

한온시스템 (018880)

2Q24 Review: 어두운 터널을 지나는 중

2Q24 Review: 매출액 2.6조원, 영업이익 716억원 (OPM 2.8%)

24년 2분기 매출액은 2.6조원(YoY +5.4%), 영업이익 716억원(YoY -50.1%, OPM 2.8%)으로 시장 기대치(2.5조원, 819억원)를 하회했다.

외형은 주요 고객사의 생산 부진에도 불구하고 성장을 지속했다. 지역별로는 북미/유럽/중국/한국 YoY +11%/+1%/-8%/+12%를 기록했으며, 북미와 한국 지역의 성장은 원화 약세의 영향이 긍정적이었다. 중국 자동차 시장은 로컬 업체 중심으로 재편되는 흐름이 이어지면서, 동사의 고객사들의 물량 역시 큰 폭으로 감소했다는 점이 부정적이었다. 고객사별로는 HMG/Ford/GM/VW/BMW/Benz/Stellantis YoY +7%/+5%/+9%/+1%/+11%/-9%/-3%를 기록했다. Benz의 매출 감소는 4분기 신규 플랫폼 출시를 앞두고 기존 플랫폼에 대한 수요 감소의 영향으로 해석된다.

수익성은 고객사의 생산 부진과 구조조정 관련한 비용이 여전히 부정적이었다. 특히 고객사 리커버리는 작년과 같이 일회성 보상으로만 진행하지 않는다. 일회성 보상과 납품 단가 인상을 함께 진행하고 있는데, 그런 상황에서 고객사의 생산 부진은 리커버리 활동의 효과를 제한할 수 밖에 없었다. 영업외단에서는 이자비용(590억원)과 외화평가손실이 부정적으로 작용하면서 당기순손실은 312억원(YoY 적전, NPM -1.2%)으로 작년 하반기에 이어 다시 적자를 기록했다

예상치 못한 비용 부담 증가에 다시 낮아지는 눈높이

연초 올해 수익성 개선 요인으로 물류비 절감, 조직 효율화, 고객사 리커버리로 제시했었으나, 예상치 못하게 비용 부담이 다시 높아지고 있다. 우선 지정학적 리스크 장기화, 물동량 부족으로 SCFI가 5월부터 재급등하면서 물류비 절감 효과는 제한적일 것으로 예상된다. 또한 작년 4분기부터 조직 효율화 활동을 이어가고 있으며, 올해 상반기까지의 달성률은 70%이다. 다만 상반기에는 고객사의 생산 부진이 조직 효율화 효과를 상쇄했다. 하반기에도 추가적으로 추진해 100% 달성률을 기록하고자 하지만, 효과를 극대화하기 위해서는 뚜렷한 물량 증가가 필요하다.

그럼에도 3분기, 4분기 점진적으로 OPM 3.1% → 3.4%로 개선될 것으로 예상된다. 특히 4분기에는 Mercedes-Benz의 물량, 현대차그룹 미국 조지아 전동화 공장 물량이 더해진다. 특히 두 물량은 시스템 납품이기 때문에 수익성 개선을 기대해 볼만한 프로젝트이다. 현대차그룹의 전동화 공장은 하이브리드 혼류 생산을 검토하고 있는 상황이지만, 하이브리드 차량도 전동식 컴프레서로 업그레이드를 하기 때문에 우려할만한 요인은 크지 않아 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 6,000원 유지

열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과는 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 특히 예상치 못한 비용 증가가 겹치면서 연간 수익성의 개선 폭이 제한되었다. 게다가 전기차의 비중이 동사 실적 개선의 관건인 만큼, 하반기에는 트럼프의 지지율 등락에 따라 주가의 변동성이 커질 가능성이 높다. 그러나 올해 4분기부터는 차세대 전기차 플랫폼들이 양산되기 시작한다. 또한 올해 중으로 주요 투자 건들이 마무리되면서 Capex도 3,000억원대로 관리되기 시작한다. P/E 밸류에이션 방식은 그대로 유지하지만, 12M Fwd EPS를 적용하던 기존과 달리 이익이 정상화되기 시작하는 2025년의 예상 EPS를 적용한다. Target P/E는 그대로 20배를 곱해 목표주가 6,000원을 유지한다. 장기적인 상승 여력은 충분하다는 판단이며, 투자의견 Buy를 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

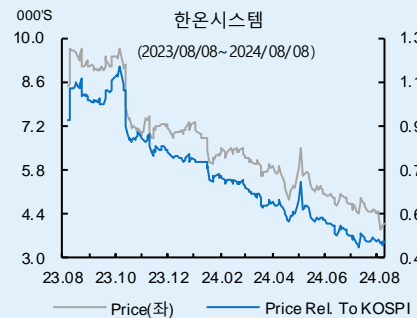
목표주가(12M)	6,000원(유지)
증가(2024.08.08)	4,065원
상승여력	47.6%

Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	2,170십억원
외국인지분율	10.4%
52주 주가	3,870~9,690원
60일평균거래량	2,514,233주
60일평균거래대금	12.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-28.2	-36.5	-52.0
상대수익률	1.2	-21.3	-34.1	-51.3

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,559	10,061	10,657	11,551
영업이익(십억원)	277	303	385	462
순이익(십억원)	51	18	180	249
EPS(원)	96	34	300	416
BPS(원)	4,443	4,416	4,532	4,764
PER(배)	76.3	119.1	13.6	9.8
PBR(배)	1.6	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	2.2	0.7	6.7	9.0
배당수익률(%)	0.9	7.4	7.4	7.4
EV/EBITDA(배)	8.3	5.4	5.0	4.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[자동차/자동차부품]

조희승 2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

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	25,599	24,539	26,426	95,593	100,611	106,571
아시아	12,871	13,330	13,619	14,006	13,111	13,597	14,027	14,706	53,826	55,441	57,926
미주	5,798	6,449	6,538	6,240	6,565	7,158	6,996	6,864	25,025	27,583	29,242
유럽	12,853	12,733	12,183	12,882	12,645	12,860	13,036	13,784	50,652	52,326	56,226
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	56.9	54.5	53.1	57.2	55.7	56.3	55.1	54.4
미주	24.8	26.5	28.1	25.3	27.3	28.0	28.5	26.0	26.2	27.4	27.4
유럽	54.9	52.4	52.3	52.3	52.6	50.2	53.1	52.2	53.0	52.0	52.8
YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	5.4	7.3	10.8	5.2	5.9
아시아	10.5	9.8	8.7	1.6	1.9	2.0	3.0	5.0	7.4	3.0	4.5
미주	16.1	17.6	8.6	7.5	13.2	11.0	7.0	10.0	12.2	10.2	6.0
유럽	22.1	20.1	10.4	1.9	-1.6	1.0	7.0	7.0	13.1	3.3	7.5
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,211	2,201	2,330	2,454	2,907	9,082	9,891	11,207
YoY	27.0	41.5	-7.4	-19.3	2.7	-17.9	29.7	31.5	7.2	8.9	13.3
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	9.1	10.0	11.0	9.5	9.8	10.5
영업이익	602	1,435	180	533	653	716	764	894	2,750	3,026	3,851
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	8.4	-50.1	323.4	67.7	7.2	10.0	27.2
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.7	2.8	3.1	3.4	2.9	3.0	3.6
세전이익	666	1,352	-291	-304	208	-328	237	327	1,424	445	2,765
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	83	-341	154	212	510	108	1,796
YoY	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	적전	흑전	흑전	149.4	-78.8	1561.5
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	0.6	0.8	0.5	0.1	1.7

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	100,611	106,571	99,475	105,364	1.1	1.1
영업이익	3,026	3,851	3,157	3,837	-4.1	0.4
세전이익	445	2,765	1,818	3,131	-75.5	-11.7
지배주주순이익	108	1,796	1,128	2,033	-90.4	-11.7
영업이익률	3.0	3.6	3.2	3.6	-0.2	0.0
세전이익률	0.4	2.6	1.8	3.0	-1.4	-0.4
지배주주순이익률	0.1	1.7	1.1	1.9	-1.0	-0.2

자료: 하이투자증권 리서치본부

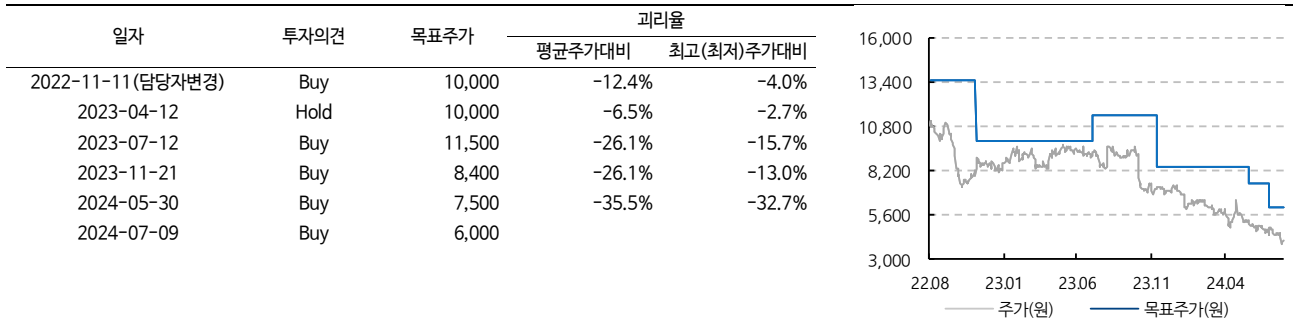
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,697	3,491	3,543	3,808	매출액	9,559	10,061	10,657	11,551
현금 및 현금성자산	779	449	322	367	증가율(%)	10.8	5.2	5.9	8.4
단기금융자산	20	20	20	20	매출원가	8,651	9,072	9,536	10,308
매출채권	1,336	1,447	1,540	1,641	매출총이익	908	989	1,121	1,243
재고자산	1,140	1,147	1,229	1,343	판매비와관리비	631	686	736	781
비유동자산	5,548	5,363	5,145	4,984	연구개발비	186	196	207	225
유형자산	2,716	2,707	2,633	2,588	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,126	1,937	1,779	1,649	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,244	8,853	8,689	8,792	영업이익	277	303	385	462
유동부채	3,576	3,318	3,396	3,515	증가율(%)	8.1	9.1	27.2	19.9
매입채무	1,308	1,377	1,459	1,581	영업이익률(%)	2.9	3.0	3.6	4.0
단기차입금	967	958	948	939	이자수익	29	17	12	14
유동성장기부채	500	177	177	177	이자비용	186	152	137	128
비유동부채	3,160	2,751	2,410	2,218	자본법이익(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	44	277	384
부채총계	6,736	6,069	5,807	5,733	법인세비용	86	23	69	96
지배주주지분	2,372	2,645	2,714	2,853	세전계속이익률(%)	1.5	0.4	2.6	3.3
자본금	53	60	60	60	당기순이익	59	21	207	288
자본잉여금	-23	336	336	336	순이익률(%)	0.6	0.2	1.9	2.5
이익잉여금	2,103	1,942	1,942	2,012	지배주주귀속 순이익	51	18	180	249
기타자본항목	238	308	377	446	기타포괄이익	263	69	69	69
비지배주주지분	137	140	167	206	총포괄이익	322	91	277	357
자본총계	2,508	2,785	2,882	3,059	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	517	522	772	808	주당지표(원)				
당기순이익	59	21	207	288	EPS	96	34	300	416
유형자산감가상각비	418	426	424	408	BPS	4,443	4,416	4,532	4,764
무형자산상각비	180	211	177	148	CFPS	1,217	1,216	1,303	1,345
지분법관련손실(이익)	12	14	14	15	DPS	316	300	300	300
투자활동 현금흐름	-677	-398	-329	-340	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-416	-417	-350	-362	PER	76.3	119.1	13.6	9.8
무형자산의 처분(취득)	-317	-21	-19	-18	PBR	1.6	0.9	0.9	0.9
금융상품의 증감	11	-	-	-	PCR	6.0	3.3	3.1	3.0
재무활동 현금흐름	-480	-628	-601	-454	EV/EBITDA	8.3	5.4	5.0	4.6
단기금융부채의증감	-390	-332	-10	-9	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	167	-409	-340	-193	ROE	2.2	0.7	6.7	9.0
자본의증감	-	365	-	-	EBITDA이익률	9.2	9.3	9.3	8.8
배당금지급	-185	-180	-180	-180	부채비율	268.5	217.9	201.5	187.4
현금및현금성자산의증감	-651	-330	-127	45	순부채비율	133.5	105.4	94.2	80.6
기초현금및현금성자산	1,429	779	449	322	매출채권회전율(x)	7.3	7.2	7.1	7.3
기말현금및현금성자산	779	449	322	367	재고자산회전율(x)	9.1	8.8	9.0	9.0

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

한온시스템 투자이전 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 주권사로 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%