

한온시스템 (018880)

2024.10.07

3Q24 Preview: 어두운 터널을 지나는 중

[자동차/자동차부품] 조희승
2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

3Q24 Preview: 매출액 2.4조원, 영업이익 669억원(OPM 2.8%)

24년 3분기 매출액은 2.4조원(YoY +2.2%), 영업이익은 669억원(YoY +270.7%, OPM 2.8%)으로 시장 기대치(2.4조원, 831억원)을 하회할 전망이다.

매출의 47%를 차지하는 현대차그룹의 출고 대수는 YoY -0.3%였으며, 전기차 판매 대수는 YoY -2.9%를 기록했다. Ford/VW/GM/BMW의 판매 대수는 YoY -1.9%/-9.2%/-21.5%/-14.5%였으며, 전기차 판매 대수는 YoY +16.0%/-24.1%/-4.9%/-8.5%였다. 예상치 못한 비-현대차그룹 고객사의 성장 둔화가 고정비 부담을 가중시키고 있기 때문에, 지난 4분기부터 진행한 조직효율화 활동의 비용 절감 효과를 기대하기에는 어렵다. 물류비 부담은 2분기보다 소폭 높은 수준일 것으로 예상된다. SCFI(상하이 컨테이너 운임 지수)는 8월부터 하락 반전했으나, 분기 평균으로는 2분기보다 높다. 그런 상황에서 고객사로부터의 리커버리가 3분기에도 부재하다. 일시적인 보상보다는 단가 인상 협의로 이어지고 있기 때문에 수익성 개선에 반영되기에는 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

2025년을 기대하며

4분기부터는 현대차그룹 조지아공장 물량이 더해진다. 또한 8월부터 하락 반전한 SCFI 지수의 추세가 이어진다면, 물류비 부담도 3분기보다는 낮아질 것으로 예상된다. 다만 우려스러운 점은 고객사의 물량 부진이 중국 권역에서 두드러지고 있다는 점이다. (VW/Stellantis/GM/BMW YoY -20.2%/-22.1%/-52.8%/-36.2%) 이구환신 정책에 힘입어 중국 로컬 전기차에 대한 선호가 급격히 상승했으며, 이러한 추세를 쉽게 뒤집기는 어려워 보인다. 2024년 영업이익을 3,026억원(OPM 3.0%)에서 2,849억원(OPM 2.9%)으로 하향 조정한다.

그러나 내년 상반기부터 Mercedes-Benz 향 시스템 납품이 시작된다. 또한 유럽 권역에서 환경 규제 대응을 위해 전기차 보조금 제도가 강화되기 시작했다는 점을 감안했을 때 물량 성장은 점차 개선될 것으로 기대된다. 물량 효과만 뒷받침된다면 그 동안 노력한 조직효율화 활동의 효과가 두드러질 수 있다.

투자 의견 Buy, 목표주가 6,000원 유지

열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과는 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 특히 예상치 못한 비용 증가가 겹치면서 연간 수익성 개선의 폭이 제한되었다. 그러나 올해 4분기 현대차그룹 조지아 공장, 내년 상반기 Mercedes-Benz 향 물량이 더해지기 시작한다. 또한 올해 중으로 주요 투자 건들이 마무리되면서 Capex도 3,000억원대로 관리되기 시작한다. 23년 4분기~24년 상반기부터 물량 효과를 기반으로 점차 이익이 정상화될 것으로 예상하며, 내년 하반기부터는 이자비용을 관리할 여력이 점차 회복될 것으로 보인다. 과점적 위치와 기술력은 변함없으며 이는 수주 금액 추이에서 증명된다. 이익이 정상화될 것으로 예상되는 2025년의 EPS 269원에 Target P/E 21배를 적용해 투자 의견 Buy, 목표주가 6,000원을 유지한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	6,000원(유지)
증가(2024.10.04)	3,900원
상승여력	53.8%

Stock Indicator	
자본금	533억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	2,082십억원
외국인지분율	8.2%
52주 주가	3,800~9,650원
60일평균거래량	1,879,877주
60일평균거래대금	8.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-16.4	-31.2	-58.3
상대수익률	-6.3	-6.2	-25.9	-65.2

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,559	9,914	10,498	11,388
영업이익(십억원)	277	285	382	458
순이익(십억원)	51	12	161	259
EPS(원)	96	23	269	432
BPS(원)	4,443	4,406	4,491	4,739
PER(배)	76.3	173.2	14.5	9.0
PBR(배)	1.6	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	2.2	0.5	6.1	9.4
배당수익률(%)	0.9	7.7	7.7	7.7
EV/EBITDA(배)	8.3	5.4	4.9	4.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	24,046	25,599	23,775	25,715	95,593	99,135	104,984
아시아	12,871	13,330	13,619	14,006	13,111	13,858	13,891	14,286	53,826	55,147	57,622
미주	5,798	6,449	6,538	6,240	6,565	7,431	7,192	7,176	25,025	28,363	30,073
유럽	12,853	12,733	12,183	12,882	12,645	12,734	11,940	13,011	50,652	50,330	54,076
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	56.9	54.5	54.1	58.4	55.6	56.3	55.6	54.9
미주	24.8	26.5	28.1	25.3	27.3	29.0	30.2	27.9	26.2	28.6	28.6
유럽	54.9	52.4	52.3	52.3	52.6	49.7	50.2	50.6	53.0	50.8	51.5
YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	2.2	4.4	10.8	3.7	5.9
아시아	10.5	9.8	8.7	1.6	1.9	4.0	2.0	2.0	7.4	2.5	4.5
미주	16.1	17.6	8.6	7.5	13.2	15.2	10.0	15.0	12.2	13.3	6.0
유럽	22.1	20.1	10.4	1.9	-1.6	0.0	-2.0	1.0	13.1	-0.6	7.4
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,211	2,201	2,328	2,140	2,572	9,082	9,240	11,037
YoY	27.0	41.5	-7.4	-19.3	2.7	-17.9	13.1	16.3	7.2	1.7	19.4
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	9.1	9.0	10.0	9.5	9.3	10.5
영업이익	602	1,435	180	533	653	716	669	811	2,750	2,849	3,818
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	8.4	-50.1	270.7	52.2	7.2	3.6	34.0
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.7	2.8	2.8	3.2	2.9	2.9	3.6
세전이익	666	1,352	-291	-304	208	-328	183	286	1,424	348	2,484
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	83	-341	119	185	510	45	1,613
YoY	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	-131.8	흑전	흑전	149.4	-91.1	3449.2
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	0.5	0.7	0.5	0.0	1.5

자료: 한온시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한온시스템 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	신규 추정(a)		기존 추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	99,135	104,984	100,611	106,571	-1.5	-1.5
영업이익	2,849	3,818	3,026	3,851	-5.9	-0.9
세전이익	348	2,484	445	2,765	-21.7	-10.2
지배주주순이익	45	1,613	108	1,796	-57.9	-10.2
영업이익률	2.9	3.6	3.0	3.6	-0.1	0.0
세전이익률	0.4	2.4	0.4	2.6	-0.1	-0.2
지배주주순이익률	0.0	1.5	0.1	1.7	-0.1	-0.1

자료: iM증권 리서치본부

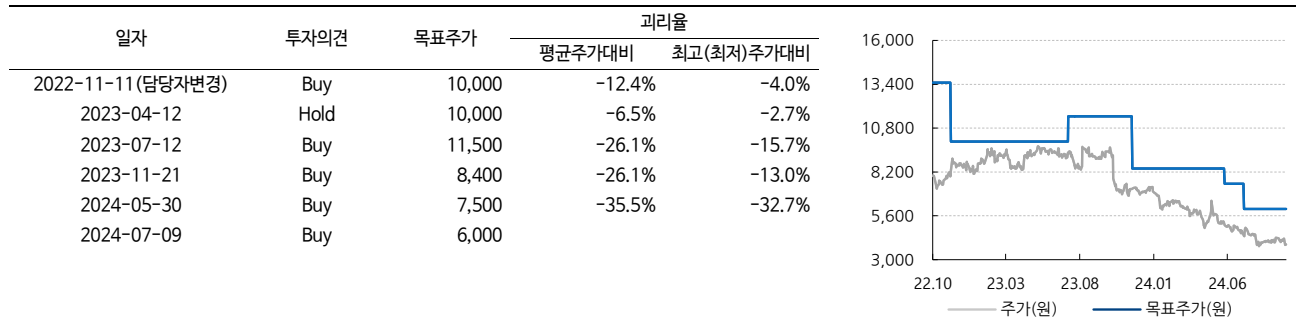
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,697	3,463	3,493	3,768	매출액	9,559	9,914	10,498	11,388
현금 및 현금성자산	779	459	312	369	증가율(%)	10.8	3.7	5.9	8.5
단기금융자산	20	20	20	20	매출원가	8,651	8,990	9,395	10,163
매출채권	1,336	1,427	1,518	1,619	매출총이익	908	924	1,104	1,226
재고자산	1,140	1,131	1,211	1,324	판매비와관리비	631	639	722	768
비유동자산	5,548	5,363	5,145	4,984	연구개발비	186	193	204	222
유형자산	2,716	2,707	2,633	2,588	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,126	1,937	1,779	1,649	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,244	8,826	8,638	8,753	영업이익	277	285	382	458
유동부채	3,576	3,298	3,375	3,493	증가율(%)	8.1	2.7	34.0	20.0
매입채무	1,308	1,357	1,437	1,559	영업이익률(%)	2.9	2.9	3.6	4.0
단기차입금	967	958	948	939	이자수익	29	17	12	14
유동성장기부채	500	177	177	177	이자비용	186	152	137	128
비유동부채	3,160	2,751	2,410	2,218	지분법이익(손실)	12	14	14	15
사채	1,413	1,131	904	814	기타영업외손익	-59	-71	-71	-71
장기차입금	1,266	1,139	1,025	923	세전계속사업이익	145	35	248	399
부채총계	6,736	6,049	5,785	5,711	법인세비용	86	21	62	100
지배주주지분	2,372	2,639	2,690	2,838	세전계속이익률(%)	1.5	0.4	2.4	3.5
자본금	53	60	60	60	당기순이익	59	14	186	299
자본잉여금	-23	336	336	336	순이익률(%)	0.6	0.1	1.8	2.6
이익잉여금	2,103	1,936	1,917	1,996	지배주주귀속 순이익	51	12	161	259
기타자본항목	238	308	377	446	기타포괄이익	263	69	69	69
비지배주주지분	137	139	164	204	총포괄이익	322	83	256	368
자본총계	2,508	2,777	2,853	3,042	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	517	532	753	820	주당지표(원)				
당기순이익	59	14	186	299	EPS	96	23	269	432
유형자산감가상각비	418	426	424	408	BPS	4,443	4,406	4,491	4,739
무형자산상각비	180	211	177	148	CFPS	1,217	1,204	1,273	1,360
지분법관련손실(이익)	12	14	14	15	DPS	316	300	300	300
투자활동 현금흐름	-677	-398	-329	-340	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-416	-417	-350	-362	PER	76.3	173.2	14.5	9.0
무형자산의 처분(취득)	-317	-21	-19	-18	PBR	1.6	0.9	0.9	0.8
금융상품의 증감	11	-	-	-	PCR	6.0	3.2	3.1	2.9
재무활동 현금흐름	-480	-628	-601	-454	EV/EBITDA	8.3	5.4	4.9	4.5
단기금융부채의증감	-390	-332	-10	-9	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	167	-409	-340	-193	ROE	2.2	0.5	6.1	9.4
자본의증감	-	365	-	-	EBITDA이익률	9.2	9.3	9.4	8.9
배당금지급	-185	-180	-180	-180	부채비율	268.5	217.8	202.8	187.7
현금및현금성자산의증감	-651	-320	-147	57	순부채비율	133.5	105.4	95.4	81.0
기초현금및현금성자산	1,429	779	459	312	매출채권회전율(x)	7.3	7.2	7.1	7.3
기말현금및현금성자산	779	459	312	369	재고자산회전율(x)	9.1	8.7	9.0	9.0

자료 : 한온시스템, iM증권 리서치본부

한온시스템 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%