

한온시스템 (018880)

4Q23 NDR 후기: 기술력에 대한 의심은 없다

투자의견 Buy, 목표주가 8,400원 유지

2/15~2/19 당사는 한온시스템의 4분기 실적 NDR을 진행하였다. 과거 7~8% 이상의 수익성을 기록했었으나, 코로나 이후 각종 일회성 비용의 반영과 2~3%의 낮은 수익성이 이어지면서 주가는 하락세를 지속했다. 기관 투자자들은 동사의 높은 기술력에 대해서는 동의했지만, 그럼에도 수익성이 낮은 이유에 대한 의문이 많았다. 그런 상황이기때문에 '수익성 개선의 시기'에 대한 것이 주요 관심사이었다. 올해 1분기까지는 조직 효율화 관련한 일회성 비용, 3% 수준의 높은 물류비 부담이 부정적으로 작용하겠지만, 2분기부터는 리커버리 협상, 물류비 안정화가 점차 반영되기 시작할 예정이다. 1) 수익성 중심의 경영 전략, 2) 하반기부터 더해지는 현대차그룹, Mercedes-Benz 물량, 3) 25년 xEV 비중 30% 돌파 감안했을 때, 상저하고의 실적 개선세는 뚜렷할 것으로 보인다. 현재 12M Fwd P/E는 15.8 배로 역사적 저점이다. 여전히 높은 기술력, 강화되고 있는 과점적 위치, 낮아진 밸류, 하반기부터의 실적 회복을 감안했을 때, 저가 매수의 기회라는 판단이다.

주가 하락을 이끌었던 수익성 악화, 이제는 끝이 보인다

2023년 연간 영업이익률은 2.9%로 마무리되었으며, 2024년과 2025년 수익성 가이던스는 각각 4%, 5%이다. 10만원 내외의 기계식 컴프레서와 달리 전동식 컴프레서는 20만원 내외(차세대 컴프레서 40만원대), 시스템 단위는 100만원 중후반대까지 올라간다는 것에 비해 낮은 수익성이 투자자들의 실망감으로 이어지고 있다. 과거에 비해 수익성이 낮아진 본질적인 요인은 인플레이션으로 인한 비용 상승, 감가상각비와 Capex의 부담이다. 주가 상승을 위해서는 구조적인 수익성 개선을 보여줄 필요가 있으며, 2024년 하반기~2025년부터는 점차 개선될 것으로 보인다.

1) 우선 코로나 이전의 수주 건들은 인플레이션이 반영된 계약이 아니다. 수주 이후 2~3년 뒤 차종이 출시되어 6~7년 간 매출이 발생하며, 이후의 비용 변동에 대해서는 50% 리커버리로 계약하는 구조이다. 다만 지금은 나머지 50%에 대한 부담이 높은 상황이기 때문에 고객사와 개별 리커버리 협상을 진행하고 있다. 작년 리커버리율은 80% 수준으로, 올해 추가 리커버리 목표는 750억원이다. 2~3 티어들에 대한 비용 정산도 필요하기 때문에 수익성에 온전히 반영되기는 어렵겠지만, 점차 인플레이션이 반영된 수주 계약 건의 매출이 높아지면서 구조적으로 개선이 가능해질 것으로 보인다.

2) 감가상각비는 2021년 5,080억원 → 2022년 5,580억원 → 2023년 5,980억원 → 2024년 6,500억원으로 500억원 가량의 증분이 올해까지는 이어질 것으로 예상된다. 다만, 마그나로부터 인수한 사업 부문의 상각과 개발 자산의 상각 사이클을 감안했을 때, 2025부터는 증분폭이 100억원 대로 낮아질 것으로 보인다.

또한 Capex도 4,000억원 내외로 유지되어 왔는데, 올해 중으로 주요 투자 건들이 마무리된다. 전기차 열관리 시스템 공급을 위해서는 전동 컴프레서 공장과 모듈 공장도 필요한데, 올해 상반기 중으로 완공될 예정인 북미(캐나다) 컴프레서 공장을 포함하면 주요 권역 내 전동 컴프레서 생산 라인 구축은 완료된다. 모듈 공장은 북미 지역에서 완성차 공장 근처에 추가적으로 건설해야 하지만, 상대적으로 부담은 낮은 편이다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

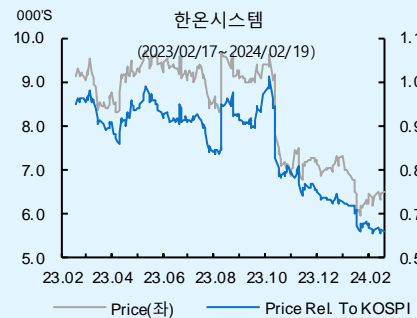
목표주가(12M)	8,400원(유지)
증가(2024.02.19)	6,490원
상승여력	29.4%

Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	3,464십억원
외국인지분율	16.0%
52주 주가	5,970~9,730원
60일평균거래량	662,535주
60일평균거래대금	4.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	-9.7	-31.0	-29.0
상대수익률	-1.6	-18.3	-38.0	-38.3

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	8,628	9,559	9,877	10,695
영업이익(십억원)	257	275	390	539
순이익(십억원)	20	113	211	362
EPS(원)	38	212	396	679
BPS(원)	4,189	4,196	4,384	4,854
PER(배)	211.3	30.6	16.4	9.6
PBR(배)	1.9	1.5	1.5	1.3
ROE(%)	0.9	5.1	9.2	14.7
배당수익률(%)	1.1	1.0	4.9	4.9
EV/EBITDA(배)	8.5	8.0	6.8	5.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[자동차/자동차부품]

조희승 2122-9195 hs.jo@hi-ib.com

기술력과 외형 성장에 대한 의심은 없다

신규 플레이어의 등장으로 경쟁 강도 심화에 대한 우려도 다소 있었지만, 높은 기술력과 특허를 감안했을 때 과점적 위치는 더 강화될 전망이다. 수주 잔고 \$510억의 70%가 xEV향이었으며, 신규 수주 \$15억의 95%가 xEV향이었다. 고객사 내에서도 친환경차 중심으로 점유율을 높여가고 있다. 고객사별 친환경차 점유율은 1) 현대차그룹 내 80%, 2) BMW 내 90%, 3) Volkswagen 내 60%, 4) Mercedes-Benz 내 70%으로 과점적 위치를 증명하고 있다. xEV 비중의 상승은 약속되어있다. 올해 3분기부터 현대차그룹 조지아 공장향 물량 → 4분기 Mercedes-Benz 차세대 전기차 플랫폼 → 25년 상반기 BMW → 25년 하반기 Ford 차세대 전기차 플랫폼이 예정되어 있다.

그러나 예상보다 낮은 전기차의 볼륨이 그 동안의 부담으로도 작용했기 때문에, 수주와 별개로 전기차 수요 둔화에 대한 우려가 컸다. 특히 최근에는 하이브리드의 과도기가 길어지는 흐름이기 때문에 하이브리드 시대 수익성 변화에 대한 관심이 높았다. 하이브리드 차량도 전동식 컴프레서로 업그레이드를 하기 때문에 단기적으로는 외형성장과 수익성에 우려할만한 요인이 크지 않아 보인다. 다만 전기차 비중 상승으로 인한 ASP 상승의 시기, 규모의 경제 발생 시기가 미뤄지는 것이기 때문에 장기적으로는 긍정적이지 않다. 그래도 전기차의 시대는 점차 다가오고 있다. 특히 Mercedes-Benz, BMW와 같은 프리미엄 브랜드향으로는 볼륨의 변동성이 낮기 때문에 고객사 다변화 전략이 점차 실적의 안정성을 높일 것으로 기대된다.

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	23,537	25,478	24,228	25,531	86,277	95,593	98,774
아시아	12,871	13,330	13,619	14,473	13,257	13,997	14,300	15,486	50,107	54,293	57,039
미주	5,798	6,449	6,538	6,210	5,972	6,900	6,865	6,831	22,306	24,996	26,569
유럽	12,853	12,733	12,183	13,404	13,239	13,624	13,036	14,610	44,804	51,173	54,509
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	58.8	56.3	54.9	59.0	60.7	58.1	56.8	57.7
미주	24.8	26.5	28.1	25.2	25.4	27.1	28.3	26.8	25.9	26.1	26.9
유럽	54.9	52.4	52.3	54.4	56.2	53.5	53.8	57.2	51.9	53.5	55.2
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,758	2,589	2,879	2,665	2,936	8,471	9,629	11,069
YoY	27.0	41.5	-7.4	0.7	20.9	1.5	40.9	6.5	-2.0	13.7	15.0
GPM	9.2	11.7	8.1	11.2	11.0	11.3	11.0	11.5	9.8	10.1	11.2
영업이익	602	1,435	180	533	598	1,076	983	1,247	2,566	2,750	3,904
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	-0.7	-25.0	444.8	133.9	-18.7	7.2	41.9
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.5	4.2	4.1	4.9	3.0	2.9	4.0
세전이익	666	1,352	-291	-304	258	708	754	1,005	972	1,424	2,725
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	188	515	548	731	204	510	1,983
YoY	122.6	668.0	적전	82.3	-57.2	-52.0	흑전	흑전	-81.5	149.4	288.9
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.8	2.0	2.3	2.9	0.2	0.5	2.0

자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

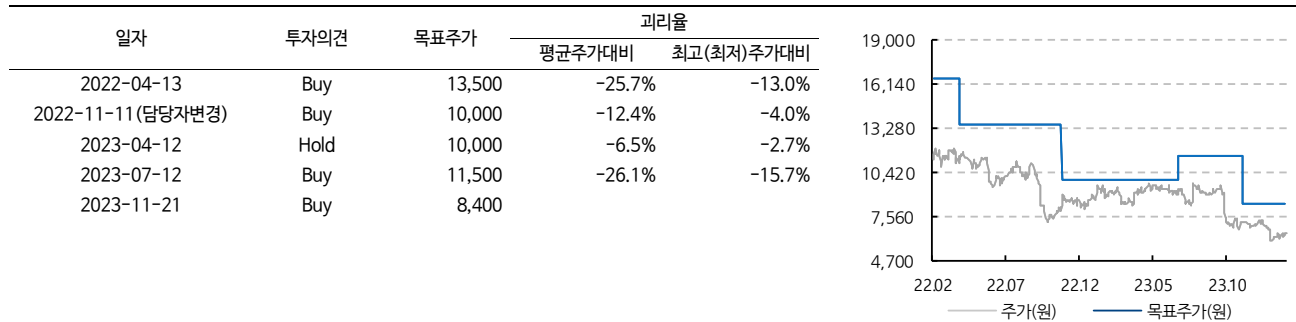
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,195	3,787	3,685	3,871	매출액	8,628	9,559	9,877	10,695
현금 및 현금성자산	1,429	775	625	568	증가율(%)	17.4	10.8	3.3	8.3
단기금융자산	25	25	26	26	매출원가	7,781	8,596	8,770	9,491
매출채권	1,276	1,352	1,405	1,537	매출총이익	847	963	1,107	1,204
재고자산	972	1,138	1,126	1,232	판매비와관리비	590	688	717	665
비유동자산	4,904	5,465	5,661	5,813	연구개발비	184	204	210	228
유형자산	2,371	2,716	3,042	3,298	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,923	2,126	1,983	1,864	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,099	9,252	9,346	9,684	영업이익	257	275	390	539
유동부채	4,021	4,000	4,021	4,129	증가율(%)	-21.2	7.2	41.9	38.0
매입채무	1,231	1,233	1,274	1,380	영업이익률(%)	3.0	2.9	4.0	5.0
단기차입금	1,455	1,673	1,657	1,640	이자수익	13	7	6	5
유동성장기부채	520	260	237	237	이자비용	106	109	107	106
비유동부채	2,708	2,874	2,841	2,809	지분법이익(손실)	9	13	14	14
사채	1,547	1,701	1,667	1,634	기타영업외손익	-65	-59	-59	-59
장기차입금	577	594	600	606	세전계속사업이익	97	142	273	467
부채총계	6,729	6,875	6,862	6,938	법인세비용	70	26	55	93
지배주주지분	2,236	2,240	2,340	2,591	세전계속이익률(%)	1.1	1.5	2.8	4.4
자본금	53	53	53	53	당기순이익	27	117	218	374
자본잉여금	-10	-10	-10	-10	순이익률(%)	0.3	1.2	2.2	3.5
이익잉여금	2,243	2,188	2,229	2,420	지배주주귀속 순이익	20	113	211	362
기타자본항목	-51	8	68	127	기타포괄이익	59	59	59	59
비지배주주지분	134	137	144	155	총포괄이익	86	176	277	433
자본총계	2,370	2,377	2,484	2,746	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	378	615	866	1,067	주당지표(원)				
당기순이익	27	117	218	374	EPS	38	212	396	679
유형자산감가상각비	398	400	474	544	BPS	4,189	4,196	4,384	4,854
무형자산상각비	159	182	165	138	CFPS	1,083	1,301	1,593	1,957
지분법관련손실(이익)	9	13	14	14	DPS	360	316	320	320
투자활동 현금흐름	-643	-1,197	-889	-888	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-375	-744	-800	-800	PER	211.3	30.6	16.4	9.6
무형자산의 처분(취득)	-257	-385	-21	-20	PBR	1.9	1.5	1.5	1.3
금융상품의 증감	64	-	-	-	PCR	7.5	5.0	4.1	3.3
재무활동 현금흐름	262	-105	-305	-281	EV/EBITDA	8.5	8.0	6.8	5.7
단기금융부채의증감	322	-41	-40	-17	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	201	172	-28	-27	ROE	0.9	5.1	9.2	14.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.4	9.0	10.4	11.4
배당금지급	-194	-169	-171	-171	부채비율	283.9	289.2	276.2	252.6
현금및현금성자산의증감	25	-655	-149	-57	순부채비율	111.6	144.2	141.3	128.3
기초현금및현금성자산	1,404	1,429	775	625	매출채권회전율(x)	7.5	7.3	7.2	7.3
기말현금및현금성자산	1,429	775	625	568	재고자산회전율(x)	9.7	9.1	8.7	9.1

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 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 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-