



한온시스템 (018880)

[2Q24 Review] 전동화 부진 장기화에 대한 고려

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 7,500원

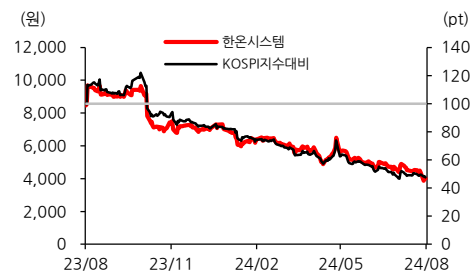
현재 주가(8/8)	4,065원
상승여력	▲84.5%
시가총액	21,699억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	9,690 / 3,870원
90 일 일평균 거래대금	130.16억원
외국인 지분율	10.4%
주주 구성	
한앤코오호홀딩스 (외 2 인)	70.0%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

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

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,628	9,559	9,952	10,525
영업이익	257	277	276	311
EBITDA	814	876	928	989
지배주주순이익	20	51	22	48
EPS	38	96	41	90
순차입금	2,876	3,391	4,106	4,365
PER	211.3	76.3	98.0	45.4
PBR	1.9	1.6	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.8	8.3	6.8	6.6
배당수익률	4.4	4.4	7.9	8.4
ROE	0.9	2.2	1.0	2.3

주가 추이



매출액 컨센서스 부합, 영업이익 컨센서스 하회

2Q 동사 매출액은 2,562억원(+5.4% 이하 YoY) 기록하며 시장 컨센서스에 부합. 글로벌 고객사 전반의 생산량 둔화 영향(계획 대비 7% 하회)이 존재했으나, 긍정적 환율 효과 및 단가 리커버리 등을 통해 분기 단위 사상 최초 2,520억원을 상회하는 매출액을 기록. 지역별 매출은 유럽/중국 매출 비중은 감소했으나, 달러화 강세에 따른 미주 지역 매출 비중 증가(28.9%, +1.4%p)가 동사 2Q 매출 증가에 기여. 2Q 영업이익은 전동화 등 전반적인 생산량 부진에 따른 설비 가동률 하락(70% 수준) 및 경영 효율화에 따른 구조조정 비용 지출 등에 따라 716억원(-50.1%, QoQ -9.6%)으로 감소세 나타내며 컨센서스를 크게 하회했고, OPM은 2.8%(-3.1%p)을 기록. 다만, 최근 중국 수출 물량 급증에 따른 해상운임 상승 등 물류비 증가 우려에도 물류비용 효율화를 통해 매출 대비 2.6% 수준으로 안정적 유지하며 EBITDA 마진 9.2% (-0.1%p QoQ) 기록.

전동화 부진 장기화 → 레거시 안정성 vs. 전동화 Biz. 성장성

동사의 2Q24 Re-Win 수주는 2023년 연간 Re-Win 수주 규모를 초과했을 만큼 안정적 고객 기반을 증명했으나, 기존 수주 대비 내연기관 관련 수주가 증가하는 부분에 대한 고려 필요. 1H24 기준 총 수주에서 내연기관 비중은 56%(전동화 44%)로서 전기차 수요 둔화 상황에서 내연기관 관련 사업을 통해 안정적 매출/수익 확보가 가능한 부분은 긍정적이나, 내연기관 대비 차종당 ASP가 높은 전동화 수주가 둔화되고 있는 부분은 부정적.

그러나, 하반기 고객사 BEV/HEV 신차 확대에 따른 동사 매출 확대에 대한 기대는 유효. 특히, EV3형 물량 공급을 시작으로 냉각수 모듈(배터리 등의 열관리 담당)과 냉매모듈(HVAC 열관리 담당)이 통합된 4세대 열관리 모듈 전개 본격화 예정. 이는 대중화 시장을 타깃으로 하며 기존 차종 대비 경량화 기술을 적용함으로써, 열관리 모듈 물량 효과 및 기술 선도 이미지 확보에 기여할 것으로 기대.

확실한 수익성 턴어라운드 모멘텀 필요

인력 효율화, 원가 리커버리 등 고강도 Action Plan 이행과 대규모 CAPEX/감가상각비 증가분(매년 4~500억원 수준)의 2025년 기점으로 증가 폭이 둔화되는 점은 동사의 점진적 수익성 개선에 있어 기대 요소. 반면, 외환 관련 평가 손실 발생과 한국타이어앤테크놀로지 인수 지연에 따른 차환 금리 조정 및 이자비용 부담 완화 시점 장기화 등은 당분간 동사 손익 개선에 있어 부정적 요소가 상존함을 의미. 부정적 요인 해소가 관건.

[표1] 한온시스템 2Q24 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	2Q23	1Q24	2Q24P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,429	2,405	2,560	2,541	2,504	5.4%	6.5%	0.7%	2.2%
영업이익	143.5	65.3	71.6	94.5	81.9	-50.1%	9.6%	-24.2%	-12.6%
세전이익	135.2	20.8	-32.8	53.1	49.3	-124.2%	-257.6%	-161.7%	-166.4%
지배주주 순이익	107.2	8.3	-34.1	31.9	38.8	-131.8%	-511.9%	-207.0%	-188.0%
영업이익률	5.9%	2.7%	2.8%	3.7%	3.3%	-3.1%p	0.1%p	-0.9%p	-0.5%p
순이익률(지배주주)	4.4%	0.3%	-1.3%	1.3%	1.5%	-5.7%p	-1.7%p	-2.6%p	-2.9%p

자료: 한온시스템, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,560	2,440	2,547	9,559	9,952	10,525
% YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	4.8	3.4	10.8	4.1	5.8
매출총이익	214.2	283.7	189.2	221.1	220.1	232.6	219.7	240.7	908	913	979
% YoY	19.9	41.5	-7.4	-16.2	2.7	-18.0	16.2	8.9	7.2	0.5	7.2
영업이익	60	143	20	53	65	72	63	76	277	276	311
% YoY	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-50.1	212.4	43.0	8.1	-0.3	12.4
세전이익	67	135	-27	-30	21	-33	6	46	145	40	68
% YoY	122.6	827.6	적전	적전	-68.8	적전	흑전	흑전	48.8	-72.3	69.5
지배주주순이익	44	107	-45	-55	8	-34	5	43	51	22	48
% YoY	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	적전	흑전	흑전	149.5	-56.6	115.9
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	9.1	9.0	9.5	9.5	9.2	9.3
OPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	2.8	2.6	3.0	2.9	2.8	3.0
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	0.2	1.7	0.5	0.2	0.5

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

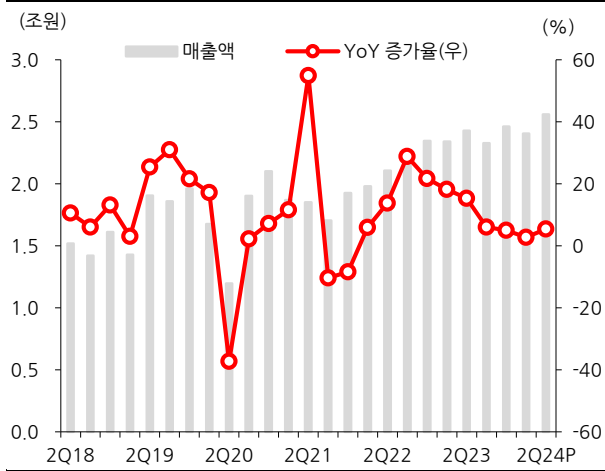
[표3] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전	변동	변동률	설명
매출액(FY1)	9,971	9,952	-0.2	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	310	276	-11.0	- 전동화 생산량 부진 및 경영 효율화 비용 등 고려
EPS(FY1)	106	41	-61.3	지배주주순이익, 보통주 기준
EPS(12M FWD)	153	65	-57.5	(단위: 원)
BPS(FY1)	4,124	4,059	-1.6	- 2Q 기준 영업외비용(이자비용, 외환환산손실 등) 추정치 조정
BPS(12M FWD)	4,112	3,899	-5.2	

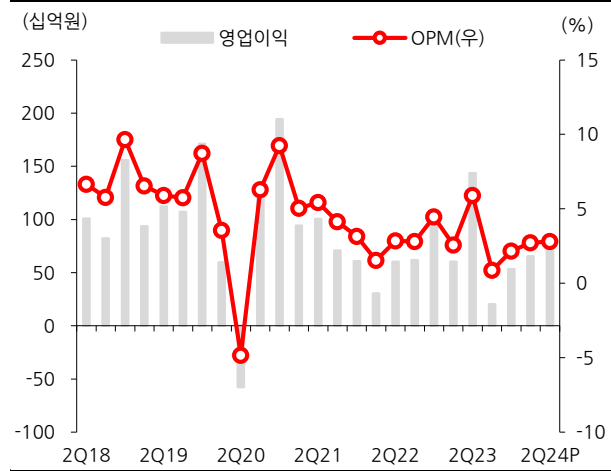
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이 및 전망



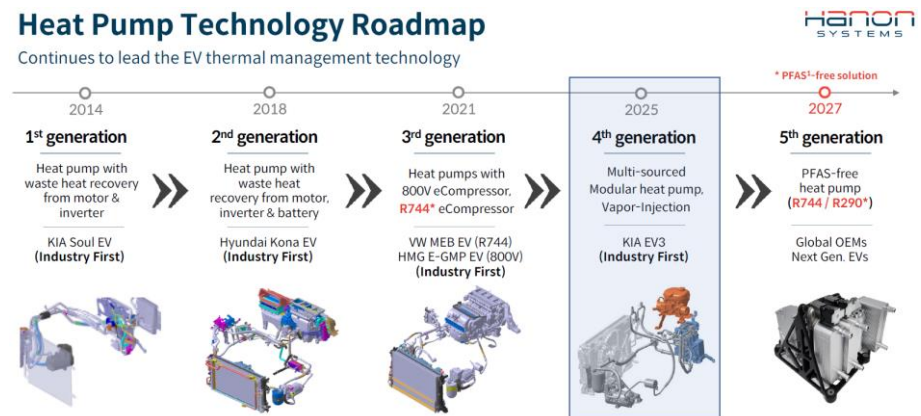
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 4 세대 열관리 모듈 - EV3 에 기본화 적용



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 'Thin HVAC'



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,351	8,628	9,559	9,952	10,525
매출총이익	849	847	908	913	979
영업이익	326	257	277	276	311
EBITDA	834	814	876	928	989
순이자손익	-79	-93	-157	-189	-192
외화관련손익	32	34	64	21	5
지분법손익	5	9	12	8	8
세전계속사업손익	355	97	145	40	68
당기순이익	311	27	59	28	49
지배주주순이익	309	20	51	22	48
증가율(%)					
매출액	41.7	17.4	10.8	4.1	5.8
영업이익	-10.4	-21.2	8.1	-0.3	12.4
EBITDA	58.8	-2.4	7.5	5.9	6.7
순이익	-0.4	-91.4	120.2	-51.7	73.5
이익률(%)					
매출총이익률	11.5	9.8	9.5	9.2	9.3
영업이익률	4.4	3.0	2.9	2.8	3.0
EBITDA 이익률	11.3	9.4	9.2	9.3	9.4
세전이익률	4.8	1.1	1.5	0.4	0.6
순이익률	4.2	0.3	0.6	0.3	0.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	636	378	517	357	789
당기순이익	311	27	59	28	49
자산상각비	509	558	598	651	679
운전자본증감	-190	-373	-194	-10	-14
매출채권 감소(증가)	244	-218	-21	-43	-58
재고자산 감소(증가)	-163	-168	-140	-10	-13
매입채무 증가(감소)	-135	239	28	-130	109
투자현금흐름	-557	-643	-677	-926	-881
유형자산처분(취득)	-383	-375	-416	-484	-478
무형자산 감소(증가)	-216	-257	-317	-373	-379
투자자산 감소(증가)	0	-12	24	-3	-1
재무현금흐름	-24	262	-480	212	82
차입금의 증가(감소)	186	456	-295	254	250
자본의 증가(감소)	-210	-194	-324	-42	-168
배당금의 지급	-210	-194	-324	-36	-171
총현금흐름	965	899	954	367	803
(-)운전자본증가(감소)	158	228	75	273	14
(-)설비투자	388	385	481	485	478
(+)자산매각	-212	-246	-252	-372	-379
Free Cash Flow	208	40	146	-763	-68
(-)기타투자	-10	146	87	-197	23
잉여현금	218	-106	59	-566	-91
NOPLAT	285	71	113	196	226
(+) Dep	509	558	598	651	679
(-)운전자본투자	158	228	75	273	14
(-)Capex	388	385	481	485	478
OpFCF	249	16	156	89	412

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	3,552	4,195	3,697	3,556	3,731
현금성자산	1,412	1,441	795	437	428
매출채권	1,002	1,262	1,288	1,423	1,481
재고자산	810	972	1,140	1,172	1,185
비유동자산	4,682	4,904	5,548	5,875	6,085
투자자산	556	609	705	773	805
유형자산	2,336	2,371	2,716	2,758	2,779
무형자산	1,790	1,923	2,126	2,344	2,501
자산총계	8,234	9,099	9,244	9,431	9,815
유동부채	2,813	4,021	3,576	3,772	3,983
매입채무	1,501	1,850	1,906	1,772	1,881
유동성이자부채	1,174	1,994	1,476	1,729	1,770
비유동부채	2,944	2,708	3,160	3,352	3,611
비유동이자부채	2,558	2,323	2,710	2,815	3,024
부채총계	5,757	6,729	6,736	7,124	7,594
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,368	2,243	2,103	2,092	1,969
자본조정	-68	-38	238	44	82
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,477	2,370	2,508	2,307	2,222

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	578	38	96	41	90
BPS	4,390	4,189	4,443	4,059	3,899
DPS	360	360	320	320	340
CFPS	1,809	1,684	1,787	688	1,504
ROA(%)	3.8	0.2	0.6	0.2	0.5
ROE(%)	13.8	0.9	2.2	1.0	2.3
ROIC(%)	6.4	1.4	2.1	3.2	3.5
Multiples(x, %)					
PER	23.3	211.3	76.3	98.0	45.4
PBR	3.1	1.9	1.6	1.0	1.0
PSR	1.0	0.5	0.4	0.2	0.2
PCR	7.4	4.8	4.1	5.9	2.7
EV/EBITDA	11.4	8.8	8.3	6.8	6.6
배당수익률	2.7	4.4	4.4	7.9	8.4
안정성(%)					
부채비율	232.5	283.9	268.5	308.8	341.8
Net debt/Equity	93.7	121.4	135.2	178.0	196.5
Net debt/EBITDA	278.0	353.1	387.2	442.6	441.2
유동비율	126.2	104.3	103.4	94.3	93.7
이자보상배율(배)	3.8	2.4	1.5	1.3	1.4
자산구조(%)					
투자자본	70.3	71.6	79.5	84.1	84.2
현금+투자자산	29.7	28.4	20.5	15.9	15.8
자본구조(%)					
차입금	60.1	64.6	62.5	66.3	68.3
자기자본	39.9	35.4	37.5	33.7	31.7

[Compliance Notice]

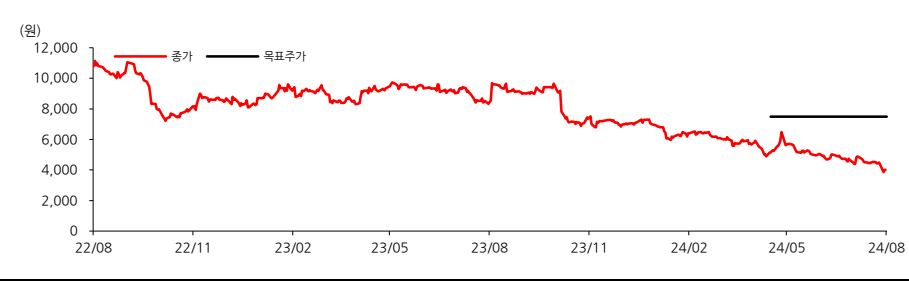
(공표일: 2024년 8월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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]

일시	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
일시	2024.08.09					
투자의견	Buy					
목표가격	7,500					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500		

[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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%