

한온시스템 (018880)

2024.04.08

1Q24 Preview: 바닥을 다지는 시기

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

1Q24 Preview: 매출액 2.3조원, 영업이익 604억원 (OPM 2.6%)

2024년 1분기 매출액은 2.3조원(YoY +0.6%), 영업이익은 604억원(YoY +0.2%, OPM 2.6%)으로 시장 기대치(2.4조원, 782억원)을 하회할 전망이다.

매출의 47%를 차지하는 현대차그룹의 출고 대수는 YoY -4.5%였으며, 23년 하반기부터 둔화되기 시작한 전기차 수요로 인해 전기차 출고 대수는 YoY -19.6%를 기록했다. 매출의 12%를 차지하는 Ford의 판매 대수는 YoY +5.5%, 10%를 차지하는 VW의 판매 대수는 YoY +9.8% 수준이었다. 수익성은 다시 2%대를 기록할 것으로 예상된다. 지난 4분기부터 진행한 조직효율화 관련한 일회성 비용이 발생할 예정이다. 4분기에는 중국 지역을 중심으로 희망퇴직을 진행했으며, 이번 1분기에는 상대적으로 인건비가 높은 유럽, 미주 지역을 중심으로 진행하기 때문에 일회성 비용의 규모가 더 커질 수 밖에 없다.

투자의견 Buy, 목표주가 8,400원 유지

열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 게다가 전기차 수요 둔화가 실적에 부정적으로 작용하며, 12M Fwd P/E는 12.8x 까지 떨어졌다. 주가 상승을 위해서는 수익성 회복과 일관성 있는 분기별 이익 규모가 절실한 상황이다.

올해는 상저하고의 흐름이 뚜렷할 것으로 예상된다. 1분기에는 희망퇴직 관련한 비용 정산과 높은 물류비 부담으로 수익성이 낮지만, 2분기부터 고객사로부터의 리커버리와 물류비 안정화가 반영되기 시작한다. 올해 고객사로부터의 리커버리는 850억원 가량 목표하고 있다. 보통 2분기와 4분기에 리커버리가 반영되지만, 상반기에는 완성차들도 급변하는 시장 상황에 따라 전략을 수정하고 있기 때문에 4분기에 대부분의 리커버리가 반영될 것으로 예상된다. 또한 4분기에는 Mercedes-Benz의 물량, 현대차그룹 미국 조지아 전동화 공장 물량이 더해진다. 특히 BMW, Mercedes-benz는 2023년 가장 높은 전기차 성장률을 기록한 바 있다. 이는 전기차 시장이 여전히 Luxury 시장에 속해있음을 보여주고 있으며, Mercedes-benz로의 물량 확대(점유율 70%)는 실적 개선에 기여할 것으로 기대된다. 현대차그룹의 전동화 공장 역시 하이브리드 혼류 생산을 검토하고 있는 상황이지만, 하이브리드 차량도 전동식 컴프레서로 업그레이드를 하기 때문에 외형 성장에 우려할만한 요인이 크지 않아 보인다.

2025년부터는 동사의 부품이 탑재된 차세대 전용 전기차 플랫폼들이 양산되기 시작한다. 주요 고객사 중 하나인 Ford의 차세대 전기차 플랫폼 출시가 불분명한 점이 부정적이지만, 전기차의 시대는 분명히 다가오고 있다. 비용 효율화 의지와 전동화 비중 확대를 감안했을 때 2024년 영업이익은 3,573억원(OPM 3.6%) → 2025년 영업이익은 4,805억원(OPM 4.6%)으로 개선이 가능하다는 판단이다. 수익성 악화로 인해 Valuation은 역사적 저점 수준으로 떨어졌지만, 24년 하반기부터 수익성 반등의 조짐은 점차 구체화되고 있기 때문에 장기적인 상승 여력은 충분하다는 판단이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	8,400원(유지)
증가(2024.04.05)	5,670원
상승여력	48.1%

Stock Indicator

자본금	533억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	3,027십억원
외국인지분율	15.3%
52주 주가	5,590~9,730원
60일평균거래량	815,176주
60일평균거래대금	5.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-18.8	-41.2	-31.8
상대수익률	-9.4	-24.0	-53.9	-40.8

Price Trend



FY	2022	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	8,628	9,559	9,934	10,525
영업이익(십억원)	257	277	357	481
순이익(십억원)	20	51	155	266
EPS(원)	38	96	291	499
BPS(원)	4,189	4,443	4,544	4,852
PER(배)	211.3	59.4	19.5	11.4
PBR(배)	1.9	1.3	1.2	1.2
ROE(%)	0.9	2.2	6.5	10.6
배당수익률(%)	1.1	1.2	5.6	5.6
EV/EBITDA(배)	8.8	7.3	6.3	5.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	23,537	25,094	24,321	26,387	95,593	99,340	105,251
아시아	12,871	13,330	13,619	14,006	13,257	13,997	14,027	14,706	53,826	55,987	58,499
미주	5,798	6,449	6,538	6,240	5,972	6,771	6,865	6,864	25,025	26,472	28,069
유럽	12,853	12,733	12,183	12,882	13,239	13,370	13,402	14,171	50,652	54,180	58,221
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	56.9	56.3	55.8	57.7	55.7	56.3	56.4	55.6
미주	24.8	26.5	28.1	25.3	25.4	27.0	28.2	26.0	26.2	26.6	26.7
유럽	54.9	52.4	52.3	52.3	56.2	53.3	55.1	53.7	53.0	54.5	55.3
YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	0.6	3.3	4.5	7.2	39.1	3.9	6.0
아시아	10.5	9.8	8.7	1.6	3.0	5.0	3.0	5.0	29.0	4.0	4.5
미주	16.1	17.6	8.6	7.5	3.0	5.0	5.0	10.0	63.6	5.8	6.0
유럽	22.1	20.1	10.4	1.9	3.0	5.0	10.0	10.0	52.5	7.0	7.5
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,211	2,236	2,635	2,432	2,903	9,082	10,206	11,071
YoY	27.0	41.5	-7.4	-19.3	4.4	-7.1	28.6	31.3	5.1	12.4	8.5
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.5	10.5	10.0	11.0	9.5	10.3	10.5
영업이익	602	1,435	180	533	604	832	871	1,266	2,750	3,573	4,805
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	0.2	-42.0	383.1	137.6	-12.9	29.9	34.5
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.6	3.3	3.6	4.8	2.9	3.6	4.6
세전이익	666	1,352	-291	-304	263	469	642	1,017	1,424	2,391	4,098
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	171	305	417	660	510	1,553	2,661
YoY	122.6	668.0	-369.7	82.3	-61.0	-71.6	-191.9	-220.6	-53.8	204.6	71.4
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.7	1.2	1.7	2.5	0.5	1.6	2.5

자료: 한온시스템, 하이투자증권 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	99,340	105,251	98,774	106,950	0.6	-1.6
영업이익	3,573	4,805	3,904	5,390	-8.5	-10.8
세전이익	2,391	4,098	2,725	4,675	-12.3	-12.3
지배주주순이익	1,553	2,661	1,983	3,407	-21.7	-21.9
영업이익률	3.6	4.6	4.0	5.0	-0.4	-0.5
세전이익률	2.4	3.9	2.8	4.4	-0.4	-0.5
지배주주순이익률	1.6	2.5	2.0	3.2	-0.4	-0.7

자료: 하이투자증권 리서치본부

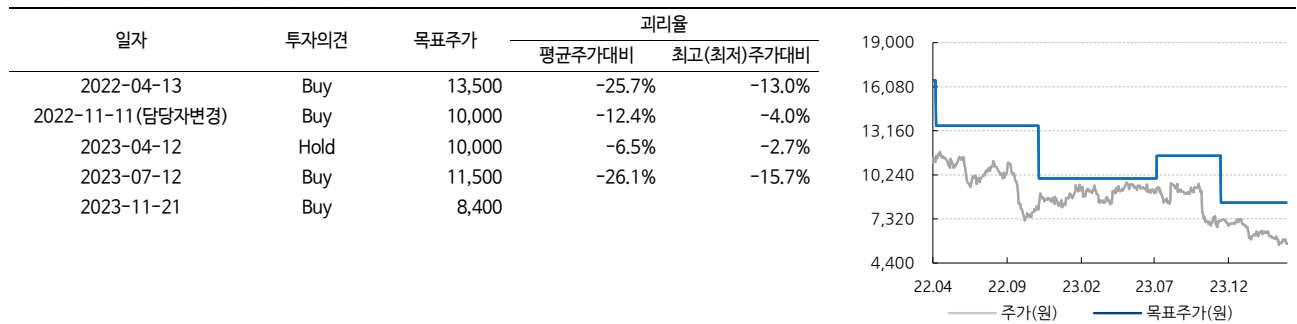
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	4,195	3,697	3,517	3,776	매출액	8,628	9,559	9,934	10,525
현금 및 현금성자산	1,429	779	507	588	증가율(%)	17.4	10.8	3.9	6.0
단기금융자산	25	20	20	20	매출원가	7,781	8,651	8,913	9,418
매출채권	1,276	1,336	1,430	1,522	매출총이익	847	908	1,021	1,107
재고자산	972	1,140	1,133	1,214	판매비와관리비	590	631	663	627
비유동자산	4,904	5,548	5,514	5,524	연구개발비	184	186	193	205
유형자산	2,371	2,716	2,859	3,011	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,923	2,126	1,937	1,779	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,099	9,244	9,031	9,300	영업이익	257	277	357	481
유동부채	4,021	3,576	3,301	3,378	증가율(%)	-21.2	8.1	28.9	34.5
매입채무	1,231	1,308	1,360	1,441	영업이익률(%)	3.0	2.9	3.6	4.6
단기차입금	1,515	967	958	948	이자수익	13	29	19	22
유동성장기부채	460	500	177	177	이자비용	106	186	170	169
비유동부채	2,708	3,160	3,144	3,129	지분법이익(손실)	9	12	14	14
사채	1,547	1,413	1,385	1,357	기타영업외손익	-65	-59	-71	-71
장기차입금	759	1,266	1,279	1,291	세전계속사업이익	97	145	239	410
부채총계	6,729	6,736	6,445	6,508	법인세비용	70	86	60	102
지배주주지분	2,236	2,372	2,426	2,590	세전계속이익률(%)	1.1	1.5	2.4	3.9
자본금	53	53	53	53	당기순이익	27	59	179	307
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	순이익률(%)	0.3	0.6	1.8	2.9
이익잉여금	2,243	2,103	2,088	2,183	지배주주귀속 순이익	20	51	155	266
기타자본항목	-38	238	308	377	기타포괄이익	59	263	69	69
비지배주주지분	134	137	161	202	총포괄이익	86	322	249	377
자본총계	2,370	2,508	2,586	2,792	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	378	517	704	907	주당지표(원)				
당기순이익	27	59	179	307	EPS	38	96	291	499
유형자산감가상각비	398	418	426	458	BPS	4,189	4,443	4,544	4,852
무형자산상각비	159	180	211	177	CFPS	1,083	1,217	1,484	1,688
지분법관련손실(이익)	9	12	14	14	DPS	360	316	320	320
투자활동 현금흐름	-643	-677	-550	-591	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-375	-416	-568	-611	PER	211.3	59.4	19.5	11.4
무형자산의 처분(취득)	-257	-317	-21	-19	PBR	1.9	1.3	1.2	1.2
금융상품의 증감	64	11	-	-	PCR	7.5	4.7	3.8	3.4
재무활동 현금흐름	262	-480	-591	-267	EV/EBITDA	8.8	7.3	6.3	5.6
단기금융부채의증감	322	-390	-332	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	201	167	-16	-15	ROE	0.9	2.2	6.5	10.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.4	9.2	10.0	10.6
배당금지급	-194	-185	-171	-171	부채비율	283.9	268.5	249.2	233.1
현금및현금성자산의증감	25	-651	-271	81	순부채비율	119.3	133.5	126.5	113.4
기초현금및현금성자산	1,404	1,429	779	507	매출채권회전율(x)	7.5	7.3	7.2	7.1
기말현금및현금성자산	1,429	779	507	588	재고자산회전율(x)	9.7	9.1	8.7	9.0

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 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 : 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-