

한온시스템(018880)

2H24: 벤츠, 현대차 조지아 물량 Up!

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	7,500원(하향)
증가(2024.05.29)	5,180원
상승여력	44.8 %

Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	2,765십억원
외국인지분율	12.6%
52주 주가	4,880~9,690원
60일평균거래량	1,900,313주
60일평균거래대금	10.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	-16.0	-28.0	-44.9
상대수익률	-6.0	-17.4	-34.2	-49.5



[투자포인트]

■ 목표주가 7,500원 하향, 투자 의견 매수 유지

올해는 상저하고의 흐름이 뚜렷. 2분기는 계절적 성수기로 물량 효과가 회복되며, 3분기부터는 조직 효율화 관련한 영향이 반영되기 시작. 4분기에는 Mercedes-Benz의 물량, 현대차그룹 미국 조지아 전동화 공장 물량이 더해짐. 특히 Mercedes-Benz향으로는 시스템 단위 공급이 시작되기 때문에 믹스 개선에 긍정적. 현대차그룹의 전동화 공장은 하이브리드 혼류 생산을 검토하고 있는 상황이지만, 하이브리드 차량도 전동식 컴프레서로 업그레이드를 하기 때문에 외형 성장에 우려할만한 요인이 크지 않아 보임. 열관리 부품의 전기차 내 중요도와 시장 내 과점적 위치는 여전히 긍정적.

■ 그러나 관건은 수익성. 2024년 중으로 주요 투자 건들이 마무리. Capex는 3,000억원 대로 관리되기 시작하며, 감가상각비도 증분폭이 100억원 대로 낮아짐. 그러나 과거의 수익성을 완전히 회복하기 위해서는 인플레이션 이후 계약된 수주 건들이 매출로 발생하기 시작하는 시점이 중요. 그런 관점에서 Ford의 차세대 전기차 플랫폼 양산 시기 지연은 아쉬움. 게다가 대주주가 한국타이어엔테크놀로지로 변경. 분기배당에서 연간배당으로 변경된 동사의 배당 정책, 한국타이어엔테크놀로지의 주주환원에 대한 약한 의지, 현대차그룹과의 관계 악화 가능성 대두 역시 아쉬울 수 밖에 없음.

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,559	9,985	10,576	11,461
영업이익(십억원)	277	348	479	560
순이익(십억원)	51	146	265	314
EPS(원)	96	270	443	524
BPS(원)	4,443	4,608	4,847	5,167
PER(배)	76.3	19.2	11.7	9.9
PBR(배)	1.6	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	2.2	5.7	9.4	10.5
배당수익률(%)	0.9	6.2	6.2	6.2
EV/EBITDA(배)	8.3	5.6	4.9	4.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한온시스템(018880)

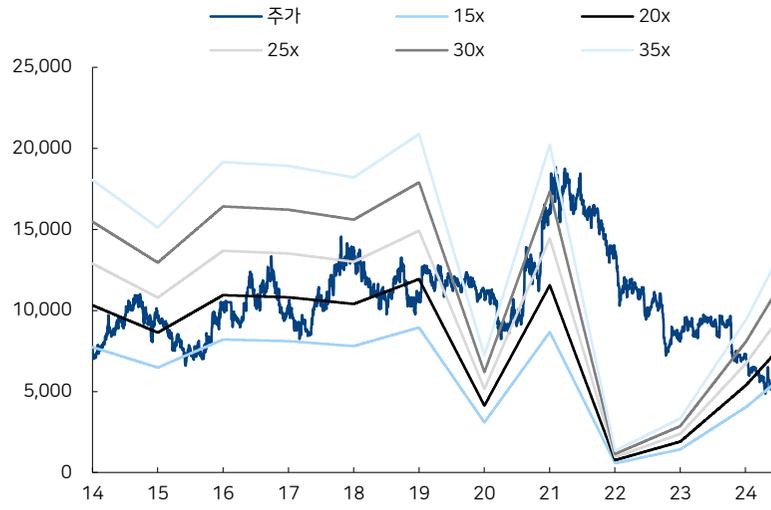
<표1> 한온시스템의 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	24,046	25,094	24,321	26,387	95,593	99,849	105,763
아시아	12,871	13,330	13,619	14,006	13,111	13,997	14,027	14,706	53,826	55,841	58,346
미주	5,798	6,449	6,538	6,240	6,565	6,771	6,865	6,864	25,025	27,065	28,691
유럽	12,853	12,733	12,183	12,882	12,645	13,370	13,402	14,171	50,652	53,587	57,569
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	56.9	54.5	55.8	57.7	55.7	56.3	55.9	55.2
미주	24.8	26.5	28.1	25.3	27.3	27.0	28.2	26.0	26.2	27.1	27.1
유럽	54.9	52.4	52.3	52.3	52.6	53.3	55.1	53.7	53.0	53.7	54.4
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,211	2,201	2,635	2,432	2,903	9,082	10,170	11,122
YoY	27.0	41.5	-7.4	-19.3	2.7	-7.1	28.6	31.3	7.2	12.0	9.4
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	10.5	10.0	11.0	9.5	10.2	10.5
영업이익	602	1,435	180	533	653	832	871	1,119	2,750	3,475	4,793
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	8.4	-42.0	383.1	110.0	7.2	26.4	37.9
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.7	3.3	3.6	4.2	2.9	3.5	4.5
세전이익	666	1,352	-291	-304	208	595	642	870	1,424	2,314	4,083
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	83	386	417	565	510	1,450	2,651
YoY	122.6	668.0	적전	적지	-81.1	-64.0	흑전	흑전	149.4	184.5	82.8
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	1.5	1.7	2.1	0.5	1.5	2.5

자료: 하이투자증권 리서치본부

한온시스템(018880)

<그림1> 한온시스템의 12M Fwd P/E 14.8x



자료 : 하이투자증권 리서치본부

<표2> 한온시스템 목표주가 7,500원 하향

(단위: 원, 배, %)		비고
(a) EPS	359	12개월 선행
(b) Target Multiple	21.0	15~17년 P/E 평균
- 적정주가	7,530	(a)*(b)
목표주가	7,500	
현재주가	5,180	2024-05-29 종가 기준
상승여력	44.8	

자료 : 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		3,697	3,615	3,754	4,080
현금 및 현금성자산		779	592	553	662
단기금융자산		20	20	20	20
매출채권		1,336	1,437	1,529	1,629
재고자산		1,140	1,139	1,220	1,332
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	8,978	8,899	9,064
유동부채		3,576	3,308	3,385	3,503
매입채무		1,308	1,367	1,448	1,569
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	6,058	5,796	5,721
지배주주지분		2,372	2,760	2,903	3,095
자본금		53	60	60	60
자본잉여금		-23	336	336	336
이익잉여금		2,103	2,057	2,130	2,253
기타자본항목		238	308	377	446
비지배주주지분		137	159	200	249
자본총계		2,508	2,919	3,103	3,344

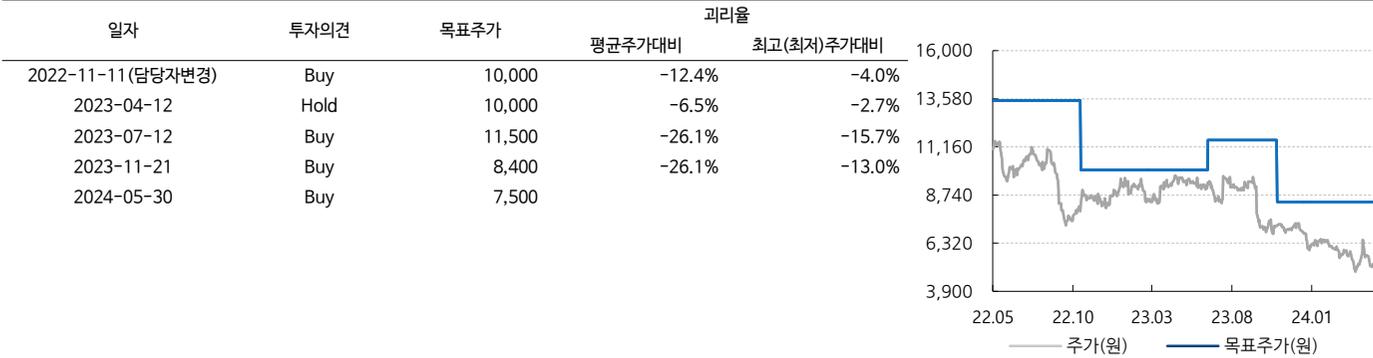
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		517	666	872	884
당기순이익		59	168	306	363
유형자산감가상각비		418	426	424	408
무형자산상각비		180	211	177	148
지분법관련손실(이익)		12	14	14	15
투자활동 현금흐름		-677	-398	-329	-340
유형자산의 처분(취득)		-416	-417	-350	-362
무형자산의 처분(취득)		-317	-21	-19	-18
금융상품의 증감		11	-	-	-
재무활동 현금흐름		-480	-640	-613	-466
단기금융부채의증감		-390	-332	-10	-9
장기금융부채의증감		167	-409	-340	-193
자본의증감		-	365	-	-
배당금지급		-185	-192	-192	-192
현금및현금성자산의증감		-651	-186	-40	109
기초현금및현금성자산		1,429	779	592	553
기말현금및현금성자산		779	592	553	662

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		9,559	9,985	10,576	11,461
증가율 (%)		10.8	4.5	5.9	8.4
매출원가		8,651	8,968	9,464	10,228
매출총이익		908	1,017	1,112	1,233
판매비와관리비		631	669	633	673
연구개발비		186	194	206	223
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		277	348	479	560
증가율 (%)		8.1	25.3	37.9	16.9
영업이익률 (%)		2.9	3.5	4.5	4.9
이자수익		29	22	21	25
이자비용		186	152	137	128
지분법이익(손실)		12	14	14	15
기타영업외손익		-59	-71	-71	-71
세전계속사업이익		145	231	408	484
법인세비용		86	63	102	121
세전계속이익률 (%)		1.5	2.3	3.9	4.2
당기순이익		59	168	306	363
순이익률 (%)		0.6	1.7	2.9	3.2
지배주주귀속 순이익		51	146	265	314
기타포괄이익		263	69	69	69
총포괄이익		322	237	376	432
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)					
EPS		96	270	443	524
BPS		4,443	4,608	4,847	5,167
CFPS		1,217	1,451	1,446	1,452
DPS		316	320	320	320
Valuation (배)					
PER		76.3	19.2	11.7	9.9
PBR		1.6	1.1	1.1	1.0
PCR		6.0	3.6	3.6	3.6
EV/EBITDA		8.3	5.6	4.9	4.4
Key Financial Ratio (%)					
ROE		2.2	5.7	9.4	10.5
EBITDA이익률		9.2	9.9	10.2	9.7
부채비율		268.5	207.5	186.8	171.1
순부채비율		133.5	95.6	80.0	64.9
매출채권회전율(x)		7.3	7.2	7.1	7.3
재고자산회전율(x)		9.1	8.8	9.0	9.0

한온시스템 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



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-mail 등을 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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

시가총액 기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[하이투자증권 투자비용 등급 공시 2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-