

한온시스템 (018880)

1Q24 Review: 바닥 확인 완료

1Q24 Review: 매출액 2.4조원, 영업이익 653억원 (OPM 2.7%)

2024년 1분기 매출액은 2.4조원(YoY +2.7%), 영업이익 653억원 (YoY +8.3%, OPM 2.7%)으로 시장 기대치(2.4조원, 650억원)에 부합했다.

외형은 주요 고객사의 생산 부진에도 불구하고 성장을 지속했다. 지역별로는 북미/유럽/중국/한국 YoY +9%/-2%/+7%/+0%을 기록했으며, 원화 약세의 영향으로 미주 지역의 성장이 두드러졌다. 중국 지역은 BMW의 매출 증가가 성장을 이끌었다. 고객사별로는 HMG/Ford/GM/VW/BMW/Benz YoY +2%/+7%/+5%/+3%/+34%/-26%를 기록했다. Benz의 매출 감소는 4분기 신규 플랫폼 출시 앞두고 기존 플랫폼에 대한 수요 감소의 영향으로 해석된다.

수익성은 생산 부진과 희망퇴직 관련한 일회성 비용이 부정적이었지만, 물류비 안정화, 원화 약세, 고객사 리커버리가 이를 상쇄하면서 2.7%를 기록했다. 희망퇴직 관련한 비용은 25억원 가량 발생했지만, 물류비는 예상보다 빠르게 안정화되어 200억원 가량이 절감되었다. 다만 높아진 이자비용(550억원)과 결손법인에 대한 법인세 부담(107억원)의 영향으로 당기순이익은 101.1억원(YoY -77.6%, 0.4%)을 기록했다.

곧 해가 뜬다

올해는 상저하고의 흐름이 뚜렷할 전망이다. 2분기는 계절적 성수기로 물량 효과가 회복된다. 또한 4월 원/달러 환율은 1,370원 대로 지정학적 리스크와 금리 인하 불확실성을 감안했을 때 전년 동기 대비 우호적인 환율 여건이 지속될 것으로 보인다. 물류비 안정화와 고객사 리커버리는 각각 200억원, 150억원 가량 긍정적일 것으로 기대된다. 3분기부터는 조직 효율화 관련한 영향이 반영되기 시작하며, 4분기에는 Mercedes-Benz의 물량, 현대차그룹 미국 조지아 전동화 공장 물량이 더해진다. 특히 Mercedes-Benz향으로는 시스템 단위 공급이 시작되기 때문에 믹스 개선에 긍정적이다. 현대차그룹의 전동화 공장운 하이브리드 혼류 생산을 검토하고 있는 상황이지만, 하이브리드 차량도 전동식 컴프레서로 업그레이드를 하기 때문에 외형 성장에 우려할만한 요인이 크지 않아 보인다. 온기에 반영될 물류비 절감, 물량 확대를 통한 고정비 절감, 시스템 단위 중심의 믹스 개선이 수익성 회복을 지지하고 있다.

2025년부터는 수익성 개선이 뚜렷해진다. 동사의 부품이 탑재된 차세대 전기차 플랫폼들이 양산되기 시작한다. 또한 2024년 중으로 주요 투자 건들이 마무리되면서 Capex는 3,000억원 대로 관리되기 시작하며, 감가상각비도 증분폭이 100억원 대로 낮아진다. 비용 효율화 의지와 전동화 비중 확대를 감안했을 때 2024년 영업이익 3,622억원(OPM 3.6%) → 2025년 영업이익 4,789억원(OPM 4.5%)으로 개선이 가능하다는 판단이다.

투자의견 Buy, 목표주가 8,400원 유지

열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과는 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 2023년 하반기부터 전기차 수요가 둔화되면서 12M Fwd P/E는 13.1x까지 떨어졌다. 게다가 대주주가 한국타이어앤테크놀로지로 변경되었다. 분기배당에서 연간배당으로 변경된 동사의 배당정책과 한국타이어앤테크놀로지의 주주환원에 대한 약한 의지는 아쉬울 수 밖에 없다. 그러나 2025년부터는 다시 분기배당을 검토할 예정이다. 또한 인플레이션이 반영된 수주 계약이 매출로 연결되기 시작하면서 수익성은 점차 개선된다. 장기적인 상승 여력은 충분하다는 판단이며, 투자의견 Buy, 목표주가 8,400원을 유지한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

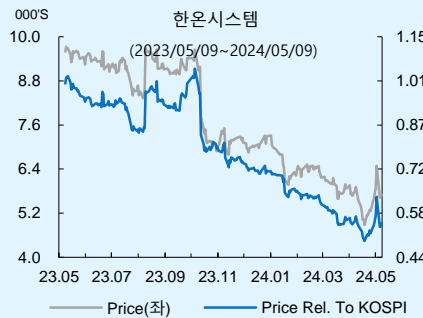
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	8,400원(유지)
종가(2024.05.09)	5,700원
상승여력	47.4 %

Stock Indicator	
자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	3,043십억원
외국인지분율	13.7%
52주 주가	4,880~9,730원
60일평균거래량	1,503,133주
60일평균거래대금	8.8십억원

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

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,559	9,985	10,576	11,459
영업이익(십억원)	277	362	479	560
순이익(십억원)	51	147	265	314
EPS(원)	96	273	442	524
BPS(원)	4,443	4,611	4,849	5,168
PER(배)	76.3	20.9	12.9	10.9
PBR(배)	1.6	1.2	1.2	1.1
ROE(%)	2.2	5.7	9.3	10.5
배당수익률(%)	0.9	5.6	5.6	5.6
EV/EBITDA(배)	8.3	5.8	5.1	4.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	24,046	25,094	24,321	26,387	95,593	99,849	105,762
아시아	12,871	13,330	13,619	14,006	13,257	13,997	14,027	14,706	53,826	55,987	58,499
미주	5,798	6,449	6,538	6,240	6,320	6,771	6,865	6,864	25,025	26,820	28,434
유럽	12,853	12,733	12,183	12,882	12,596	13,370	13,402	14,171	50,652	53,538	57,514
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	56.9	55.1	55.8	57.7	55.7	56.3	56.1	55.3
미주	24.8	26.5	28.1	25.3	26.3	27.0	28.2	26.0	26.2	26.9	26.9
유럽	54.9	52.4	52.3	52.3	52.4	53.3	55.1	53.7	53.0	53.6	54.4
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,211	2,203	2,635	2,432	2,903	9,082	10,172	11,122
YoY	27.0	41.5	-7.4	-19.3	2.8	-7.1	28.6	31.3	7.2	12.0	9.3
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	10.5	10.0	11.0	9.5	10.2	10.5
영업이익	602	1,435	180	533	653	832	871	1,266	2,750	3,622	4,789
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	8.4	-42.0	383.1	137.6	7.2	31.7	32.2
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.7	3.3	3.6	4.8	2.9	3.6	4.5
세전이익	666	1,352	-291	-304	208	469	642	1,017	1,424	2,336	4,079
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	83	305	417	660	510	1,464	2,648
YoY	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	-71.6	흑전	흑전	149.4	187.3	80.8
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	1.2	1.7	2.5	0.5	1.5	2.5

자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

표2. 한온시스템 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	신규 추정(a)		기존 추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	99,849	105,762	98,774	106,950	1.1	-1.1
영업이익	3,622	4,789	3,904	5,390	-7.2	-11.2
세전이익	2,336	4,079	2,725	4,675	-14.3	-12.8
지배주주순이익	1,464	2,648	1,983	3,407	-26.1	-22.3
영업이익률	3.6	4.5	4.0	5.0	-0.3	-0.5
세전이익률	2.3	3.9	2.8	4.4	-0.4	-0.5
지배주주순이익률	1.5	2.5	2.0	3.2	-0.5	-0.7

자료: 하이투자증권 리서치본부

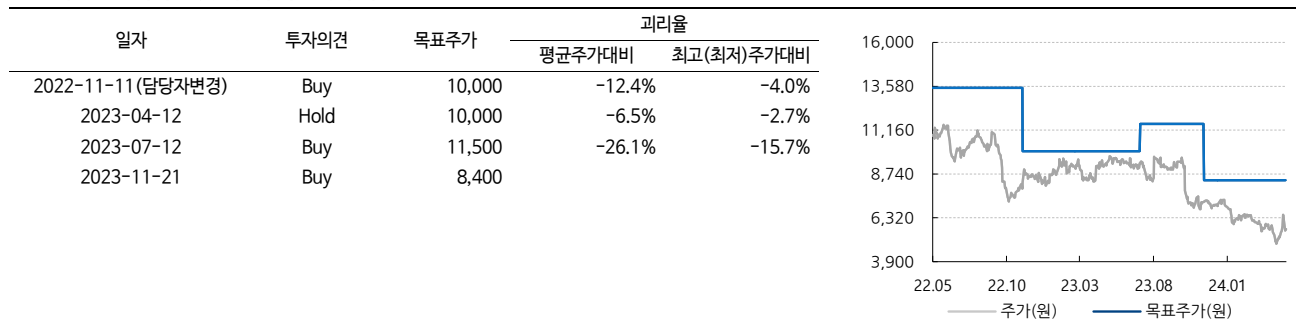
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,697	3,617	3,755	4,081	매출액	9,559	9,985	10,576	11,459
현금 및 현금성자산	779	594	554	663	증가율(%)	10.8	4.5	5.9	8.3
단기금융자산	20	20	20	20	매출원가	8,651	8,968	9,464	10,226
매출채권	1,336	1,437	1,529	1,629	매출총이익	908	1,017	1,112	1,233
재고자산	1,140	1,139	1,220	1,332	판매비와관리비	631	655	633	673
비유동자산	5,548	5,363	5,145	4,984	연구개발비	186	194	206	223
유형자산	2,716	2,707	2,633	2,588	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,126	1,937	1,779	1,649	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,244	8,979	8,900	9,065	영업이익	277	362	479	560
유동부채	3,576	3,308	3,385	3,503	증가율(%)	8.1	30.6	32.2	16.9
매입채무	1,308	1,367	1,448	1,568	영업이익률(%)	2.9	3.6	4.5	4.9
단기차입금	967	958	948	939	이자수익	29	22	21	25
유동성장기부채	500	177	177	177	이자비용	186	152	137	128
비유동부채	3,160	2,751	2,410	2,218	지분법이익(손실)	12	14	14	15
사채	1,413	1,131	904	814	기타영업외손익	-59	-71	-71	-71
장기차입금	1,266	1,139	1,025	923	세전계속사업이익	145	234	408	483
부채총계	6,736	6,058	5,796	5,720	법인세비용	86	64	102	121
지배주주지분	2,372	2,761	2,904	3,095	세전계속이익률(%)	1.5	2.3	3.9	4.2
자본금	53	60	60	60	당기순이익	59	170	306	362
자본잉여금	-23	336	336	336	순이익률(%)	0.6	1.7	2.9	3.2
이익잉여금	2,103	2,058	2,132	2,254	지배주주귀속 순이익	51	147	265	314
기타자본항목	238	308	377	446	기타포괄이익	263	69	69	69
비지배주주지분	137	160	201	249	총포괄이익	322	239	375	432
자본총계	2,508	2,921	3,105	3,345	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	517	667	871	884	주당지표(원)				
당기순이익	59	170	306	362	EPS	96	273	442	524
유형자산감가상각비	418	426	424	408	BPS	4,443	4,611	4,849	5,168
무형자산상각비	180	211	177	148	CFPS	1,217	1,454	1,446	1,452
지분법관련손실(이익)	12	14	14	15	DPS	316	320	320	320
투자활동 현금흐름	-677	-398	-329	-340	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-416	-417	-350	-362	PER	76.3	20.9	12.9	10.9
무형자산의 처분(취득)	-317	-21	-19	-18	PBR	1.6	1.2	1.2	1.1
금융상품의 증감	11	-	-	-	PCR	6.0	3.9	3.9	3.9
재무활동 현금흐름	-480	-640	-613	-466	EV/EBITDA	8.3	5.8	5.1	4.7
단기금융부채의증감	-390	-332	-10	-9	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	167	-409	-340	-193	ROE	2.2	5.7	9.3	10.5
자본의증감	-	365	-	-	EBITDA이익률	9.2	10.0	10.2	9.7
배당금지급	-185	-192	-192	-192	부채비율	268.5	207.4	186.7	171.0
현금및현금성자산의증감	-651	-185	-40	109	순부채비율	133.5	95.5	79.9	64.9
기초현금및현금성자산	1,429	779	594	554	매출채권회전율(x)	7.3	7.2	7.1	7.3
기말현금및현금성자산	779	594	554	663	재고자산회전율(x)	9.1	8.8	9.0	9.0

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

한온시스템 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-