

## 한온시스템 018880

## 바닥을 딛는 해

## 4Q23 Re: 영업이익 533억원으로 컨센서스 하회

4Q23P 잠정 매출액 2.5조원(+5% 이하 YoY)으로 분기 최대 매출을 갱신했으나 영업이익은 533억원(-48.9%)으로 컨센서스를 -8.9% 하회했다. UAW 파업 효과로 일회성 비용 140억원을 인식했다. 3Q23에 제시했던 수익성 제고 방안 효과를 기대하기에는 이른 시점이다. 조직 효율화를 위한 인원 감축은 절반 정도 진행된 상황이다. 물류비 절감 효과도 2024년부터 기대 가능하다. 순이자비용 470억원, 기타 외화환산손실 170억원 등 영업외손실 영향으로 당기순손실을 기록했다.

## 2024F 영업이익 3,382억원 전망

2024F 매출액 9.9조원(+3.6%), 영업이익 3,380억원(+22%)을 전망한다. 2H24 부터 1) 현대차그룹 미국 전동화 공장 조기 가동, 2) 메르세데스 차세대 플랫폼 MMA형 전동 컴프레서 공급으로 매출 성장이 기대된다. 공장 가동 시점이 당겨진 만큼 감가상각비 인식이 빨라지겠으나 수익성 제고 방안 효과가 본격화되며 이익이 개선될 전망이다. 1H24 내 500명 추가 감축이 마무리됨에 따라 인건비가 개선을 기대한다. 물류비도 단가 인하 계약 체결로 2Q24부터 반영될 예정이다. 24F OPM 3.4%(+0.5%p)를 전망한다.

## 목표주가 7,500원으로 하향했으나 투자 의견 '매수' 유지

중장기적으로는 xEV향 매출 비중은 유럽 프리미엄 고객군을 중심으로 확대될 전망이다. 2023년 말 기준 수주잔고는 510억 달러로 7년치 매출에 해당한다. 이 중 내 메르세데스, BMW 합산 21%를 차지한다. 각 3% 내외의 낮은 매출 비중을 기저로 독일 3사 신규 수주의 90% 이상이 xEV 수주인 점 감안 시 해당 고객향 빠른 성장 및 믹스 구조의 지속적인 개선을 기대한다. 다만, 목표주가는 7,500원으로 기존 대비 11.8% 하향했다. 가이던스 대비 EV 업황 둔화에 따른 전동화 매출 비중 확대가 지연되는 영향이다. 금융비용 부담도 지속되는 만큼 안정적인 이익을 위한 개선이 필요한 시점이다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,560	9,901	10,539
영업이익	326	257	278	338	532
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	3.4	5.0
세전이익	355	97	145	308	395
지배주주지분순이익	309	20	51	179	267
EPS(원)	578	38	96	334	499
증감률(%)	179.5	-93.4	151.6	247.1	49.4
ROE(%)	13.8	0.9	2.4	8.3	12.1
PER(배)	23.3	211.3	65.6	18.9	12.7
PBR(배)	3.1	1.9	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	11.4	8.8	8.6	10.4	7.7

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2024.02.15

## 매수(유지)

목표주가(하향)	7,500원
현재주가(02/14)	6,320원
상승여력	18.7%

## Stock Data

KOSPI	2,620.4pt
시가총액(보통주)	3,374십억원
발행주식수	533,800천주
액면가	100원
자본금	53십억원
60일 평균거래량	667천주
60일 평균거래대금	4,516백만원
외국인 지분율	16.0%
52주 최고가	10,170원
52주 최저가	5,870원
주요주주	
한엔코오토홀딩스(외 2인)	70.0%
국민연금공단(외 1인)	5.0%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.9	-10.7
3M	-6.9	-14.6
6M	-34.1	-36.0

## 주가차트

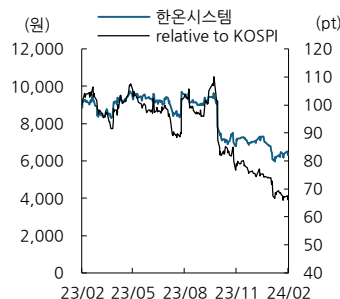


표1 한온시스템 4Q23P 실적 Review

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	4Q22	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	2,463	2,327	2,345	5.8	5.0	2,426	1.5	2,395	2.8
유럽	909	856	821	6.1	10.7			907	
미주	581	549	509	5.8	14.2			551	
한국	669	631	645	6.0	3.7			640	
중국	155	148	192	5.0	(19.3)			138	
기타	149	143	178	4.1	(16.4)			158	
영업이익	53	20	104	162.7	(48.9)	59	(8.9)	81	(34.2)
OPM	2.2	0.9	4.4	1.3	(2.3)			3.4	
지배순이익	(55)	(45)	(30)	적지	적지	23	적전	25	적전
NPM	(2.2)	(1.9)	(1.3)	(0.3)	(1.0)			1.0	

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

(십억원, %)	변경전		변경후		Gap	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
매출액	9,492	9,708	9,560	9,901	0.7	2.0
영업이익	305	430	277	338	(9.1)	(21.4)
OPM	3.2	4.3	2.9	3.4	(0.3)	(0.9)
지배순이익	131	207	51	179	(61.3)	(13.8)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한온시스템 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F	증감률
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,379	2,519	2,467	2,535	8,628	9,560	9,901	3.6
유럽	857	891	856	909	880	935	919	948	2,921	3,513	3,682	4.8
미주	538	573	549	581	564	600	591	611	1,977	2,242	2,365	5.5
한국	662	658	631	669	645	682	663	676	2,372	2,620	2,665	1.7
중국	124	155	148	155	149	156	153	157	700	582	614	5.5
기타	159	151	143	149	142	147	142	143	657	602	574	(4.6)
영업이익	60	143	20	53	63	80	89	106	257	277	338	22
OPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.6	3.2	3.6	4.2	3.0	2.9	3.4	0.5
지배순이익	44	107	(45)	(55)	28	45	45	60	20	51	179	252
NPM	1.9	4.4	(1.9)	(2.2)	1.2	1.8	1.8	2.4	0.2	0.5	1.8	1.3
YoY												
매출액	18.2	15.3	6.0	5.0	1.7	3.7	6.0	2.9	17.4	10.8	3.6	-
영업이익	97.7	138.9	(67.1)	(48.9)	4.4	(43.9)	339.9	98.2	(21.2)	8.1	22.0	-
OPM	1.0	3.1	(1.9)	(2.3)	0.1	(2.7)	2.7	2.0	(1.5)	(0.1)	0.5	-
지배순이익	122.7	668.1	적전	적지	(36.6)	(57.9)	흑전	흑전	(93.4)	148.5	251.7	-

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한온시스템 Valuation Table

-	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	179	24F 지배주주 순이익 적용
Target EPS	(원)	334	
Target P/E	(x)	22.4	최근 5개년 (2021년 제외) 저점 PER 평균 적용
목표주가	(원)	7,500	
현재주가	(원)	6,320	2월 14일 종가
Upside	(%)	18.6	

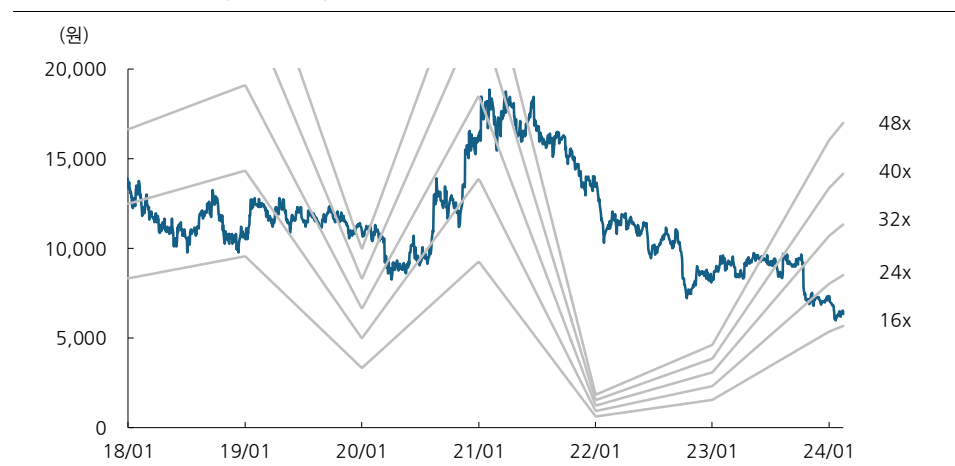
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표1 한온시스템 Peer Group Valuation

(배)	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한온시스템	213	23.7	15.0	1.9	1.5	1.4	8.9	7.5	6.6	2.9	6.2	9.6
현대모비스	7.4	6.0	5.9	0.5	0.5	0.5	4.1	5.0	4.0	7.0	9.0	8.6
HL만도	19.2	9.8	7.3	0.9	0.7	0.7	6.0	4.6	4.1	3.7	7.5	9.3
현대위아	20.1	16.9	8.4	0.4	0.5	0.5	4.4	4.7	4.2	5.9	2.9	5.8
덴소	22.9	24.3	17.5	1.4	1.8	1.6	9.1	9.5	9.3	6.7	7.4	9.3
콘티넨탈	170	10.5	8.7	0.8	1.1	1.0	3.9	4.4	3.8	7.0	10.4	11.5
마그나	13.4	9.9	8.8	1.5	1.3	1.2	4.8	5.9	5.2	10.8	14.0	14.7
아이신	8.0	20.4	11.0	0.6	0.8	0.8	4.2	5.6	4.8	8.7	3.9	7.5
발레오	17.6	9.8	6.7	1.1	0.7	0.6	3.6	2.8	2.5	8.7	6.8	8.8
보그워너	8.8	8.1	7.7	1.3	1.2	1.1	5.6	4.8	4.6	15.4	13.0	14.1
Peer평균	31.9	12.8	9.1	0.9	1.0	0.9	5.1	5.3	4.7	8.2	8.3	9.9

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림1 한온시스템 PER(12M fwd.) 밴드 차트



자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

## [ 한온시스템 018880 ]

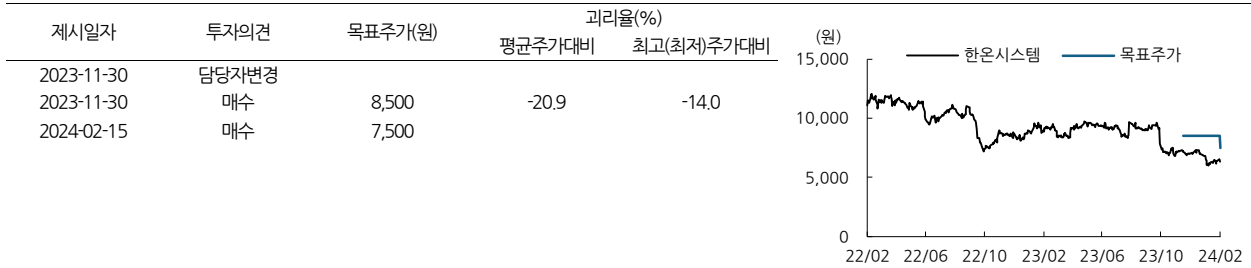
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	3,976	3,904	3,973	매출액	7,351	8,628	9,560	9,901	10,539
현금 및 현금성자산	1,404	1,429	831	661	559	매출원가	6,502	7,781	8,651	8,903	9,330
매출채권 및 기타채권	1,002	1,262	1,408	1,449	1,530	매출총이익	849	847	909	997	1,209
재고자산	810	972	1,195	1,230	1,298	판매비 및 관리비	523	590	631	659	677
기타	336	531	541	563	586	영업이익	326	257	278	338	532
비유동자산	4,682	4,904	5,207	5,364	5,428	(EBITDA)	834	814	786	658	885
관계기업투자등	137	83	80	83	86	금융손익	-47	-59	-148	-98	-182
유형자산	2,336	2,371	2,571	2,731	2,891	이자비용	86	106	178	141	86
무형자산	1,790	1,923	2,059	2,232	2,420	관계기업등 투자손익	5	9	8	11	13
자산총계	8,234	9,099	9,183	9,267	9,400	기타영업외손익	70	-110	7	57	32
유동부채	2,813	4,021	3,830	3,968	4,065	세전계속사업이익	355	97	145	308	395
매입채무 및 기타채무	1,501	1,850	1,970	2,027	2,140	계속사업법인세비용	44	70	89	107	83
단기금융부채	1,174	1,994	1,593	1,561	1,529	계속사업이익	311	27	56	201	312
기타유동부채	139	176	268	380	395	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2,944	2,708	3,072	3,009	2,949	당기순이익	311	27	56	201	312
장기금융부채	2,558	2,323	2,648	2,569	2,492	지배주주	309	20	51	179	267
기타비유동부채	385	385	424	440	458	총포괄이익	426	43	56	201	312
부채총계	5,757	6,729	6,902	6,977	7,014	매출총이익률 (%)	11.5	9.8	9.5	10.1	11.5
지배주주지분	2,343	2,236	2,140	2,150	2,246	영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.4	5.0
자본금	53	53	53	53	53	EBITDA마진률 (%)	11.3	9.4	8.2	6.6	8.4
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10	당기순이익률 (%)	4.2	0.3	0.6	2.0	3.0
이익잉여금	2,368	2,243	2,146	2,156	2,252	ROA (%)	3.8	0.2	0.6	1.9	2.9
비지배주주지분(연결)	133	134	140	140	140	ROE (%)	13.8	0.9	2.4	8.3	12.1
자본총계	2,477	2,370	2,281	2,290	2,386	ROIC (%)	6.4	1.4	2.0	3.9	7.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	115	577	580	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	311	27	56	201	312	P/E	23.3	211.3	65.6	18.9	12.7
비현금수익비용가감	655	872	356	304	311	P/B	3.1	1.9	1.6	1.6	1.5
유형자산감가상각비	375	398	376	320	353	P/S	1.0	0.5	0.4	0.3	0.3
무형자산상각비	134	159	132	0	0	EV/EBITDA	11.4	8.8	8.6	10.4	7.7
기타현금수익비용	146	314	-608	-38	-68	P/CF	7.4	4.8	8.2	6.7	5.4
영업활동 자산부채변동	-190	-373	-118	72	-43	배당수익률 (%)	2.7	4.4	5.1	5.1	5.1
매출채권 감소(증가)	244	-218	4	-41	-81	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-163	-168	-182	-35	-68	매출액	7.0	17.4	10.8	3.6	6.4
매입채무 증가(감소)	-135	239	163	57	113	영업이익	3.2	-21.2	8.3	21.7	57.3
기타자산 부채변동	-136	-226	-103	91	-7	세전이익	153.7	-72.6	49.5	111.9	28.4
투자활동 현금	-557	-643	-348	-467	-404	당기순이익	173.9	-91.4	111.1	255.7	55.4
유형자산처분(취득)	-383	-375	-279	-480	-513	EPS	179.5	-93.4	151.6	247.1	49.4
무형자산 감소(증가)	-216	-257	-181	-173	-188	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	2	-12	-14	7	9	부채비율	232.5	283.9	302.7	304.6	293.9
기타투자활동	40	0	125	180	287	유동비율	126.2	104.3	103.8	98.4	97.7
재무활동 현금	-24	262	-434	-280	-279	순차입금/자기자본(x)	93.7	121.4	148.8	150.7	144.4
차입금의 증가(감소)	186	456	-286	-111	-108	영업이익/금융비용(x)	3.8	2.4	1.6	2.4	6.2
자본의 증가(감소)	-210	-194	-192	-169	-171	총차입금 (십억원)	3,732	4,317	4,241	4,129	4,021
배당금의 지급	210	194	192	169	171	순차입금 (십억원)	2,319	2,876	3,393	3,451	3,445
기타재무활동	0	0	44	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	78	25	-598	-170	-103	EPS	578	38	96	334	499
기초현금	1,325	1,404	1,429	831	661	BPS	4,390	4,189	4,009	4,028	4,207
기말현금	1,404	1,429	831	661	559	SPS	13,772	16,163	17,909	18,547	19,743
NOPLAT	285	71	108	221	420	CFPS	1,809	1,684	773	946	1,168
FCF	219	-117	-54	110	176	DPS	360	360	320	320	320

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 한온시스템 (018880) 투자의견 및 목표주가 변동추이



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우		비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.