

한온시스템(018880)

태풍이 휩쓸고 간 자리, 안 좋은 건 모두 반영 완료

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|------------|
| 목표주가(12M) | 6,000원(유지) |
| 증가(2024.11.08) | 4,040원 |
| 상승여력 | 48.5 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|--------------|
| 자본금 | 53십억원 |
| 발행주식수 | 53,380만주 |
| 시가총액 | 2,157십억원 |
| 외국인지분율 | 8.3% |
| 52주 주가 | 3,740~7,510원 |
| 60일평균거래량 | 1,760,253주 |
| 60일평균거래대금 | 7.0십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-----|-------|-------|
| 절대수익률 | 6.2 | 6.3 | -29.2 | -42.4 |
| 상대수익률 | 7.6 | 7.4 | -23.1 | -48.7 |



[투자포인트]

- 24년 4분기 현대차그룹의 조지아공장 물량, 25년 상반기 Mercedes-Benz향 물량 발생 시작. 두 고객사의 물량은 시스템 단위의 납품. 게다가 유럽 권역에서 환경 규제 대응을 위해 전기차 보조금 제도가 강화되기 시작했다는 점을 감안했을 때 물량 성장은 점차 개선될 것. 물량 효과만 뒷받침된다면 그 동안 노력한 조직효율화 활동의 효과가 두드러질 수 있음. 게다가 물류비 부담은 24년 3분기를 고점으로 점차 완화될 것으로 기대. 고객사로부터의 리커버리가 이익의 변동성을 높이고 있지만, 일시적인 보상보다는 단가 인상 협의로 이어지고 있기 때문에 점차 수익성 개선과 안정성이 높아질 것으로 예상
- 목표주가 6,000원, 투자의견 매수 유지. 주요 고객사로의 시스템 납품이 더해지기 시작하며, 물류비 부담도 점차 안정화. 게다가 올해 중으로 주요 투자 건들이 마무리되면서 Capex도 3,000억원 대로 관리되기 시작. 한국타이어테크놀로지와의 유상증자로 이자비용의 숨통도 트여가고 있음. 내년 상반기부터는 물량 효과를 기반으로 점차 이익이 정상화될 것으로 예상하며, 하반기부터는 이자비용을 관리할 여력도 점차 회복될 것으로 기대. 다만 우려스러운 점은 고객사의 물량 부진이 중국 권역에서 두드러지고 있다는 점. 그러나 과점적 위치와 기술력은 변함 없으며, 이는 수주 금액 추이에서 증명

| 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 | 179.4 | 15.0 | 9.3 |
| PBR(배) | 1.6 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| ROE(%) | 2.2 | 0.5 | 6.1 | 9.4 |
| 배당수익률(%) | 0.9 | 7.4 | 7.4 | 7.4 |
| EV/EBITDA(배) | 8.3 | 5.5 | 5.0 | 4.6 |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한온시스템(018880)

<표> 한온시스템의 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 |
| 매출총이익 | 18.2 | 15.3 | 6.0 | 5.0 | 2.7 | 5.4 | 2.2 | 4.4 | 10.8 | 3.7 | 5.9 |
| YoY | 10.5 | 9.8 | 8.7 | 1.6 | 1.9 | 4.0 | 2.0 | 2.0 | 7.4 | 2.5 | 4.5 |
| GPM | 16.1 | 17.6 | 8.6 | 7.5 | 13.2 | 15.2 | 10.0 | 15.0 | 12.2 | 13.3 | 6.0 |
| 영업이익 | 22.1 | 20.1 | 10.4 | 1.9 | -1.6 | 0.0 | -2.0 | 1.0 | 13.1 | -0.6 | 7.4 |
| YoY | 2,142 | 2,837 | 1,892 | 2,211 | 2,201 | 2,328 | 2,140 | 2,572 | 9,082 | 9,240 | 11,037 |
| OPM | 27.0 | 41.5 | -7.4 | -19.3 | 2.7 | -17.9 | 13.1 | 16.3 | 7.2 | 1.7 | 19.4 |
| 세전이익 | 9.2 | 11.7 | 8.1 | 9.0 | 9.2 | 9.1 | 9.0 | 10.0 | 9.5 | 9.3 | 10.5 |
| 지배주주순이익 | 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 |
| NPM | 2.6 | 5.9 | 0.8 | 2.2 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 3.2 | 2.9 | 2.9 | 3.6 |

자료: iM증권 리서치본부

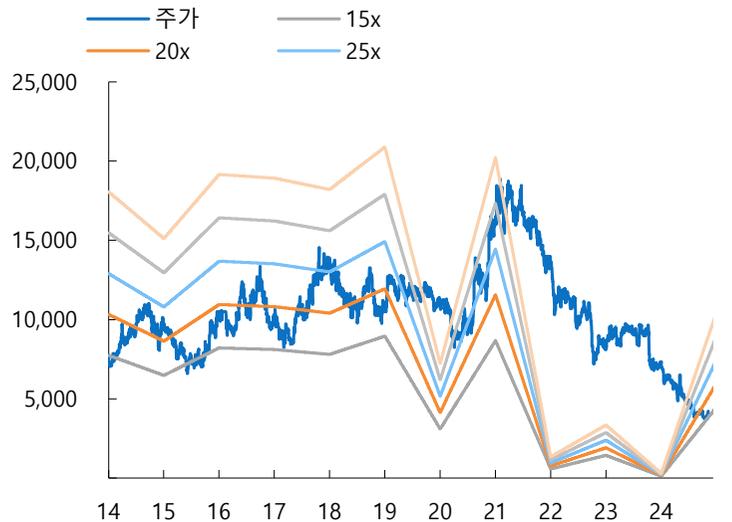
한온시스템(018880)

<표> 한온시스템의 실적 추정치 변경

| (단위: 억원, %, %p) | 신규 추정(a) | | 기존 추정(b) | | GAP(a/b-1) | |
|-----------------|----------|---------|----------|---------|------------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 99,135 | 104,984 | 99,135 | 104,984 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | 2,849 | 3,818 | 2,849 | 3,818 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 348 | 2,484 | 348 | 2,484 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 45 | 1,613 | 45 | 1,613 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익률 | 2.9 | 3.6 | 2.9 | 3.6 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익률 | 0.4 | 2.4 | 0.4 | 2.4 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익률 | 0.0 | 1.5 | 0.0 | 1.5 | 0.0 | 0.0 |

자료: iM증권 리서치본부

<그림> 한온시스템의 12M Fwd P/E 15.6x



자료: iM증권 리서치본부

<표> 한온시스템의 목표주가 6,000원 유지

| (단위: 원, 배, %) | | 비고 |
|---------------------|-------|------------------|
| (a) EPS | 299 | 2025년 eps |
| (b) Target Multiple | 20.0 | 15~17년 P/E 평균 |
| - 적정주가 | 5,971 | (a)*(b) |
| 목표주가 | 6,000 | |
| 현재주가 | 4,040 | 2024-11-08 증가 기준 |
| 상승여력 | 48.5 | |

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | | 3,697 | 3,463 | 3,493 | 3,768 |
| 현금 및 현금성자산 | | 779 | 459 | 312 | 369 |
| 단기금융자산 | | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 매출채권 | | 1,336 | 1,427 | 1,518 | 1,619 |
| 재고자산 | | 1,140 | 1,131 | 1,211 | 1,324 |
| 비유동자산 | | 5,548 | 5,363 | 5,145 | 4,984 |
| 유형자산 | | 2,716 | 2,707 | 2,633 | 2,588 |
| 무형자산 | | 2,126 | 1,937 | 1,779 | 1,649 |
| 자산총계 | | 9,244 | 8,826 | 8,638 | 8,753 |
| 유동부채 | | 3,576 | 3,298 | 3,375 | 3,493 |
| 매입채무 | | 1,308 | 1,357 | 1,437 | 1,559 |
| 단기차입금 | | 967 | 958 | 948 | 939 |
| 유동성장기부채 | | 500 | 177 | 177 | 177 |
| 비유동부채 | | 3,160 | 2,751 | 2,410 | 2,218 |
| 사채 | | 1,413 | 1,131 | 904 | 814 |
| 장기차입금 | | 1,266 | 1,139 | 1,025 | 923 |
| 부채총계 | | 6,736 | 6,049 | 5,785 | 5,711 |
| 지배주주지분 | | 2,372 | 2,639 | 2,690 | 2,838 |
| 자본금 | | 53 | 60 | 60 | 60 |
| 자본잉여금 | | -23 | 336 | 336 | 336 |
| 이익잉여금 | | 2,103 | 1,936 | 1,917 | 1,996 |
| 기타자본항목 | | 238 | 308 | 377 | 446 |
| 비지배주주지분 | | 137 | 139 | 164 | 204 |
| 자본총계 | | 2,508 | 2,777 | 2,853 | 3,042 |

| 현금흐름표 | (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | | 517 | 532 | 753 | 820 |
| 당기순이익 | | 59 | 14 | 186 | 299 |
| 유형자산감가상각비 | | 418 | 426 | 424 | 408 |
| 무형자산상각비 | | 180 | 211 | 177 | 148 |
| 지분법관련손실(이익) | | 12 | 14 | 14 | 15 |
| 투자활동 현금흐름 | | -677 | -398 | -329 | -340 |
| 유형자산의 처분(취득) | | -416 | -417 | -350 | -362 |
| 무형자산의 처분(취득) | | -317 | -21 | -19 | -18 |
| 금융상품의 증감 | | 11 | - | - | - |
| 재무활동 현금흐름 | | -480 | -628 | -601 | -454 |
| 단기금융부채의증감 | | -390 | -332 | -10 | -9 |
| 장기금융부채의증감 | | 167 | -409 | -340 | -193 |
| 자본의증감 | | - | 365 | - | - |
| 배당금지급 | | -185 | -180 | -180 | -180 |
| 현금및현금성자산의증감 | | -651 | -320 | -147 | 57 |
| 기초현금및현금성자산 | | 1,429 | 779 | 459 | 312 |
| 기말현금및현금성자산 | | 779 | 459 | 312 | 369 |

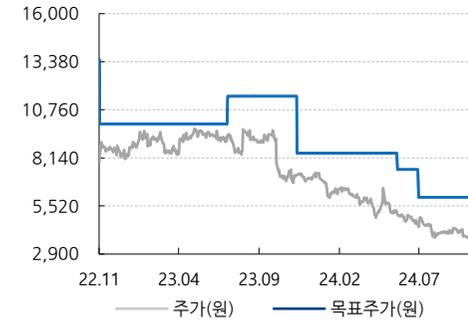
자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

| 포괄손익계산서 | (십억원, %) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | | 9,559 | 9,914 | 10,498 | 11,388 |
| 증가율(%) | | 10.8 | 3.7 | 5.9 | 8.5 |
| 매출원가 | | 8,651 | 8,990 | 9,395 | 10,163 |
| 매출총이익 | | 908 | 924 | 1,104 | 1,226 |
| 판매비와관리비 | | 631 | 639 | 722 | 768 |
| 연구개발비 | | 186 | 193 | 204 | 222 |
| 기타영업수익 | | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | | - | - | - | - |
| 영업이익 | | 277 | 285 | 382 | 458 |
| 증가율(%) | | 8.1 | 2.7 | 34.0 | 20.0 |
| 영업이익률(%) | | 2.9 | 2.9 | 3.6 | 4.0 |
| 이자수익 | | 29 | 17 | 12 | 14 |
| 이자비용 | | 186 | 152 | 137 | 128 |
| 지분법이익(손실) | | 12 | 14 | 14 | 15 |
| 기타포괄이익 | | -59 | -71 | -71 | -71 |
| 세전계속사업이익 | | 145 | 35 | 248 | 399 |
| 법인세비용 | | 86 | 21 | 62 | 100 |
| 세전계속이익률(%) | | 1.5 | 0.4 | 2.4 | 3.5 |
| 당기순이익 | | 59 | 14 | 186 | 299 |
| 순이익률(%) | | 0.6 | 0.1 | 1.8 | 2.6 |
| 지배주주귀속 순이익 | | 51 | 12 | 161 | 259 |
| 기타포괄이익 | | 263 | 69 | 69 | 69 |
| 총포괄이익 | | 322 | 83 | 256 | 368 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | | - | - | - | - |

| 주요투자지표 | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | | 96 | 23 | 269 | 432 |
| BPS | | 4,443 | 4,406 | 4,491 | 4,739 |
| CFPS | | 1,217 | 1,204 | 1,273 | 1,360 |
| DPS | | 316 | 300 | 300 | 300 |
| Valuation(배) | | | | | |
| PER | | 76.3 | 179.4 | 15.0 | 9.3 |
| PBR | | 1.6 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| PCR | | 6.0 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |
| EV/EBITDA | | 8.3 | 5.5 | 5.0 | 4.6 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| ROE | | 2.2 | 0.5 | 6.1 | 9.4 |
| EBITDA이익률 | | 9.2 | 9.3 | 9.4 | 8.9 |
| 부채비율 | | 268.5 | 217.8 | 202.8 | 187.7 |
| 순부채비율 | | 133.5 | 105.4 | 95.4 | 81.0 |
| 매출채권회전율(x) | | 7.3 | 7.2 | 7.1 | 7.3 |
| 재고자산회전율(x) | | 9.1 | 8.7 | 9.0 | 9.0 |

한온시스템 투자이전 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 과리율 | |
|-------------------|------|--------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2022-11-11(담당자변경) | Buy | 10,000 | -12.4% | -4.0% |
| 2023-04-12 | Hold | 10,000 | -6.5% | -2.7% |
| 2023-07-12 | Buy | 11,500 | -26.1% | -15.7% |
| 2023-11-21 | Buy | 8,400 | -26.1% | -13.0% |
| 2024-05-30 | Buy | 7,500 | -35.5% | -32.7% |
| 2024-07-09 | Buy | 6,000 | | |



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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 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)

[투자비용등급공시 2024-09-30기준]

매수
92%

중립(보유)
7.3%

매도
0.7%