

한온시스템 (018880)

4Q23Preview: 액션 플랜 성과와 전동화 사업 불확실성 해소 필요

투자의견

BUY(유지)

목표주가

8,900 원(유지)

현재주가

6,790 원(01/15)

시가총액

3,625(십억원)

이재일 CFA_lee.jae-il@eugenefn.com

- 동사의 4분기 영업이익은 579억원(-44%yoy)를 기록해 시장 컨센서스를 하회할 전망
- 4분기 실적 부진은 지난 3분기 CEO 컨퍼런스콜을 통해 주지된 사항이긴 하나 동종업체 중 가장 부진한 흐름
- 원인은 1)글로벌 고객사의 전기차 전략 차질로 인해 생산 물량이 기대에 미치지 못했고 2)전동화 전환 추진 과정에서 고정비(감가상각비, 개발비)가 빠르게 증가했으며 3)물류비 등 각종 비용 증가 요인이 발생했기 때문
- 동사는 2024년부터 기존 외형 확대 중심 전략에서 수익성 기반의 성장 전략으로의 변화를 추진할 계획으로, 인력 조정(-1천억), 서플라이 체인 최적화(-800억) -> 공급망 최적화, 원가에 연동한 판매가격 조정(-750억) -> 원가를 반영한 판매가격 인상을 액션 플랜으로 제시
- 원가에 연동한 판매 가격을 제외한 내부적인 비용 절감 플랜은 계획대로 추진되고 있으며 올해 상반기 중 성과가 나타날 것. 다만, 1)홍해 물류 대란으로 인한 단기 운임 급증과 이로 인한 유럽 지역 생산 차질 가능성, 2)독일의 전기차 보조금 지급 중단과 기대 이하의 글로벌 전기차 수요 동향 등 장애물도 만만치 않은 상황
- 주가 상승 반전을 위해서는 액션 플랜 성과 가시화와 전동화 부품 사업의 사업 가시성 확보가 필요할 것. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 8,900원을 유지함

주가(원, 1/15) 6,790
시가총액(십억원) 3,625

발행주식수 533,800천주
52주 최고가 10,170원
52주 최저가 6,710원
52주 일간 Beta 0.57
60일 일평균거래대금 52억원
외국인 지분율 16.3%
배당수익률(2023F) 5.3%

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

| 주가상승(%) | 1M | 6M | 12M |
|---------|------|-------|-------|
| 상대기준 | -3.6 | -28.0 | -24.6 |
| 절대기준 | -2.1 | -24.1 | -30.4 |

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|----------|-------|-------|----|
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 8,900 | 8,900 | - |
| 영업이익(23) | 282 | 299 | ▼ |
| 영업이익(24) | 381 | 379 | ▲ |

| 12월 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 7,351 | 8,628 | 9,508 | 10,062 |
| 영업이익 | 326 | 257 | 282 | 381 |
| 세전손익 | 355 | 97 | 203 | 323 |
| 지배이익 | 309 | 20 | 133 | 240 |
| EPS(원) | 578 | 38 | 249 | 449 |
| 증감률(%) | 179.5 | -93.4 | 551.3 | 80.1 |
| PER(배) | 23.3 | 211.3 | 27.2 | 15.1 |
| ROE(%) | 13.8 | 0.9 | 5.9 | 10.3 |
| PBR(배) | 3.1 | 1.9 | 1.6 | 1.6 |
| EV/EBITDA(배) | 11.4 | 8.8 | 8.2 | 7.1 |

자료: 유진투자증권

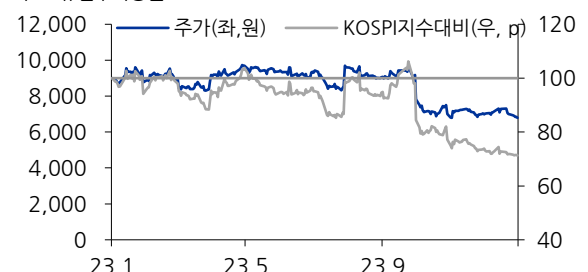


도표 1. 4Q23 Preview

| 결산기(12월) (단위: 십억원) | 4Q23E | | | 시장 전망치 | 1Q24E | | | 2022A | 2023E | | 2024E | |
|-----------------------|-------|---------------|---------------|-----------|-------|---------------|---------------|-------|-------|---------------|--------|---------------|
| | 예상치 | qoq (%,%p) | yoy (%,%p) | | 예상치 | qoq (%,%p) | yoy (%,%p) | | 예상치 | yoy (%,%p) | 예상치 | yoy (%,%p) |
| 매출액 | 2,411 | 3.6 | 2.8 | 2,427 | 2,411 | 0.0 | 3.0 | 8,628 | 9,508 | 10.2 | 10,062 | 5.8 |
| 영업이익 | 58 | 185.2 | -44.5 | 59 | 72 | 25.0 | 20.1 | 257 | 282 | 9.8 | 381 | 35.2 |
| 세전이익 | 38 | 흑전 | 41.6 | 38 | 58 | 50.9 | -13.4 | 97 | 203 | 108.4 | 323 | 59.3 |
| 지배이익 | 27 | 흑전 | 흑전 | 32 | 42 | 54.6 | -3.6 | 20 | 133 | 551.3 | 240 | 80.1 |
| OP Margin | 2.4 | 1.5 | -2.0 | 2.4 | 3.0 | 0.6 | 0.4 | 3.0 | 3.0 | 0.0 | 3.8 | 0.8 |
| NP Margin | 1.2 | 3.2 | 2.5 | 0.5 | 1.8 | 0.6 | -0.1 | 0.3 | 1.4 | 1.1 | 2.5 | 1.1 |
| EPS(원) | 205 | 흑전 | 흑전 | 238 | 317 | 54.6 | -3.6 | 38 | 249 | 551.3 | 449 | 80.1 |
| BPS(원) | 4,254 | -2.7 | 1.6 | 4,312 | 3,973 | -6.6 | -10.3 | 4,189 | 4,254 | 1.6 | 4,343 | 2.1 |
| ROE(%) | 4.8 | 12.6 | 10.2 | 5.5 | 8.0 | 3.2 | 0.6 | 0.9 | 5.9 | 5.0 | 10.5 | 4.5 |
| PER(X) | 33.1 | - | - | 28.6 | 21.4 | - | - | 211.3 | 27.2 | - | 15.1 | - |
| PBR(X) | 1.6 | - | - | 1.6 | 1.7 | - | - | 1.9 | 1.6 | - | 1.6 | - |

자료: 한온시스템, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 2. 한온시스템 4Q23 실적 전망

| (십억원) | 4Q23E | 4Q22A | 3Q23A | 컨센서스 | %YoY | %QoQ | 컨센데비 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,411 | 2,345 | 2,327 | 2,461 | 2.8 | 3.6 | -2.0 |
| 영업이익 | 58 | 104 | 20 | 78 | -44.5 | 185.2 | -25.4 |
| 세전이익 | 38 | 27 | -27 | 55 | 41.6 | 흑자전환 | -30.1 |
| 지배이익 | 27 | -30 | -45 | 44 | 흑자전환 | 흑자전환 | -38.4 |
| % of Sales | | | | | | | |
| 영업이익 | 2.4% | 4.4% | 0.9% | 3.2% | | | |
| 세전이익 | 1.6% | 1.2% | -1.2% | 2.2% | | | |
| 지배이익 | 1.1% | -1.3% | -1.9% | 1.8% | | | |

자료: 한온시스템, 유진투자증권

도표 3. 한온시스템 연간 실적 추정치 변경

| (십억원) | 수정후 | | 수정전 | | 변경률 | |
|------------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|
| | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 9,508 | 10,062 | 9,608 | 10,026 | -1.0% | 0.4% |
| 영업이익 | 282 | 381 | 299 | 379 | -5.8% | 0.7% |
| 세전이익 | 203 | 323 | 226 | 320 | -10.6% | 0.8% |
| 지배이익 | 133 | 240 | 147 | 238 | -9.2% | 0.8% |
| % of Sales | | | | | | |
| 영업이익 | 3.0% | 3.8% | 3.1% | 3.8% | | |
| 세전이익 | 2.1% | 3.2% | 2.4% | 3.2% | | |
| 지배이익 | 1.4% | 2.4% | 1.5% | 2.4% | | |

자료: 한온시스템, 유진투자증권

도표 4. 한온시스템 분기별 실적 전망

| (십억원) | 1Q23A | 2Q23A | 3Q23A | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 매출액 | 2,340 | 2,429 | 2,327 | 2,411 | 2,411 | 2,526 | 2,425 | 2,700 | 9,508 | 10,062 |
| 매출원가 | 2,126 | 2,145 | 2,138 | 2,170 | 2,170 | 2,248 | 2,183 | 2,376 | 8,580 | 8,977 |
| 매출총이익 | 214 | 284 | 189 | 241 | 241 | 278 | 243 | 324 | 928 | 1,085 |
| 판관비 | 154 | 140 | 169 | 183 | 169 | 177 | 170 | 189 | 646 | 704 |
| 영업이익 | 60 | 143 | 20 | 58 | 72 | 101 | 73 | 135 | 282 | 381 |
| 세전이익 | 67 | 135 | -27 | 38 | 58 | 86 | 58 | 120 | 213 | 323 |
| 지배이익 | 44 | 107 | -45 | 27 | 42 | 64 | 43 | 90 | 133 | 240 |
| 성장률(%) | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 182 | 15.3 | 6.0 | 2.8 | 3.0 | 4.0 | 4.2 | 12.0 | 10.2 | 5.8 |
| 영업이익 | 97.7 | 138.9 | -67.2 | -44.5 | 20.1 | -29.6 | 258.6 | 133.3 | 9.8 | 35.2 |
| 지배이익 | 122.7 | 668.1 | 적자전환 | 흑자전환 | -3.6 | -40.0 | 흑자전환 | 230.5 | 551.3 | 80.1 |
| 이익률(%) | | | | | | | | | | |
| 매출총이익 | 9.2 | 11.7 | 8.1 | 10.0 | 10.0 | 11.0 | 10.0 | 12.0 | 9.8 | 10.8 |
| 영업이익 | 2.6 | 5.9 | 0.9 | 2.4 | 3.0 | 4.0 | 3.0 | 5.0 | 3.0 | 3.8 |
| 지배이익 | 1.9 | 4.4 | -1.9 | 1.1 | 1.8 | 2.5 | 1.8 | 3.4 | 1.4 | 2.4 |

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템(018880.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 8,234 | 9,099 | 9,296 | 9,594 | 9,873 |
| 유동자산 | 3,552 | 4,195 | 3,786 | 3,934 | 4,037 |
| 현금성자산 | 1,412 | 1,441 | 713 | 549 | 419 |
| 매출채권 | 1,002 | 1,262 | 1,379 | 1,544 | 1,668 |
| 재고자산 | 810 | 972 | 1,170 | 1,310 | 1,415 |
| 비유동자산 | 4,682 | 4,904 | 5,510 | 5,660 | 5,836 |
| 투자자산 | 556 | 609 | 677 | 705 | 734 |
| 유형자산 | 2,336 | 2,371 | 2,685 | 2,663 | 2,676 |
| 기타 | 1,790 | 1,923 | 2,148 | 2,293 | 2,426 |
| 부채총계 | 5,757 | 6,729 | 6,885 | 7,135 | 7,327 |
| 유동부채 | 2,813 | 4,021 | 3,732 | 3,965 | 4,139 |
| 매입채무 | 1,501 | 1,850 | 1,928 | 2,160 | 2,332 |
| 유동성이자부채 | 1,174 | 1,994 | 1,625 | 1,625 | 1,625 |
| 기타 | 139 | 176 | 178 | 180 | 182 |
| 비유동부채 | 2,944 | 2,708 | 3,154 | 3,170 | 3,188 |
| 비유동이자부채 | 2,558 | 2,323 | 2,730 | 2,730 | 2,730 |
| 기타 | 385 | 385 | 424 | 440 | 458 |
| 자본총계 | 2,477 | 2,370 | 2,411 | 2,459 | 2,546 |
| 지배지분 | 2,343 | 2,236 | 2,271 | 2,318 | 2,405 |
| 자본금 | 53 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 자본잉여금 | (11) | (10) | (10) | (10) | (10) |
| 이익잉여금 | 2,368 | 2,243 | 2,228 | 2,276 | 2,363 |
| 기타 | (68) | (51) | (1) | (1) | (1) |
| 비지배지분 | 133 | 134 | 140 | 140 | 140 |
| 자본총계 | 2,477 | 2,370 | 2,411 | 2,459 | 2,546 |
| 총차입금 | 3,732 | 4,317 | 4,355 | 4,355 | 4,355 |
| 순차입금 | 2,319 | 2,876 | 3,642 | 3,806 | 3,936 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 영업현금 | 636 | 378 | 263 | 840 | 931 |
| 당기순이익 | 311 | 27 | 143 | 248 | 308 |
| 자산상각비 | 509 | 558 | 604 | 661 | 673 |
| 기타비현금성손익 | (154) | (122) | (572) | 9 | 9 |
| 운전자본증감 | (190) | (373) | (195) | (78) | (59) |
| 매출채권감소(증가) | 244 | (218) | 34 | (165) | (124) |
| 재고자산감소(증가) | (163) | (168) | (157) | (140) | (105) |
| 매입채무증가(감소) | (135) | 239 | 121 | 231 | 173 |
| 기타 | (136) | (226) | (193) | (3) | (4) |
| 투자현금 | (557) | (643) | (745) | (812) | (849) |
| 단기투자자산감소 | 0 | (12) | (10) | (1) | (1) |
| 장기투자증권감소 | 2 | 0 | (1) | (3) | (3) |
| 설비투자 | 388 | 385 | 495 | 449 | 485 |
| 유형자산처분 | 4 | 10 | 51 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (216) | (257) | (315) | (335) | (335) |
| 재무현금 | (24) | 262 | (320) | (192) | (214) |
| 차입금증가 | 186 | 456 | (172) | 0 | 0 |
| 자본증가 | (210) | (194) | (192) | (192) | (214) |
| 배당금지급 | (210) | (194) | 192 | 192 | 214 |
| 현금 증감 | 78 | 25 | (733) | (165) | (131) |
| 기초현금 | 1,325 | 1,404 | 1,429 | 697 | 532 |
| 기말현금 | 1,404 | 1,429 | 697 | 532 | 401 |
| Gross Cash flow | 965 | 899 | 637 | 917 | 990 |
| Gross Investment | 747 | 1,005 | 930 | 889 | 907 |
| Free Cash Flow | 218 | (106) | (293) | 28 | 83 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 7,351 | 8,628 | 9,508 | 10,062 | 10,867 |
| 증가율(%) | 7.0 | 17.4 | 10.2 | 5.8 | 8.0 |
| 매출원가 | 6,502 | 7,781 | 8,580 | 8,977 | 9,646 |
| 매출총이익 | 849 | 847 | 928 | 1,085 | 1,221 |
| 판매 및 일반관리비 | 523 | 590 | 646 | 704 | 761 |
| 기타영업손익 | (5) | 13 | 9 | 9 | 8 |
| 영업이익 | 326 | 257 | 282 | 381 | 460 |
| 증가율(%) | 3.2 | (21.2) | 9.8 | 35.2 | 20.7 |
| EBITDA | 834 | 814 | 886 | 1,042 | 1,133 |
| 증가율(%) | 6.4 | (2.4) | 8.8 | 17.6 | 8.7 |
| 영업외손익 | 29 | (159) | (79) | (58) | (58) |
| 이자수익 | 7 | 13 | 25 | 15 | 16 |
| 이자비용 | 86 | 106 | 179 | 157 | 148 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 108 | (67) | 75 | 83 | 73 |
| 세전순이익 | 355 | 97 | 203 | 323 | 402 |
| 증가율(%) | 153.7 | (72.6) | 108.4 | 59.3 | 24.5 |
| 법인세비용 | 44 | 70 | 70 | 75 | 93 |
| 당기순이익 | 311 | 27 | 132 | 248 | 308 |
| 증가율(%) | 173.9 | (91.4) | 394.2 | 87.5 | 24.5 |
| 지배주주지분 | 309 | 20 | 133 | 240 | 300 |
| 증가율(%) | 179.5 | (93.4) | 551.3 | 80.1 | 25.3 |
| 비지배지분 | 2 | 6 | 10 | 8 | 8 |
| EPS(원) | 578 | 38 | 249 | 449 | 563 |
| 증가율(%) | 179.5 | (93.4) | 551.3 | 80.1 | 25.3 |
| 수정EPS(원) | 578 | 38 | 249 | 449 | 563 |
| 증가율(%) | 179.5 | (93.4) | 551.3 | 80.1 | 25.3 |

주요투자지표

| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 578 | 38 | 249 | 449 | 563 |
| BPS | 4,390 | 4,189 | 4,254 | 4,343 | 4,506 |
| DPS | 360 | 360 | 360 | 400 | 400 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | 23.3 | 211.3 | 27.2 | 15.1 | 12.1 |
| PBR | 3.1 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| EV/ EBITDA | 11.4 | 8.8 | 8.2 | 7.1 | 6.7 |
| 배당수익율 | 2.7 | 4.4 | 5.3 | 5.9 | 5.9 |
| PCR | 7.4 | 4.8 | 5.7 | 4.0 | 3.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익율 | 4.4 | 3.0 | 3.0 | 3.8 | 4.2 |
| EBITDA이익율 | 11.3 | 9.4 | 9.3 | 10.4 | 10.4 |
| 순이익율 | 4.2 | 0.3 | 1.4 | 2.5 | 2.8 |
| ROE | 13.8 | 0.9 | 5.9 | 10.5 | 12.7 |
| ROIC | 6.4 | 1.4 | 3.3 | 4.8 | 5.6 |
| 안정성 (배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 93.7 | 121.4 | 151.1 | 154.8 | 154.6 |
| 유동비율 | 126.2 | 104.3 | 101.5 | 99.2 | 97.5 |
| 이자보상배율 | 3.8 | 2.4 | 1.6 | 2.4 | 3.1 |
| 활동성 (회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 매출채권회전율 | 6.8 | 7.6 | 7.2 | 6.9 | 6.8 |
| 재고자산회전율 | 10.2 | 9.7 | 8.9 | 8.1 | 8.0 |
| 매입채무회전율 | 4.7 | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 4.8 |

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 96% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 1% |

(2023.12.31 기준)

