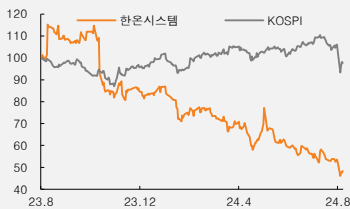


투자의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 4,400원
현재주가(24/8/8)	4,065원
상승여력	8.2%

영업이익(24F,십억원)	317
Consensus 영업이익(24F,십억원)	345
EPS 성장률(24F,%)	109.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	20.4
MKT P/E(24F,x)	9.9
KOSPI	2,556.73
시가총액(십억원)	2,170
발행주식수(백만주)	534
유동주식비율(%)	30.0
외국인 보유비중(%)	10.4
베타(12M) 일간수익률	0.66
52주 최저가(원)	3,870
52주 최고가(원)	9,690

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.4	-36.5	-52.0
상대주가	1.3	-34.9	-51.6



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

한온시스템

2Q24 Review: 아쉬운 수익성

2Q24 Review: 영업이익 컨센서스 -13% 하회

매출액은 2.6조원(+5.4%YoY, 컨센 대비 +2%), 영업이익은 716억원(-50.1%YoY, 컨센 대비 -13%), 영업이익률은 2.8%(-3.1%P YoY, +0.1%P QoQ)를 기록했다. 전년 동기에 23년 고객사 비용분담 효과가 집중되어 있어 기저가 높아 영업이익의 전년비 감소는 예상했던 내용이지만, 수익성 회복 속도는 아쉽다. 전기차 수요 둔화로 생산량이 계획 대비 -7% 감소하여 가동률이 낮아졌고, 구조조정에 따른 감원 비용이 발생했다. 매출원가율은 90.9%(+2.6%YoY, +0.1%P QoQ)이다. 3분기부터는 감원 비용과 비용 절감 효과가 동시에 발생할 것으로 예상된다. 지배순이익이 -341억원(적자전환 YoY/QoQ)을 기록한 것은 높은 이자비용 및 외화손실영향이다.

매출액 증가율 +5.4% 중 +2.6%는 환율 효과이다. 지역별 매출은 국내(+12%YoY, 1H 비중 28%), 미주(+11%, 28%), 유럽(+1%, 32%)이다. 국내/미주는 환율효과가 있었고, 유럽은 생산량 감소가 컸다. 전동화 매출 효과로 BMW(+11%YoY), 환율효과로 GM(+9%)/HMG(+7%)/Ford(+5%) 매출이 증가했다. 다만 생산량 둔화로 VW(+1%), Mercedes(-9%), Stellantis(-3%)향 매출은 감소했다. 전동화 매출 비중은 24%으로 1분기와 유사하며, 신규 수주는 1.25억달러(뉴원 비중 14%)이다.

가시적인 수익성 개선이 필요한 시점, 방향은 긍정적

투자의견 '중립'을 유지하고 목표주가를 기존 5,700원에서 4,400원으로 하향한다. 24~25년 평균 EPS 229원에 Target P/E 19.4배(수익성 회복 원년 16년 평균 P/E)를 적용했다. 수익성은 회복 중이지만 속도가 아쉽다. 현재 수익성 개선을 위해 조직 효율화, 공급망 최적화, 고객사 비용 전가 등의 작업을 추진 중이며 성과를 보이고 있다. 다만, 감원 비용은 일부 발생할 것으로 보이고, 최근 전기차 시장 둔화로 인한 협상력 약화는 불가피하다고 판단한다. 최근 글로벌 OEM들의 2분기 실적발표 내용을 살펴보면 BEV 수익성 둔화, 하반기 경쟁 심화 등 내용이 언급된 바 있다. 올해 약해진 주주환원정책도 아쉽다. 4분기에는 고객사 신공장 가동 및 비용절감 효과가 수익성에 기여할 것으로 예상된다. 한국타이어의 동사 지분 인수 관련해서는 현재 글로벌 각 국에서 기업결합 승인 작업(최근 EU 집행위원회에서는 승인함)이 진행되고 있고, 매도자-매수인 간 협상이 지속되고 있다고 밝혔다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7,351	8,628	9,559	9,964	10,562
영업이익 (십억원)	326	257	277	317	442
영업이익률 (%)	4.4	3.0	2.9	3.2	4.2
순이익 (십억원)	309	20	51	107	137
EPS (원)	578	38	96	200	257
ROE (%)	13.8	0.9	2.2	4.4	5.5
P/E (배)	23.3	211.3	76.3	20.4	15.8
P/B (배)	3.1	1.9	1.6	0.9	0.9
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.3	7.4	7.9

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한온시스템 2Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

	2Q23	1Q24	2Q24P			컨센서스	
			발표치	YoY (%)	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,429.1	2,404.6	2,559.9	5.4	6.5	2,504.1	2.2
영업이익	143.5	65.3	71.6	-50.1	9.6	81.9	-12.6
당기순이익	107.2	8.3	-34.2	적전	적전	38.8	-188.0
영업이익률 (%)	5.9	2.7	2.8	-3.1%p	0.1%p	3.3	-0.5%p
순이익률 (%)	4.4	0.3	-1.3	적전	적전	1.6	-2.9%p

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24P	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,560	2,455	2,545	7,351	8,628	9,559	9,964	10,562
YoY (%)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	5.5	3.3	7.0	17.4	10.8	4.2	6.0
매출총이익	214	284	189	221	219	233	247	278	849	847	908	976	1,162
GPM (%)	9.2	11.7	8.1	9.0	9.1	9.1	10.1	10.9	11.5	9.8	9.5	9.8	11.0
영업이익	60	143	20	53	65	72	80	100	326	257	277	316.9	441.5
YoY (%)	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-50.1	293.3	88.0	3.2	-21.2	8.1	14.3	39.3
OPM (%)	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	2.8	3.3	3.9	4.4	3.0	2.9	3.2	4.2
지배순이익	44	107	-45	-55	8	-34	51	82	309	20	51	107	137
YoY (%)	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	적전	흑전	흑전	179.5	-93.4	149.5	109.1	28.9
NPM (%)	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	2.1	3.2	4.2	0.2	0.5	1.1	1.3

표 3. 5/3 공시 기준 한온시스템 지분구조 예상도

(십억원)

구분	기존	지분인수 후	제3배정증자
지분율 전체	100%	100%	100%
한앤코	50.50%	25.50%	22.73%
한국타이어	19.49%	44.49%	50.53%
기타	30.01%	30.01%	26.74%
주식수 전체	533,800	533,800	598,945
한앤코	269,569	136,119	136,119
한국타이어	104,031	237,481	302,626
기타	160,200	160,200	160,200

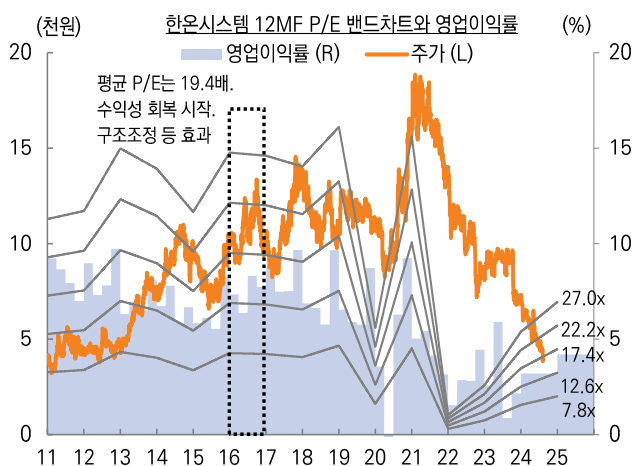
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 5/3 공시 기준 지분인수/제3배정증자 주당거래단가

구분	지분인수	제3배정증자	2024년 전체
매매대금 (십억원)	1,368	365	1,733
매매주식수 (천주)	133,450	65,145	198,595
주당거래단가 (원)	10,250	5,605	8,726

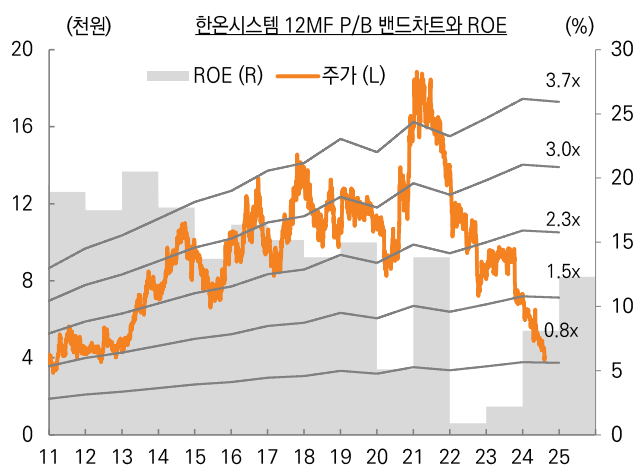
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한온시스템 영업이익-P/E 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한온시스템 ROE-P/B 밴드차트



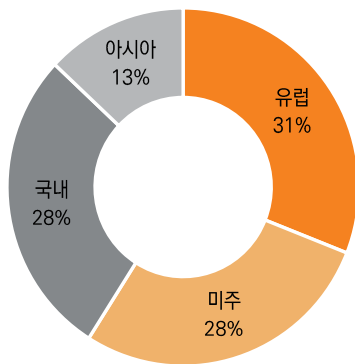
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 원재료비 및 물류비 추이: 24년초부터 반등하기 시작한 SCFI 물류비 지수



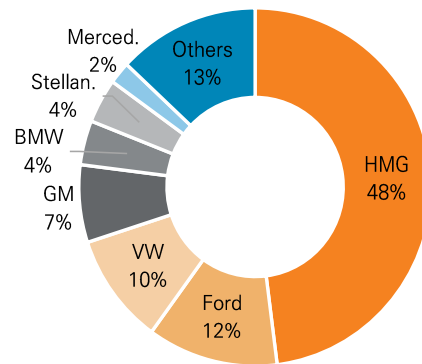
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한온시스템 1H24 지역별 매출 비중



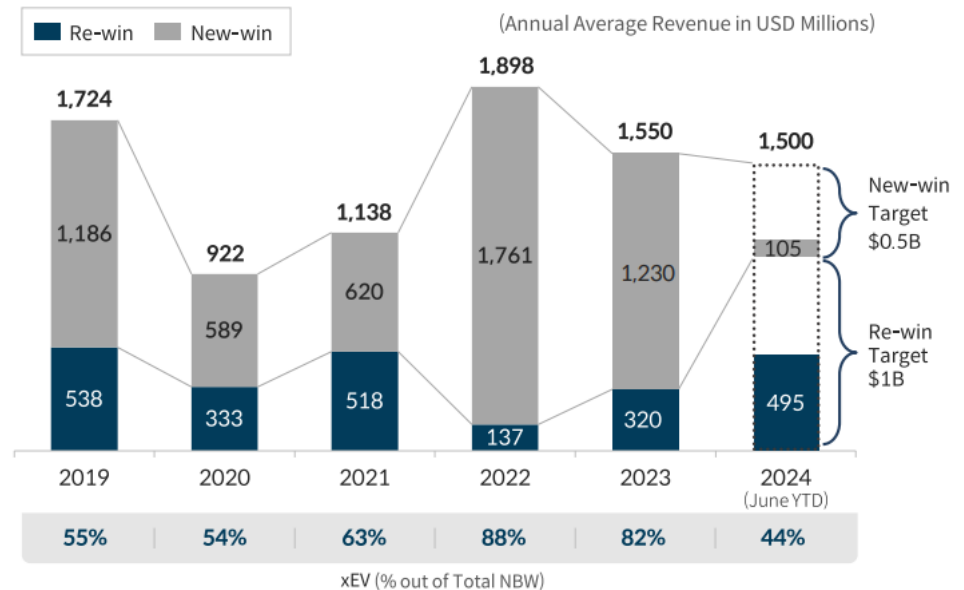
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 한온시스템 1H24 고객사별 매출 비중



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한온시스템 연도별 신규 수주 현황



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,628	9,559	9,964	10,562
매출원가	7,781	8,651	8,987	9,401
매출총이익	847	908	977	1,161
판매비와관리비	590	631	660	720
조정영업이익	257	277	317	442
영업이익	257	277	317	442
비영업손익	-160	-132	-202	-258
금융손익	-93	-157	-141	-144
관계기업등 투자손익	9	12	14	15
세전계속사업손익	97	145	115	184
계속사업법인세비용	70	86	15	55
계속사업이익	27	59	100	129
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	27	59	100	129
지배주주	20	51	107	137
비지배주주	6	8	-7	-9
총포괄이익	86	322	179	129
지배주주	84	314	167	121
비지배주주	3	8	12	8
EBITDA	814	876	933	1,038
FCF	-7	36	258	305
EBITDA 마진율 (%)	9.4	9.2	9.4	9.8
영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.2	4.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	0.5	1.1	1.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	4,195	3,697	4,073	4,327
현금 및 현금성자산	1,429	779	1,072	1,146
매출채권 및 기타채권	1,199	1,229	1,271	1,346
재고자산	972	1,140	1,179	1,249
기타유동자산	595	549	551	586
비유동자산	4,904	5,548	5,599	5,407
관계기업투자등	72	81	83	88
유형자산	2,371	2,716	2,697	2,676
무형자산	1,923	2,126	2,067	1,892
자산총계	9,099	9,244	9,672	9,734
유동부채	4,021	3,576	3,759	3,824
매입채무 및 기타채무	1,557	1,613	1,667	1,767
단기금융부채	1,994	1,476	1,588	1,523
기타유동부채	470	487	504	534
비유동부채	2,708	3,160	3,266	3,294
장기금융부채	2,323	2,710	2,801	2,801
기타비유동부채	385	450	465	493
부채총계	6,729	6,736	7,024	7,118
지배주주지분	2,236	2,371	2,516	2,493
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,177	2,154
비지배주주지분	134	137	132	123
자본총계	2,370	2,508	2,648	2,616

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	378	517	658	705
당기순이익	27	59	100	129
비현금수익비용가감	872	895	787	796
유형자산감가상각비	398	418	425	421
무형자산상각비	159	180	192	175
기타	315	297	170	200
영업활동으로인한자산및부채의변동	-373	-194	-62	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-218	-21	16	-74
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-16	-71
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	239	28	-45	81
법인세납부	-65	-91	-32	-55
투자활동으로 인한 현금흐름	-643	-677	-491	-401
유형자산처분(취득)	-375	-416	-400	-400
무형자산감소(증가)	-257	-317	-85	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	6	-1	-1
기타투자활동	1	50	-5	0
재무활동으로 인한 현금흐름	262	-480	96	-225
장단기금융부채의 증가(감소)	585	-131	203	-65
자본의 증가(감소)	-12	0	0	0
배당금의 지급	-194	-185	-3	-160
기타재무활동	-117	-164	-104	0
현금의 증가	25	-651	294	74
기초현금	1,404	1,429	779	1,072
기말현금	1,429	779	1,072	1,146

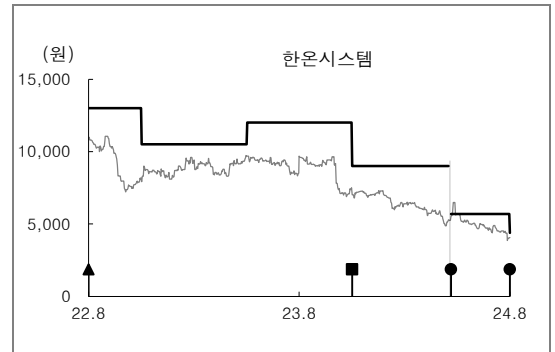
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	211.3	76.3	20.4	15.8
P/CF (x)	4.8	4.1	2.4	2.3
P/B (x)	1.9	1.6	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	9.0	8.5	6.0	5.3
EPS (원)	38	96	200	257
CFPS (원)	1,684	1,787	1,662	1,732
BPS (원)	4,191	4,445	4,715	4,673
DPS (원)	360	316	300	320
배당성향 (%)	718.4	286.4	160.1	132.5
배당수익률 (%)	4.4	4.3	7.4	7.9
매출액증가율 (%)	17.4	10.8	4.2	6.0
EBITDA증가율 (%)	-2.4	7.5	6.6	11.3
조정영업이익증가율 (%)	-21.2	8.1	14.3	39.3
EPS증가율 (%)	-93.4	149.5	109.1	28.9
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.2	8.2	8.3
재고자산 회전율 (회)	9.7	9.1	8.6	8.7
매입채무 회전율 (회)	7.1	6.8	6.8	6.7
ROA (%)	0.3	0.6	1.1	1.3
ROE (%)	0.9	2.2	4.4	5.5
ROIC (%)	1.4	2.0	3.5	5.4
부채비율 (%)	283.9	268.5	265.3	272.0
유동비율 (%)	104.3	103.4	108.4	113.1
순차입금/자기자본 (%)	121.4	135.2	124.6	120.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	1.5	1.9	2.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2024.08.09	중립	4,400	-	-
2024.04.29	중립	5,700	-14.28	13.86
2024.04.26	분석 대상 제외		-	-
2023.11.10	Trading Buy	9,000	-28.94	-18.78
2023.05.12	매수	12,000	-26.06	-19.25
2022.11.10	매수	10,500	-15.76	-7.33
2022.05.12	매수	13,000	-24.40	-11.92



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.