

한온시스템 (018880)

2024.01.10

4Q23 Preview: 해가 뜨기 전에 그림자가 가장 길다

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

4Q23 Preview: 매출액 2.3조원, 영업이익 547억원 (OPM 2.3%)

2023년 4분기 매출액은 2.3조원(YoY +0.6%), 영업이익은 547억원(YoY -47.6%, OPM 2.3%)으로 시장 기대치(2.4조원, 782억원)을 하회할 전망이다.

현대차그룹의 판매 대수는 YoY +2.7%였지만, 23년 하반기부터 둔화되기 시작한 전기차 수요로 인해 전기차 판매 대수는 YoY +8.8%를 기록했다. 현대차그룹 외에도 Ford, VW의 전기차 판매 대수는 각각 YoY +1.4%, +3.1% 수준이었다. 수익성은 다시 2%대를 기록할 것으로 예상된다. 2분기에 1,000억원을 목표로 협상을 진행했던 것처럼 4분기에도 고객사와의 협상을 재진행했다. 그러나 긍정적이지 않은 업황을 감안했을 때 목표치 이상의 협상은 어려울 것으로 보인다.

곧 해가 뜬다

2023년 매출액은 9.4조원(YoY +9.6%), 영업이익은 2,764억원(YoY +7.7%, OPM 2.9%)으로 3분기에 제시한 가이드언스를 부합하는 수준에서 마무리될 전망이다. 열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 게다가 2023년 하반기부터 시작된 전기차 수요 둔화가 상반기의 성장을 상쇄하면서, 12M Fwd P/E는 17.7x 까지 떨어졌다. 주가 상승을 위해서는 수익성 회복과 일관성 있는 분기별 이익 규모가 절실한 상황이다.

2023년 3분기 실적 발표 때 약속한 비용 효율화는 올해부터 시작될 예정이다. 상반기까지는 해외 공장 희망 퇴직 관련하여 비용의 일시적 상승이 있겠지만, 하반기부터는 본격적으로 수익성 회복의 구간이 시작될 전망이다. 2025년부터는 동사의 부품이 탑재된 차세대 전용 전기차 플랫폼들이 양산되기 시작한다. 또한 2년 간의 개발과 매출 발생 이후 6~7년 간의 상각 사이클, 마그나로부터 인수한 사업부문의 상각을 감안했을 때, 25년부터는 감가상각비 절감도 더해질 수 있다.

지금은 전기차 전환의 속도 조절의 국면일 뿐, 전기차의 시대는 분명히 다가오고 있다. 전기차 시장이 커지면, 열관리 부품 시장에서의 과점적 위치는 동사의 성장을 이끌 수 밖에 없다. 곧 수익성 개선의 시기가 다가오고 있다. 비용 효율화 의지와 전동화 비중 확대를 감안했을 때 2024년 영업이익은 4,109억원(OPM 4.2%) → 2025년 영업이익은 5,324억원(OPM 5.1%)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)
종가(2024.01.08)	6,890원
상승여력	21.9%

Stock Indicator

자본금	533억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	3,699십억원
외국인지분율	16.3%
52주 주가	6,790~9,730원
60일평균거래량	834,119주
60일평균거래대금	6.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	-28.2	-23.2	-20.4
상대수익률	-2.6	-34.8	-24.8	-29.7

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	8,628	9,457	9,711	10,517
영업이익(십억원)	257	276	411	532
순이익(십억원)	20	175	229	386
EPS(원)	38	328	429	722
BPS(원)	4,189	4,291	4,471	4,945
PER(배)	211.3	21.1	16.2	9.6
PBR(배)	1.9	1.6	1.6	1.4
ROE(%)	0.9	7.7	9.8	15.3
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	8.5	7.4	6.4	5.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	23,404	24,291	23,274	23,600	23,409	25,478	23,575	24,652	86,277	94,568	97,114
아시아	12,871	13,330	13,619	14,473	13,128	13,997	13,891	15,197	50,107	54,293	56,213
미주	5,798	6,449	6,538	6,210	5,972	6,900	6,865	6,645	22,306	24,996	26,383
유럽	12,853	12,733	12,183	13,277	13,239	13,624	12,792	14,207	44,804	51,047	53,862
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	61.3	56.1	54.9	58.9	61.6	58.1	57.4	57.9
미주	24.8	26.5	28.1	26.3	25.5	27.1	29.1	27.0	25.9	26.4	27.2
유럽	54.9	52.4	52.3	56.3	56.6	53.5	54.3	57.6	51.9	54.0	55.5
YoY	18.2	15.3	6.0	0.6	0.0	4.9	1.3	4.5	25.5	9.6	2.7
아시아	10.5	9.8	8.7	5.0	2.0	5.0	2.0	5.0	20.1	8.4	3.5
미주	16.1	17.6	8.6	7.0	3.0	7.0	5.0	7.0	45.8	12.1	5.5
유럽	22.1	20.1	10.4	5.0	3.0	7.0	5.0	7.0	34.9	13.9	5.5
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,832	2,575	2,879	2,593	2,835	8,471	9,703	10,882
YoY	27.0	41.5	-7.4	3.4	20.2	1.5	37.1	0.1	-2.0	14.5	12.2
GPM	9.2	11.7	8.1	12.0	11.0	11.3	11.0	11.5	9.8	10.3	11.2
영업이익	602	1,435	180	547	595	1,153	928	1,433	2,566	2,764	4,109
YoY	97.7	138.9	-70.8	-47.6	-1.2	-19.7	414.7	162.1	-18.7	7.7	48.7
OPM	2.6	5.9	0.8	2.3	2.5	4.5	3.9	5.8	3.0	2.9	4.2
세전이익	666	1,352	-291	476	374	912	588	1,077	972	2,203	2,950
지배주주순이익	439	1,072	-204	369	272	663	428	783	204	1,677	2,146
YoY	122.6	668.0	-221.0	-222.9	-38.0	-38.1	-310.1	112.1	-81.5	720.4	28.0
NPM	1.9	4.4	-0.9	1.6	1.2	2.6	1.8	3.2	0.2	1.8	2.2

자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

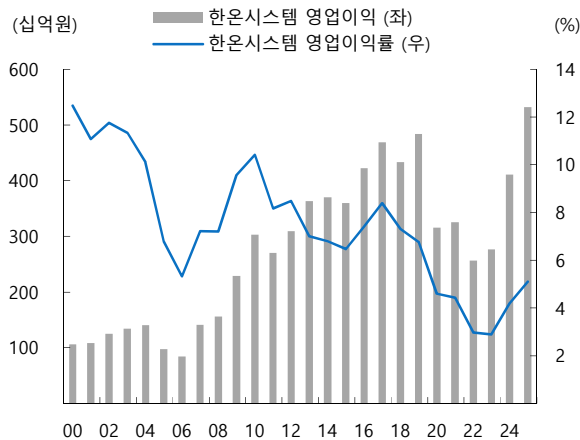
표2.

한온시스템 실적 추정치 변경

(억원, %, p)	신규 추정(a)		기존 추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	94,568	97,114	96,297	104,243	-1.8	-6.8
영업이익	2,764	4,109	4,050	4,959	-31.8	-17.1
세전이익	2,203	2,950	4,129	5,009	-46.6	-41.1
지배주주순이익	1,677	2,146	3,099	3,885	-45.9	-44.8
영업이익률	2.9	4.2	4.2	4.8	-1.3	-0.5
세전이익률	2.3	3.0	4.3	4.8	-2.0	-1.8
지배주주순이익률	1.8	2.2	3.2	3.7	-1.4	-1.5

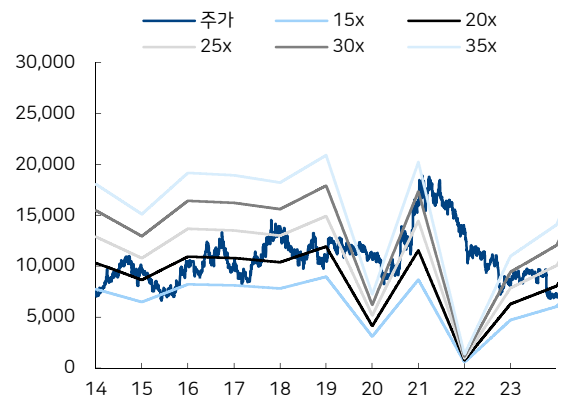
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 23년 영업이익률은 2.9%. 그러나 비용 효율화, 전동화 비중 확대로 24년 4.2% → 25년 5.1% 회복 기대



자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 12M Fwd P/E는 15배로 역사적 저점



자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

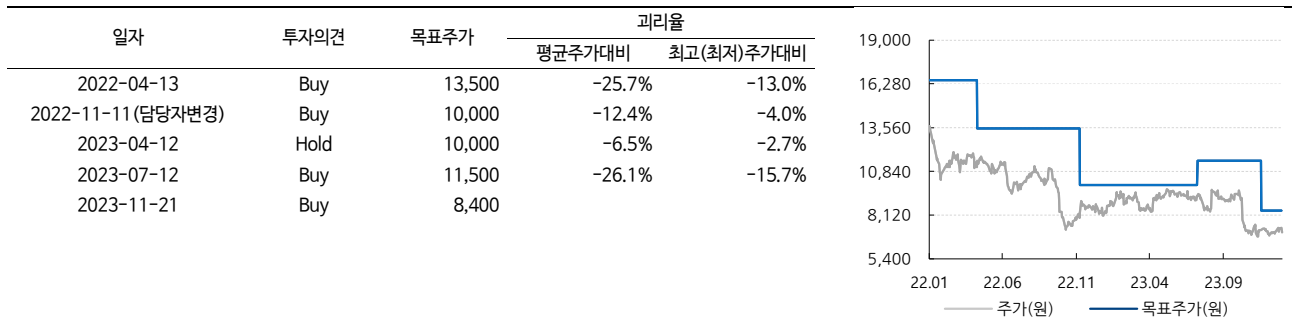
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,195	4,186	4,117	4,373	매출액	8,628	9,457	9,711	10,517
현금 및 현금성자산	1,429	1,223	1,100	1,114	증가율(%)	17.4	9.6	2.7	8.3
단기금융자산	25	25	26	26	매출원가	7,781	8,486	8,623	9,333
매출채권	1,276	1,443	1,418	1,564	매출총이익	847	970	1,088	1,184
재고자산	972	992	1,061	1,145	판매비와관리비	590	694	677	651
비유동자산	4,904	4,936	5,156	5,327	연구개발비	184	201	207	224
유형자산	2,371	2,572	2,929	3,209	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,923	1,741	1,591	1,466	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,099	9,122	9,274	9,699	영업이익	257	276	411	532
유동부채	4,021	3,938	4,017	4,209	증가율(%)	-21.2	7.7	48.7	29.6
매입채무	1,231	1,349	1,386	1,501	영업이익률(%)	3.0	2.9	4.2	5.1
단기차입금	1,455	1,441	1,426	1,412	이자수익	13	11	10	10
유동성장기부채	520	260	237	237	이자비용	106	100	98	97
비유동부채	2,708	2,755	2,723	2,693	자본법이익(손실)	9	13	14	14
사채	1,547	1,593	1,561	1,530	기타영업외손익	-65	-59	-59	-59
장기차입금	577	583	589	595	세전계속사업이익	97	220	295	497
부채총계	6,729	6,692	6,741	6,901	법인세비용	70	40	59	99
지배주주지분	2,236	2,290	2,387	2,639	세전계속이익률(%)	1.1	2.3	3.0	4.7
자본금	53	53	53	53	당기순이익	27	181	236	397
자본잉여금	-10	-10	-10	-10	순이익률(%)	0.3	1.9	2.4	3.8
이익잉여금	2,243	2,238	2,275	2,469	지배주주귀속 순이익	20	175	229	386
기타자본항목	-51	8	68	127	기타포괄이익	59	59	59	59
비지배주주지분	134	139	146	158	총포괄이익	86	240	295	457
자본총계	2,370	2,430	2,533	2,798	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	378	887	1,022	1,136	주당지표(원)				
당기순이익	27	181	236	397	EPS	38	328	429	722
유형자산감가상각비	398	400	443	520	BPS	4,189	4,291	4,471	4,945
무형자산상각비	159	182	150	125	CFPS	1,083	1,418	1,540	1,929
지분법관련손실(이익)	9	13	14	14	DPS	360	338	360	360
투자활동 현금흐름	-643	-668	-868	-868	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-375	-600	-800	-800	PER	211.3	21.1	16.2	9.6
무형자산의 처분(취득)	-257	-	-	-	PBR	1.9	1.6	1.6	1.4
금융상품의 증감	64	-	-	-	PCR	7.5	4.9	4.5	3.6
재무활동 현금흐름	262	-469	-322	-299	EV/EBITDA	8.5	7.4	6.4	5.4
단기금융부채의증감	322	-274	-37	-14	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	201	52	-26	-25	ROE	0.9	7.7	9.8	15.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.4	9.1	10.3	11.2
배당금지급	-194	-180	-192	-192	부채비율	283.9	275.4	266.1	246.7
현금및현금성자산의증감	25	-206	-124	14	순부채비율	111.6	108.2	106.1	94.1
기초현금및현금성자산	1,404	1,429	1,223	1,100	매출채권회전율(x)	7.5	7.0	6.8	7.1
기말현금및현금성자산	1,429	1,223	1,100	1,114	재고자산회전율(x)	9.7	9.6	9.5	9.5

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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-