한온시스템 (018880)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 자동차/부품 | 2024.8.9

점점 낮아지는 눈높이



Analyst 이병근
bglee@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	6,000 원
현재주가	4,065 원
상승여력	47.6 %

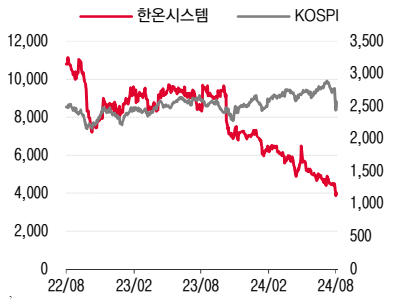
컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (8/8)		2,556.73 pt
시가총액		21,699 억원
발행주식수		533,800 천주
52 주 최고가/최저가		9,690 / 3,870 원
90 일 일평균거래대금		130.16 억원
외국인 지분율		10.4%
배당수익률(24.12E)		7.9%
BPS(24.12E)		4,576 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.2%
	6 개월	-34.1%
	12 개월	-51.3%
주주구성	한앤코오토홀딩스 (외 2 인)	70.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
	자사주 (외 1 인)	0.0%

Stock Price



2Q24 Review

한온시스템은 2Q24P 매출액 2.6조원(+5.4% YoY, +6.5% QoQ), 영업이익 719억원(-49.9% YoY, +10.1% QoQ, OPM 2.8%)을 기록, 시장 컨센서스 영업이익 819억원을 하회했다. 1) 예상 대비 적었던 생산 물량, 2) 원자재 가격 상승 등으로 수익성 개선 폭은 크지 않았다. 이자비용과 외환 관련 평가 손실이 각각 YoY 240억/500억 증가하면서, 당기순이익은 -312억원으로 적자 전환했다.

물량 증가가 절실한 시점

현재 컨테이너 운임 지수는 3,333p로 최근 조정을 받았지만, 2분기 대비 높은 수준을 유지하고 있다. 2분기 동사의 매출액 대비 물류비 비중은 2.6% 수준으로 1분기와 유사한 수준을 기록했다. 하지만, 상승한 운임이 하반기부터 반영되기 시작하면서 매출액 대비 물류비 비중은 3.5%까지 증가할 것으로 예상된다. 물류비와 감가상각비 등 비용 단에서 부담이 여전히 높은 상황이기 때문에, 물량 증가를 통한 수익성 개선이 절실하다. 2024년 누적 수주는 6억달러로 연간 목표 수주액의 40% 수준, 글로벌 OEM들이 전기차 투자를 축소하는 상황에서 올해 의미 있는 수주 증가는 힘들 것이라 판단한다. 다만, 내년에는 현대차그룹의 전기차 공장 가동으로 인한 물량 증가 및 벤츠 차세대 전기차 플랫폼 물량이 더해지면서, 수익성 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 6,000원 유지

한온시스템에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 6,000원을 유지한다. 현재 주가는 12M Fwd P/E 기준 17.3배 수준, P/E Band 중하단 값이다. 더딘 수익성 개선과 전기차 업황 둔화로 주가 및 밸류에이션은 저점 수준이다. 2025년에는 1) 현대차와 벤츠 등 글로벌OEM들의 차세대 전기차 플랫폼 양산에 따른 물량 증가, 2) 물류비 및 감가상각비 감소로 인한 수익성 개선을 기대해 볼 수 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,628	9,559	9,937	10,371	10,792
영업이익	257	277	287	375	449
순이익	27	59	45	210	285
EPS (원)	38	96	67	340	462
증감률 (%)	-93.4	149.5	-29.6	405.6	35.8
PER (x)	211.2	76.3	60.5	12.0	8.8
PBR (x)	1.9	1.6	0.9	0.9	0.9
영업이익률 (%)	3.0	2.9	2.9	3.6	4.2
EBITDA 마진 (%)	9.4	9.2	9.3	9.8	10.2
ROE (%)	0.9	2.2	1.5	7.4	9.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

표1 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E
매출액	**9,559**	**9,937**	**10,371**	**2,340**	**2,429**	**2,327**	**2,463**	**2,405**	**2,560**	**2,442**	**2,531**
%yoy	10.8%	4.0%	4.4%	18.2%	15.3%	6.0%	5.0%	2.7%	5.4%	4.9%	2.8%
%qoq				-0.2%	3.8%	-4.2%	5.8%	-2.4%	6.5%	-4.6%	3.7%
영업이익	**277**	**287**	**375**	**60**	**143**	**20**	**53**	**65**	**72**	**68**	**82**
%OPM	2.9%	2.9%	3.6%	2.6%	5.9%	0.9%	2.2%	2.7%	2.8%	2.8%	3.2%
%yoy	8.1%	3.4%	31.0%	97.7%	138.8%	-67.2%	-48.9%	8.5%	-49.9%	234.5%	52.9%
%qoq				-42.3%	138.2%	-85.9%	162.7%	22.6%	10.1%	-5.6%	20.1%
세전이익	**145**	**74**	**273**	**67**	**135**	**-27**	**-30**	**21**	**-33**	**42**	**44**
%yoy	48.8%	-48.7%	267.7%	122.6%	827.6%	적전	적전	-68.8%	적전	흑전	흑전
%qoq				146.8%	102.9%	적전	적지	흑전	적전	흑전	6.5%
지배순이익	**51**	**38**	**204**	**44**	**107**	**-45**	**-55**	**8**	**-34**	**31**	**33**
%NPM	0.5%	0.4%	2.0%	1.9%	4.4%	-1.9%	-2.2%	0.3%	-1.3%	1.3%	1.3%
%yoy	149.5%	-24.6%	429.2%	122.6%	668.0%	적전	적지	-81.1%	적전	흑전	흑전
%qoq				흑전	144.3%	적전	적지	흑전	적전	흑전	6.5%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

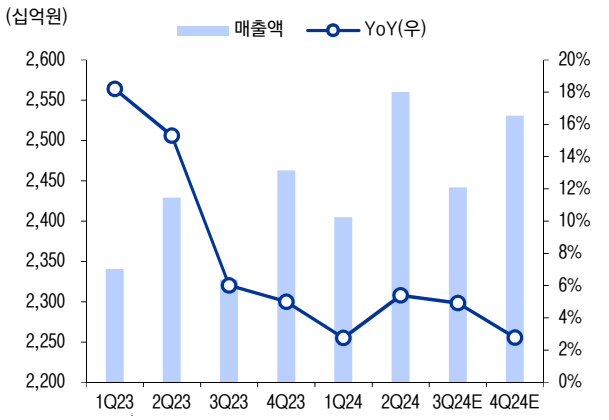
표2 한온시스템 2Q24 Review

(단위: 십억원)	분기실적			증감		Consensus	
	2Q23	**1Q24**	**2Q24**	**(YoY)**	**(QoQ)**	**2Q24**	**Diff.**
매출액	2,429	2,405	**2,560**	5.4%	6.5%	**2,504**	2.2%
영업이익	143	65	**72**	-49.9%	10.1%	**82**	-12.2%
영업이익률	5.9%	2.7%	**2.8%**	-3.1%	0.1%	**3.3%**	0.5%
순이익	107	8	**-34**	적전	적전	**39**	-188.0%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

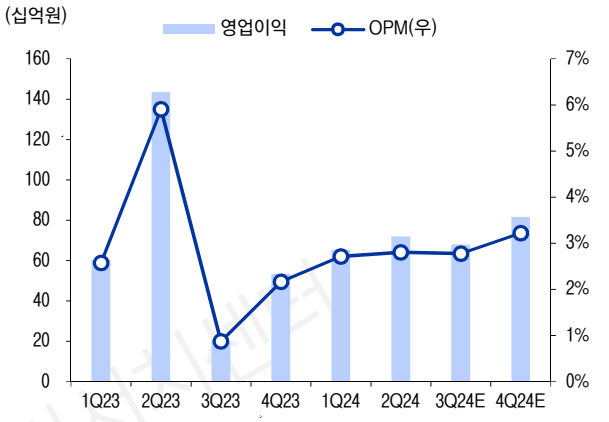
LS증권 리서치센터

그림1 한온시스템 매출액 추이 및 전망



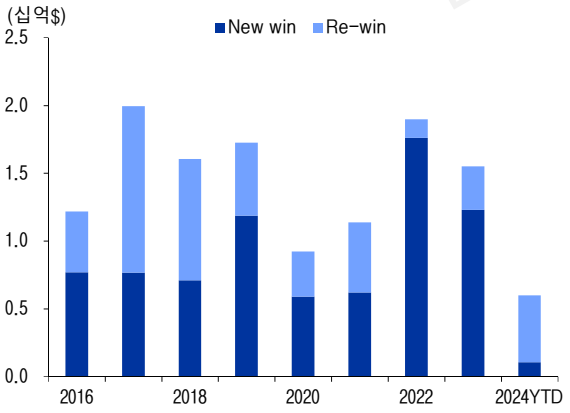
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림2 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



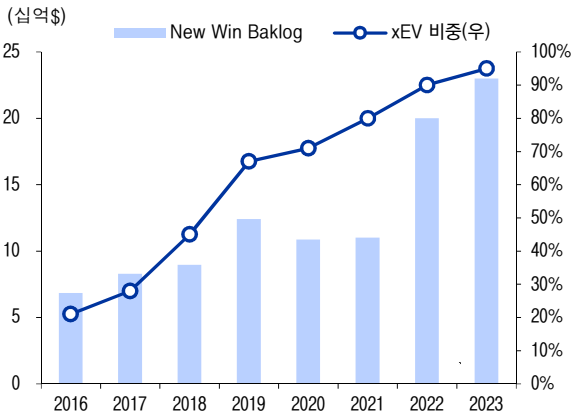
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림3 한온시스템 신규 수주 추이



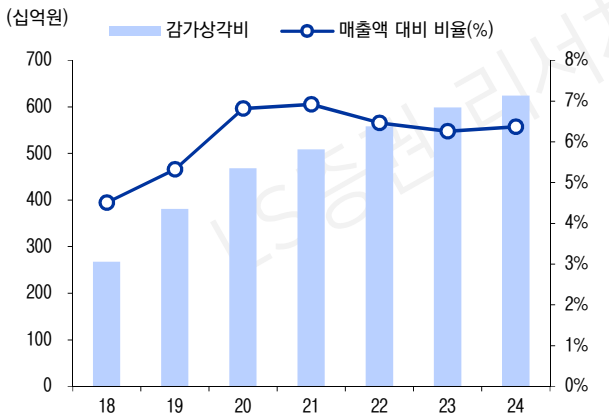
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림4 한온시스템 수주잔고 추이



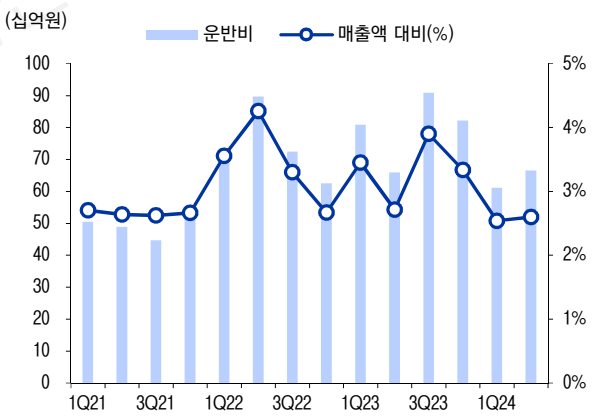
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림5 한온시스템 감가상각비 추이



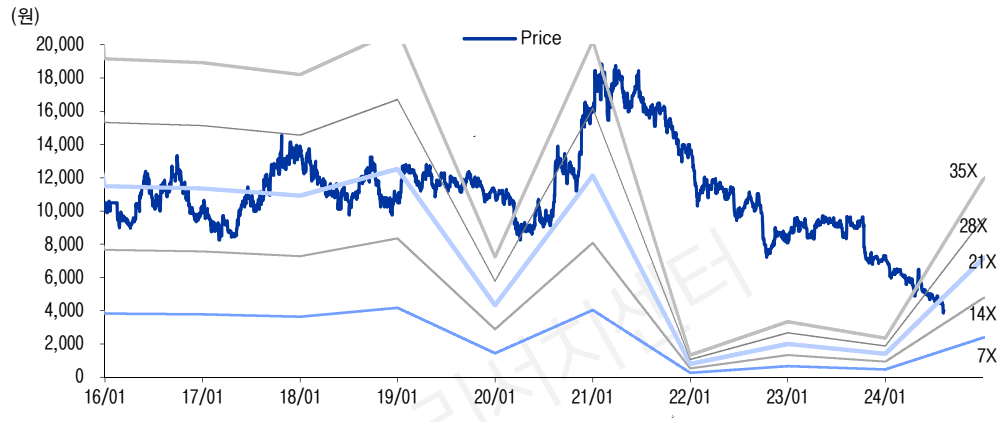
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림6 한온시스템 운반비 추이



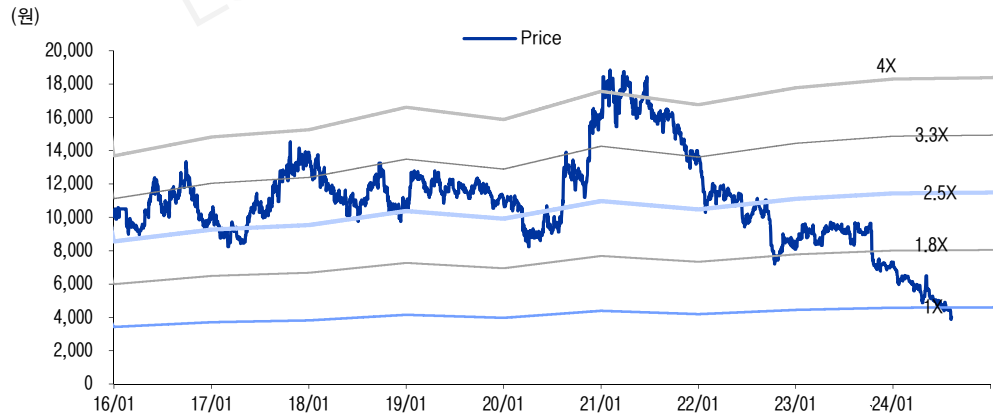
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림7 한온시스템 12M Fwd P/E Band



자료: LS증권 리서치센터

그림8 한온시스템 12M Fwd P/B Band



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,195	3,697	4,691	5,195	5,802
현금 및 현금성자산	1,429	779	1,515	1,888	2,359
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,425	1,484	1,546
재고자산	972	1,140	1,254	1,306	1,360
기타유동자산	531	490	497	517	538
비유동자산	4,904	5,548	5,920	6,033	6,138
관계기업투자등	83	85	85	88	92
유형자산	2,371	2,716	2,749	2,697	2,637
무형자산	1,923	2,126	2,313	2,444	2,572
자산총계	**9,099**	**9,244**	**10,611**	**11,228**	**11,940**
유동부채	4,021	3,576	3,783	3,832	3,884
매입채무 및 기타재무	1,850	1,906	1,944	2,025	2,108
단기금융부채	1,994	1,476	1,554	1,511	1,467
기타유동부채	176	194	285	296	308
비유동부채	2,708	3,160	3,946	4,503	5,078
장기금융부채	2,323	2,710	3,430	3,967	4,520
기타비유동부채	385	450	516	537	558
부채총계	**6,729**	**6,736**	**7,730**	**8,335**	**8,962**
지배주주지분	2,236	2,372	2,741	2,753	2,838
자본금	53	53	60	60	60
자본잉여금	-23	-23	336	336	336
이익잉여금	2,243	2,103	2,109	2,121	2,205
비지배주주지분(연결)	134	137	140	140	140
자본총계	**2,370**	**2,508**	**2,881**	**2,893**	**2,978**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**8,628**	**9,559**	**9,937**	**10,371**	**10,792**
매출원가	7,781	8,651	8,999	9,344	9,674
매출총이익	**847**	**908**	**938**	**1,027**	**1,117**
판매비 및 관리비	590	631	651	652	668
영업이익	**257**	**277**	**287**	**375**	**449**
(EBITDA)	814	876	921	1,016	1,102
금융손익	-59	-93	-73	2	14
이자비용	106	186	223	197	182
관계기업등 투자손익	9	12	10	12	22
기타영업외손익	-110	-52	-149	-117	-115
세전계속사업이익	**97**	**145**	**74**	**273**	**370**
계속사업법인세비용	70	86	29	63	85
계속사업이익	27	59	45	210	285
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**27**	**59**	**45**	**210**	**285**
지배주주	20	51	38	204	276
총포괄이익	**43**	**333**	**45**	**210**	**285**
매출총이익률 (%)	9.8	9.5	9.4	9.9	10.4
영업이익률 (%)	3.0	2.9	2.9	3.6	4.2
EBITDA 마진률 (%)	9.4	9.2	9.3	9.8	10.2
당기순이익률 (%)	0.3	0.6	0.5	2.0	2.6
ROA (%)	0.2	0.6	0.4	1.9	2.4
ROE (%)	0.9	2.2	1.5	7.4	9.9
ROIC (%)	1.4	2.1	2.9	4.6	5.4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**378**	**517**	**472**	**814**	**888**
당기순이익(손실)	27	59	45	210	285
비현금수익비용가감	872	895	646	642	643
유형자산감가상각비	398	418	444	453	463
무형자산상각비	159	180	190	188	190
기타현금수익비용	314	297	-541	-549	-574
영업활동 자산부채변동	-373	-194	-142	-38	-40
매출채권 감소(증가)	-218	-21	-45	-59	-61
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-92	-52	-54
매입채무 증가(감소)	239	28	42	80	84
기타자산, 부채변동	-226	-60	-46	-8	-8
투자활동 현금흐름	**-643**	**-677**	**-823**	**-742**	**-736**
유형자산처분(취득)	-375	-416	-472	-400	-403
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-328	-318	-318
투자자산 감소(증가)	-12	24	1	8	18
기타투자활동	0	32	-25	-31	-33
재무활동 현금흐름	**262**	**-480**	**1,056**	**302**	**318**
차입금의 증가(감소)	456	-295	694	493	510
자본의 증가(감소)	-194	-185	196	-192	-192
배당금의 지급	194	185	-169	-192	-192
기타재무활동	0	0	166	0	0
현금의 증가	**25**	**-651**	**736**	**373**	**471**
기초현금	1,404	1,429	779	1,515	1,888
기말현금	1,429	779	1,515	1,888	2,359

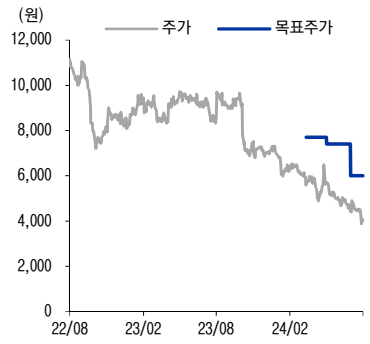
주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	211.2	76.3	60.5	12.0	8.8
P/B	1.9	1.6	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.8	8.3	6.1	5.7	5.2
P/CF	4.8	4.1	3.4	2.9	2.6
배당수익률 (%)	4.4	4.3	7.9	7.9	7.9
성장성 (%)					
매출액	17.4	10.8	4.0	4.4	4.1
영업이익	-21.2	8.1	3.4	31.0	19.7
세전이익	-72.6	48.8	-48.7	267.7	35.8
당기순이익	-91.4	120.2	-23.2	364.1	35.8
EPS	-93.4	149.5	-29.6	405.6	35.8
안정성 (%)					
부채비율	283.9	268.5	268.3	288.1	300.9
유동비율	104.3	103.4	124.0	135.6	149.4
순차입금/자기자본(x)	121.4	135.2	119.8	123.5	121.2
영업이익/금융비용(x)	2.4	1.5	1.3	1.9	2.5
총차입금 (십억원)	4,317	4,186	4,984	5,477	5,987
순차입금 (십억원)	2,876	3,391	3,453	3,572	3,611
주당지표 (원)					
EPS	38	96	67	340	462
BPS	4,189	4,443	4,576	4,596	4,738
CFPS	1,684	1,787	1,207	1,423	1,550
DPS	360	316	320	320	320

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한온시스템 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2024.03.20	변경	이병근									
2024.03.20	Buy	7,700	-15.7		-27.3						
2024.05.10	Buy	7,400	-22.8		-32.4						
2024.07.09	Buy	6,000									

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.7% 7.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023.7.1 ~ 2024.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)