가	7,781	8,651	9,098	9,396	9,678
매출총이익	847	908	940	1,022	1,099
판매비	590	631	638	662	685
영업이익	257	277	301	360	414
EBITDA	814	876	946	1,007	1,057
영업외손익	-159	-133	-323	-74	-73
외환관련손익	34	64	24	-8	152
이자손익	-93	-157	-231	-239	-238
관계기업관련손익	9	12	13	13	13
기타	-110	-52	-129	160	0
법인세비용차감전순이익	97	145	-21	286	341
법인세비용	70	86	20	66	78
계속사업순이익	27	59	-41	220	263
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	59	-41	220	263
지배지분순이익	20	51	-48	214	255
포괄순이익	86	322	114	220	263
지배지분포괄이익	84	314	105	188	224

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	430	724	586
당기순이익	27	59	-41	220	263
감가상각비	398	418	442	434	424
외환손익	-7	-54	-3	8	-152
중속, 관계기업관련손익	-9	-12	-13	-13	-13
자산부채의 증감	-373	-194	-292	-292	-309
기타현금흐름	342	300	336	366	373
투자활동 현금흐름	-643	-677	-746	-682	-662
투자자산	-10	5	-5	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-385	-481	-398	-360	-360
유형자산 감소	10	65	1	0	0
기타현금흐름	-259	-266	-344	-320	-300
재무활동 현금흐름	262	-480	140	-176	-169
단기차입금	696	-558	803	-5	2
사채 및 장기차입금	-111	428	-440	0	0
자본	-12	0	0	0	0
현금배당	-194	-185	-43	-171	-171
기타현금흐름	-117	-165	-179	0	0
연결범위변동 등 기타	28	-10	13	135	288
현금의 증감	25	-651	-162	1	44
기초 현금	1,404	1,429	779	616	617
기말 현금	1,429	779	616	617	660
NOPLAT	257	277	582	360	414
FCF	-7	36	33	364	226

자료: 유안타증권

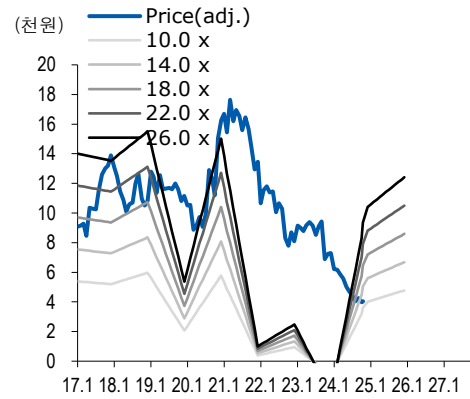
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	3,752	3,788	3,922
현금및현금성자산	1,429	779	616	617	660
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,408	1,427	1,466
재고자산	972	1,140	1,225	1,242	1,276
비유동자산	4,904	5,548	5,948	5,983	6,001
유형자산	2,371	2,716	2,715	2,641	2,577
관계기업 등 지분관련 자산	72	81	83	84	86
기타투자자산	29	11	11	11	11
자산총계	9,099	9,244	9,700	9,771	9,923
유동부채	4,021	3,576	4,002	4,024	4,084
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	1,788	1,814	1,863
단기차입금	1,515	967	1,720	1,720	1,720
유동성장기부채	460	500	0	0	0
비유동부채	2,708	3,160	3,120	3,120	3,120
장기차입금	759	1,266	434	434	434
사채	1,547	1,413	1,815	1,815	1,815
부채총계	6,729	6,736	7,122	7,143	7,204
지배지분	2,236	2,372	2,434	2,477	2,561
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,024	2,067	2,151
비지배지분	134	137	144	151	159
자본총계	2,370	2,508	2,578	2,627	2,719
순차입금	2,856	3,377	3,919	3,913	3,871
총차입금	4,317	4,186	4,549	4,544	4,546

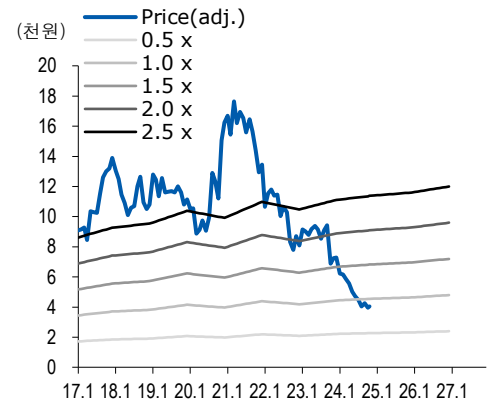
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	38	96	-89	400	478
BPS	4,190	4,444	4,560	4,641	4,798
EBITDAPS	1,526	1,640	1,771	1,886	1,981
SPS	16,163	17,908	18,804	19,517	20,189
DPS	360	316	320	320	320
PER	268.3	90.7	-45.2	10.1	8.5
PBR	2.5	1.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.4	9.3	6.6	6.2	5.9
PSR	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	17.4	10.8	5.0	3.8	3.4
영업이익 증가율 (%)	-21.2	8.1	8.7	19.5	15.0
지배순이익 증가율 (%)	-93.4	149.5	격전	흑전	19.2
매출총이익률 (%)	9.8	9.5	9.4	9.8	10.2
영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.0	3.5	3.8
지배순이익률 (%)	0.2	0.5	-0.5	2.1	2.4
EBITDA 마진 (%)	9.4	9.2	9.4	9.7	9.8
ROIC	1.5	2.1	9.4	4.5	5.1
ROA	0.2	0.6	-0.5	2.2	2.6
ROE	0.9	2.2	-2.0	8.7	10.1
부채비율 (%)	283.9	268.5	276.3	271.9	264.9
순차입금/자기자본 (%)	127.7	142.4	161.1	158.0	151.2
영업이익/금융비용 (배)	2.4	1.5	1.2	1.4	1.6

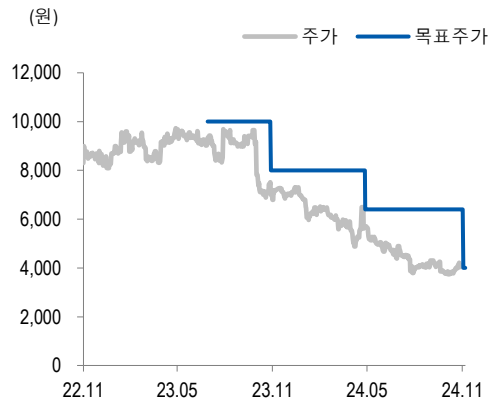
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-14	HOLD	4,000	1년		
2024-05-10	HOLD	6,400	1년	-31.34	-11.41
2023-11-10	HOLD	8,000	1년	-20.63	-8.63
2023-07-11	HOLD	10,000	1년	-13.64	-3.10

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-13

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.