



한온시스템 (018880)

[3Q24 Preview] 전동화 부진 및 수요 둔화 영향

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 5,600원

현재 주가(10/15)	3,850원
상승여력	▲45.5%
시가총액	20,551억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	7,820 / 3,755원
90 일 일평균 거래대금	69.81억원
외국인 지분율	7.9%

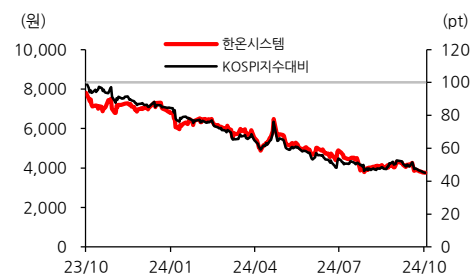
주주 구성	
한온코오트홀딩스 (외 2 인)	70.0%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.7	-19.5	-28.4	-50.8
상대수익률(KOSPI)	-12.9	-11.6	-27.1	-58.0

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,628	9,559	9,950	10,469
영업이익	257	277	288	354
EBITDA	814	876	939	1,013
지배주주순이익	20	51	14	72
EPS	38	96	26	135
순차입금	2,876	3,391	4,195	4,375
PER	211.3	76.3	144.0	27.9
PBR	1.9	1.6	0.9	1.0
EV/EBITDA	8.8	8.3	6.6	6.3
배당수익률	4.4	4.4	8.0	8.5
ROE	0.9	2.2	0.6	3.4

주가 추이



매출액 2.45조원(+5.3% YoY), 영업이익 719억원(+254.4%) 전망

동사 3Q 매출액은 계절적 변수기 및 글로벌 수요 둔화에 따른 VW, GM 등 주요 고객 물량 감소 영향 불가피. 유럽은 3Q 매출 증가세 둔화(+0.5%), 중국은 매출 감소가 지속(-11.1%)될 것으로 전망.

영업이익은 인력 효율화, 원가 리커버리 등 고강도 수익성 개선 통한 비용 절감 효과가 점진적으로 가시화될 것으로 기대. 상반기에 발생한 일회성 인건비 증가가 3Q에는 완화되고, 장기공급계약 등을 통한 물류비 절감으로 매출 대비 2.6% 수준의 물류비 비중 유지 전망. 그러나, 전동화 수요 부진에 따른 설비 가동률 하락 및 그동안 진행된 대규모 투자로 인한 감가상각비 증분 영향으로 OPM 2.9%(+2.0%p), EBITDA 마진은 9.7%(+2.3%p) 기록 전망.

안정적 고객 기반과 통합 4세대 열관리 모듈 등 잠재력은 유효

동사는 1H24에 Re-Win 수주 규모가 2023년 연간 Re-Win 수주 규모를 초과했을 정도로 안정적 고객 기반을 증명. 또한, 하반기 기아 EV3 생산을 비롯하여 2025년 메르세데스-벤츠 MMA(Mercedes Modular Architecture), BMW Neue Klasse 등 동사의 열관리 모듈이 적용되는 신규 BEV 플랫폼 기반의 신차 출시 계획에 따라 2025년 하반기부터 점진적 매출 증가 기대. EV3에 첫 적용된 4세대 열관리 모듈은 냉각수모듈(배터리 등의 열관리 담당)과 냉매모듈(HVAC 열관리 담당)이 통합된 모듈로서 기존 단품 매출 대비 해당 ASP 상승 효과 존재. EV3 국내 판매 증가 및 유럽 공급 물량 증대 본격화 시 동사의 제품 믹스 개선에 기여 예상.

전동화 물량 증가세 둔화 영향 불가피, 목표주가 5,600원으로 하향

동사는 인력 효율화, 물류비 절감에 이어 중국/유럽 내 저수의 생산 거점 합리화를 통한 고강도 수익성 개선 강화할 계획. 그러나, 지난해 하반기부터 지속되고 있는 전동화 및 글로벌 완성차 수요 불확실성은 당분간 동사의 실적 개선에 부담 요인으로 작용 불가피. 또한, 한국타이어앤테크놀로지 인수 조건 변경(유상증자 규모 증액: 3,650억원→6,000억원)의 경우 부채 상환을 통한 손익 구조 개선 효과 존재하나, 주주 지분가치 희석 우려에 따른 밸류에이션 de-rating 가능성도 상존. 이에, 동사 12M FWD PER/PBR 밴드 중단에 8월 이후 자동차 업종 Multiple 10% 하향 반영한 적정주가 평균 적용하여 목표주가 5,600원 산출. 기존 7,500원 대비 25.3% 하향. 투자 의견 Buy 유지.

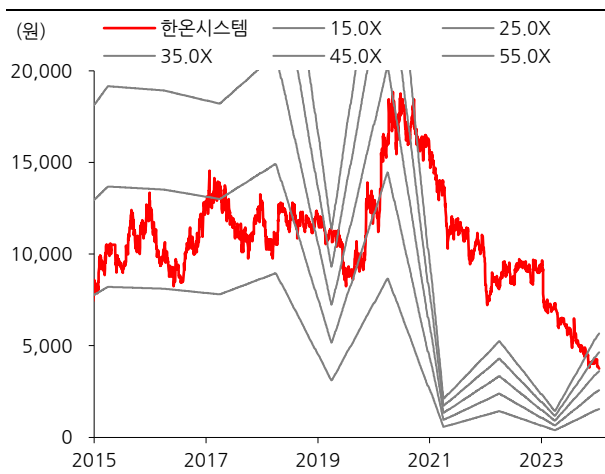
[표1] 한온시스템 실적 추정치 및 목표주가 변동 내역

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전	변동	변동률	설명
매출액(FY1)	9,952	9,950	0.0	연결기준(단위: 십억원) - 경영 효율화 통한 비용절감 효과 및 영업외비용(이자비용, 외환환산손실 등) 추정치 조정 등 고려
영업이익(FY1)	276	288	4.3	
지배주주순이익(FY1)	22	14	-36.4	
EPS(FY1)	106	26	-75.5	지배주주순이익, 보통주 기준 (단위: 원)
EPS(12M FWD)	153	103	-32.7	
BPS(FY1)	4,124	4,046	-1.9	
BPS(12M FWD)	4,112	3,978	-3.3	
Target PER	35	31.5	-	동사 최근 10년 12M FWD PER 밴드 중단 -8월 이후 Multiple 하향(10%) 반영
Target PBR	2.3	2.0	-	
적정주가	5,355	3,245	-	동사 최근 10년 12M FWD PBR 밴드 중단 -8월 이후 Multiple 하향(10%) 반영
	9,457	7,956	-	
목표주가	7,500	5,600	-25.3	
현주가		3,755		24/10/14 종가 기준
상승여력		59.8		

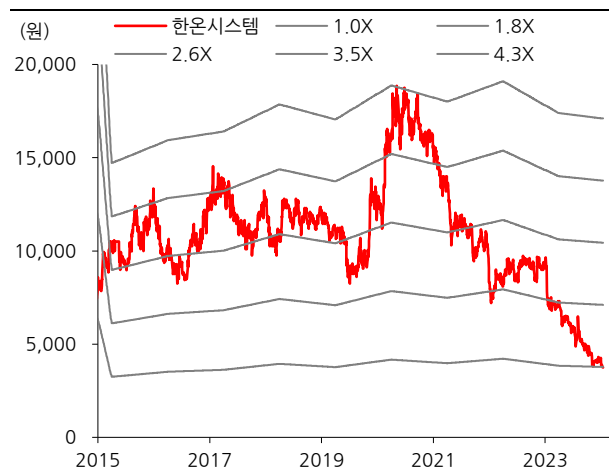
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 12m forward PER Band



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 12m forward PBR Band



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

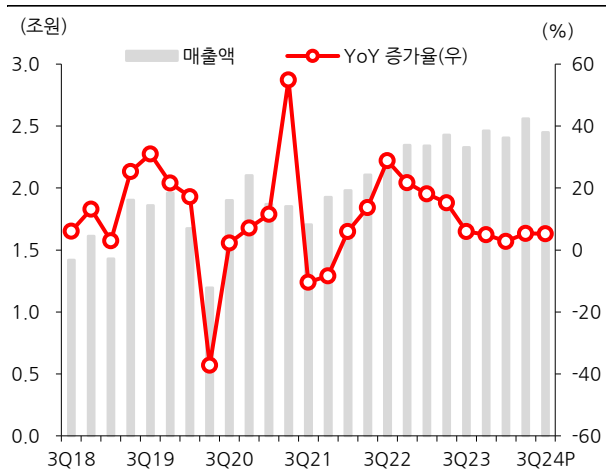
[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,560	2,451	2,535	9,559	9,950	10,469
% YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	5.3	2.9	10.8	4.1	5.2
매출총이익	214.2	283.7	189.2	221.1	220.1	232.8	231.6	242.5	908	927	1,026
% YoY	19.9	41.5	-7.4	-16.2	2.7	-17.9	22.4	9.7	7.2	2.1	10.7
영업이익	60	143	20	53	65	72	72	80	277	288	354
% YoY	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-50.1	254.4	49.3	8.1	4.0	22.6
세전이익	67	135	-27	-30	21	-33	3	53	145	44	102
% YoY	122.6	827.6	-204.8	-212.5	-68.8	적전	흑전	흑전	48.8	-69.3	129.5
지배주주순이익	44	107	-45	-55	8	-34	2	37	51	14	72
% YoY	122.6	668.0	-369.7	82.3	-81.1	적전	흑전	흑전	149.5	-72.7	416.5
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	9.1	9.5	9.6	9.5	9.3	9.8
OPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	2.8	2.9	3.1	2.9	2.9	3.4
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	0.1	1.5	0.5	0.1	0.7

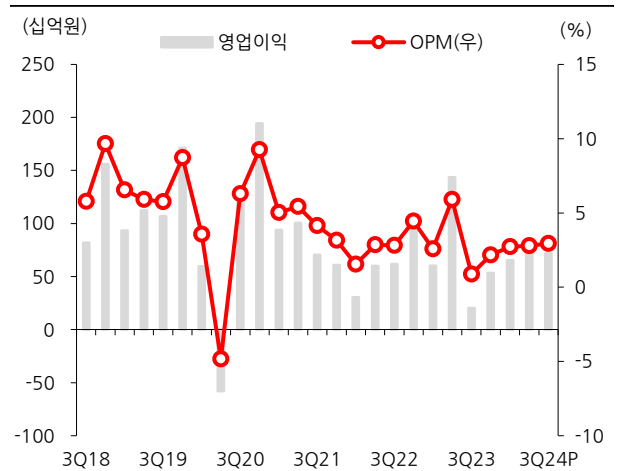
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 매출액 추이 및 전망



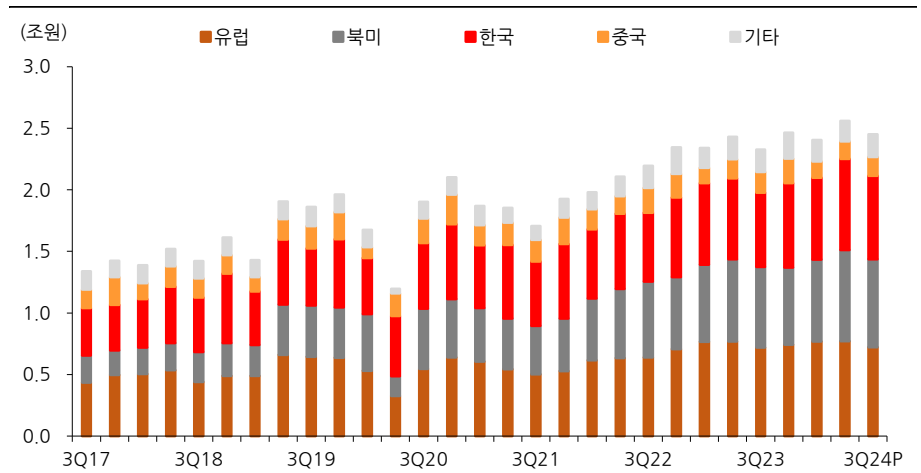
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한온시스템 지역별 매출액 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,351	8,628	9,559	9,950	10,469
매출총이익	849	847	908	927	1,026
영업이익	326	257	277	288	354
EBITDA	834	814	876	939	1,013
순이자손익	-79	-93	-157	-226	-215
외화관련손익	32	34	64	83	49
지분법손익	5	9	12	11	10
세전계속사업손익	355	97	145	44	102
당기순이익	311	27	59	20	74
지배주주순이익	309	20	51	14	72
증가율(%)					
매출액	41.7	17.4	10.8	4.1	5.2
영업이익	-10.4	-21.2	8.1	4.0	22.6
EBITDA	58.8	-2.4	7.5	7.2	7.9
순이익	-0.4	-91.4	120.2	-66.1	271.3
이익률(%)					
매출총이익률	11.5	9.8	9.5	9.3	9.8
영업이익률	4.4	3.0	2.9	2.9	3.4
EBITDA 이익률	11.3	9.4	9.2	9.4	9.7
세전이익률	4.8	1.1	1.5	0.4	1.0
순이익률	4.2	0.3	0.6	0.2	0.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	636	378	517	415	690
당기순이익	311	27	59	20	74
자산상각비	509	558	598	651	660
운전자본증감	-190	-373	-194	34	-117
매출채권 감소(증가)	244	-218	-21	93	-106
재고자산 감소(증가)	-163	-168	-140	13	-74
매입채무 증가(감소)	-135	239	28	-142	120
투자현금흐름	-557	-643	-677	-994	-711
유형자산처분(취득)	-383	-375	-416	-469	-351
무형자산 감소(증가)	-216	-257	-317	-347	-351
투자자산 감소(증가)	0	-12	24	2	2
재무현금흐름	-24	262	-480	585	256
차입금의 증가(감소)	186	456	-295	627	413
자본의 증가(감소)	-210	-194	-324	-42	-157
배당금의 지급	-210	-194	-324	-36	-160
총현금흐름	965	899	954	381	807
(-)운전자본증감(감소)	158	228	75	207	117
(-)설비투자	388	385	481	470	351
(+)자산매각	-212	-246	-252	-346	-351
Free Cash Flow	208	40	146	-641	-12
(-)기타투자	-10	146	87	-60	11
잉여현금	218	-106	59	-581	-23
NOPLAT	285	71	113	129	257
(+) Dep	509	558	598	651	660
(-)운전자본투자	158	228	75	207	117
(-)Capex	388	385	481	470	351
OpFCF	249	16	156	104	449

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	3,552	4,195	3,697	3,823	4,350
현금성자산	1,412	1,441	795	798	1,031
매출채권	1,002	1,262	1,288	1,338	1,444
재고자산	810	972	1,140	1,165	1,239
비유동자산	4,682	4,904	5,548	6,030	6,093
투자자산	556	609	705	887	908
유형자산	2,336	2,371	2,716	2,782	2,692
무형자산	1,790	1,923	2,126	2,361	2,494
자산총계	8,234	9,099	9,244	9,853	10,443
유동부채	2,813	4,021	3,576	4,222	4,683
매입채무	1,501	1,850	1,906	1,764	1,884
유동성이자부채	1,174	1,994	1,476	2,205	2,489
비유동부채	2,944	2,708	3,160	3,330	3,510
비유동이자부채	2,558	2,323	2,710	2,787	2,916
부채총계	5,757	6,729	6,736	7,552	8,193
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,368	2,243	2,103	2,085	1,997
자본조정	-68	-38	238	44	82
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,477	2,370	2,508	2,302	2,251

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	578	38	96	26	135
BPS	4,390	4,189	4,443	4,046	3,951
DPS	360	360	320	300	320
CFPS	1,809	1,684	1,787	714	1,511
ROA(%)	3.8	0.2	0.6	0.1	0.7
ROE(%)	13.8	0.9	2.2	0.6	3.4
ROIC(%)	6.4	1.4	2.1	2.1	4.0
Multiples(x, %)					
PER	23.3	211.3	76.3	144.0	27.9
PBR	3.1	1.9	1.6	0.9	1.0
PSR	1.0	0.5	0.4	0.2	0.2
PCR	7.4	4.8	4.1	5.3	2.5
EV/EBITDA	11.4	8.8	8.3	6.6	6.3
배당수익률	2.7	4.4	4.4	8.0	8.5
안정성(%)					
부채비율	232.5	283.9	268.5	328.1	364.0
Net debt/Equity	93.7	121.4	135.2	182.3	194.4
Net debt/EBITDA	278.0	353.1	387.2	446.7	431.7
유동비율	126.2	104.3	103.4	90.5	92.9
이자보상배율(배)	3.8	2.4	1.5	1.1	1.4
자산구조(%)					
투자자본	70.3	71.6	79.5	79.2	77.2
현금+투자자산	29.7	28.4	20.5	20.8	22.8
자본구조(%)					
차입금	60.1	64.6	62.5	68.4	70.6
자기자본	39.9	35.4	37.5	31.6	29.4

[Compliance Notice]

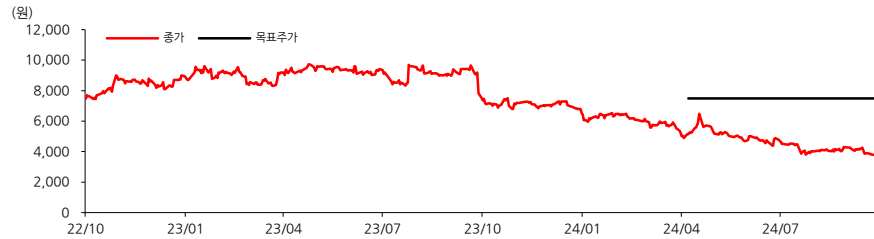
(공표일: 2024년 10월 16일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	7,500	7,500	7,500	7,500
일 시	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	7,500	7,500	5,600			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500	-38.55	-13.47
2024.10.16	Buy	5,600		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%