

BUY 유지

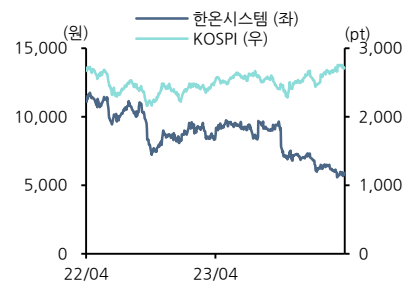
목표주가 유지 8,500원

종가(24.04.15) 5,380원
상승여력 57.9%

Stock Data

KOSPI(04/15)	2,670.4pt
시가총액	28,718억원
액면가	100원
52주 최고가	9,730원
52주 최저가	5,380원
외국인지분율	15.3%
90일 일평균거래대금	52억원
주요주주지분율	
한앤코오토홀딩스(외 2인)	70.0%
유동주식비율	29.9%

Stock Price



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

부담을 덜어내기에는 이른 시점

투자의견 매수, 목표주가 8,500원 유지

한온시스템에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 8,500원으로 유지한다. 글로벌 EV 판매량 성장세가 소폭 둔화되는 가운데, 이미 대규모 CAPEX 투자가 집행된 EV향 열관리시스템 사업에 대한 영향은 불가피하다. 과거 수준의 영업이익률 회복까지는 시일이 걸릴 것으로 예상하나, 현대차그룹의 물량의 꾸준한 성장 추이를 지켜볼 필요가 있다.

4Q23 매출은 2.3조원, 영업이익 609억 원 예상

2023년 4분기 매출액은 2.3조 원(+3.9% YoY), 영업이익 609억 원 (+1.4% YoY) 으로 컨센서스(Fnguide 12/31 기준 영업이익 781억원) 하회 전망한다. 해외 고객사들의 EV 생산량 부진과 높은 고정비 부담이 주요 원인으로 파악된다. 물론, 주요 시장에서 기존의 ICE 차량판매가 HEV 혹은 PHEV로 전환되는 측면은 동사에게 P 증가와 관련된 호재이다. 다만, 2019 - 2023년 동안 집행된 CAPEX 투자의 규모는 2조원이다. 현대차그룹의 EV향 물량이 꾸준히 증가한다는 점은 긍정적이지만, 현재의 이익규모 대비 투자비용의 회수까지는 더 많은 시간이 소요될 것으로 예상된다.

중장기 이익 목표달성 지연, 비용절감을 통한 수익성 개선 필요

현대차의 HMGMA의 가동에 따른 북미 현지 추가매출 발생시점은 2024년 4분기로 예상된다. Ford의 향후 EV플랫폼 관련 본격적인 매출 발생은 2026년을 바라보고 있다. 동사는 2023년 3분기 중 사업운영 효율화, 공급망 최적화, 원가 상승분 고객 전가 등 수익성 개선 목표를 제시했다. 이 중 인력효율화는 2024년 1분기 기준 50% 이상 진행되어, 하반기부터 절감효과 발생할 것으로 예상된다. CAPEX 피크 구간을 지나는 가운데, 비용 관리를 통한 수익성 개선의 이행 속도가 더욱 중요해졌다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	8,628	257	20	38	211.3	8.8	1.9	0.9	4.4
2021	9,559	277	51	96	76.3	8.3	1.6	2.2	4.9
2022E	10,030	375	242	453	11.9	6.5	1.3	10.7	6.7
2023E	10,884	631	368	690	7.8	5.1	1.2	16.5	6.7
2024E	11,973	990	616	1,154	4.7	3.8	1.0	24.3	6.7

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

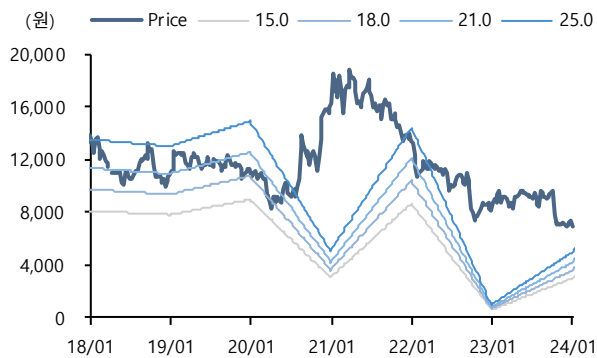
표 1. 한온시스템 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023(F)	2024(F)	2025(F)
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,436	2,529	2,460	2,605	9,559	10,030	10,884
아시아	1,287	1,333	1,362	1,421	1,313	1,388	1,357	1,485	5,403	5,543	6,227
미주	580	645	654	621	919	855	913	908	2,500	3,595	3,781
유럽	1,285	1,273	1,218	1,340	1,050	1,142	1,148	1,185	5,117	4,526	4,819
연결조정	(812)	(822)	(907)	(920)	(845)	(856)	(958)	(973)	(3,461)	(3,633)	(3,942)
매출원가	2,126	2,145	2,138	2,241	2,217	2,281	2,194	2,306	8,651	8,998	9,600
%, 매출원가율	90.8	88.3	91.9	91.0	91.0	90.2	89.2	88.5	90.2	89.2	88.5
판매비	154	140	169	168	158	169	162	167	631	657	653
%, 판매비율	6.6	5.8	7.3	6.5	6.7	6.6	6.4	6.4	6.6	6.4	6.4
영업이익	60	143	20	53	61	78	103	133	277	375	631
% 영업이익률	2.6	5.9	0.9	2.2	2.5	3.1	4.2	5.1	3.1	4.2	5.1
세전이익	67	135	(27)	(30)	35	58	81	126	145	300	458
순이자손익	53	51	50	61	56	55	55	56	215	222	216
환관련손익	60	27	16	(39)	44	28	55	34	64	161	56
당기순이익	45	111	(42)	(55)	28	47	65	102	59	242	369

자료: 한온시스템,상상인증권

그림1. 한온시스템의 PER Band



자료: 한온시스템,상상인증권

그림2. 한온시스템의 PBR Band



자료: 한온시스템,상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,194.8	3,696.9	3,465.3	3,706.9	4,660.9
현금 및 현금성자산	1,429.1	778.6	309.8	226.5	864.1
매출채권	1,262.4	1,287.7	1,418.2	1,581.3	1,739.4
재고자산	971.9	1,140.4	1,227.1	1,368.2	1,505.1
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,576.4	5,461.4	5,368.7
관계기업투자등	83.4	85.4	88.9	92.5	96.3
유형자산	2,371.4	2,716.5	2,662.7	2,468.1	2,298.6
무형자산	1,923.1	2,126.0	2,180.1	2,229.8	2,275.6
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,041.7	9,168.3	10,029.6
유동부채	4,021.1	3,576.1	3,567.1	3,529.4	3,990.7
매입채무	1,850.5	1,905.8	1,948.1	2,172.1	2,389.3
단기금융부채	1,994.1	1,475.9	1,416.7	1,146.9	1,382.3
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,192.3	3,180.6	3,157.1
장기금융부채	2,322.7	2,710.2	2,724.9	2,694.6	2,651.9
부채총계	6,728.9	6,735.9	6,759.3	6,710.0	7,147.8
지배주주지분	2,236.0	2,371.7	2,145.6	2,321.5	2,745.0
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	2,152.5	2,328.4	2,752.0
비지배주주지분	133.9	136.8	136.8	136.8	136.8
자본총계	2,369.9	2,508.5	2,282.4	2,458.3	2,881.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	378.3	517.4	436.5	913.7	1,137.0
당기순이익(손실)	26.7	58.9	240.8	366.9	613.7
현금수익비용가감	872.3	895.1	382.0	638.8	613.3
유형자산감가상각비	398.4	418.1	463.8	439.5	408.5
무형자산상각비	159.5	180.3	182.4	186.7	190.7
기타현금수익비용	314.5	-115.3	-888.0	-243.3	-0.2
운전자본 증감	-373.1	-193.5	-186.3	-92.0	-90.0
매출채권의 감소(증가)	-218.4	-21.0	-130.4	-163.1	-158.1
재고자산의 감소(증가)	-167.8	-140.4	-86.7	-141.1	-136.8
매입채무의 증가(감소)	239.2	27.8	42.2	224.0	217.2
기타영업현금흐름	-226.0	-59.9	-11.3	-11.8	-12.3
투자활동 현금흐름	-643.3	-677.3	-668.6	-504.8	-500.0
유형자산 처분(취득)	-374.9	-416.3	-410.0	-245.0	-239.0
무형자산 감소(증가)	-256.6	-316.9	-236.5	-236.5	-236.5
투자자산 감소(증가)	-11.7	24.5	3.0	2.9	2.7
기타투자활동	-0.1	31.5	-25.2	-26.2	-27.2
재무활동 현금흐름	262.0	-480.3	-236.6	-492.2	0.6
차입금의 증가(감소)	456.2	-295.2	-44.5	-300.1	192.7
자본의 증가(감소)	-194.2	-192.1	-192.1	-192.1	-192.1
배당금 지급	194.2	192.1	192.1	192.1	192.1
기타재무활동	0.0	7.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.4	-650.6	-468.7	-83.3	637.5
기초현금	1,403.8	1,429.1	778.6	309.8	226.5
기말현금	1,429.1	778.6	309.8	226.5	864.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,627.7	9,559.3	10,030.4	10,884.4	11,972.8
매출원가	7,780.6	8,651.1	8,998.0	9,600.0	10,264.7
매출총이익	847.1	908.2	1,032.4	1,284.4	1,708.1
판매비와 관리비	590.5	630.9	656.9	653.1	718.4
영업이익	256.6	277.3	375.5	631.3	989.8
EBITDA	814.5	875.7	1,021.6	1,257.6	1,589.0
금융손익	-58.6	-92.9	-27.5	-126.5	-178.4
관계기업등 투자손익	8.9	12.5	7.2	7.2	7.2
기타영업외손익	-109.7	-52.2	-56.7	-57.3	-57.8
세전계속사업이익	97.2	144.6	298.4	454.7	760.7
계속사업법인세비용	70.4	85.7	57.7	87.9	147.0
당기순이익	26.7	58.9	240.8	366.9	613.7
지배주주순이익	20.4	51.0	241.5	368.0	615.7
매출총이익률 (%)	9.8	9.5	10.3	11.8	14.3
영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.7	5.8	8.3
EBITDA 마진률 (%)	9.4	9.2	10.2	11.6	13.3
세전이익률 (%)	1.1	1.5	3.0	4.2	6.4
지배주주순이익률 (%)	0.3	0.6	2.4	3.4	5.1
ROA (%)	0.2	0.6	2.6	4.0	6.4
ROE (%)	0.9	2.2	10.7	16.5	24.3
ROIC (%)	1.4	2.1	5.1	8.5	13.4

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	211.3	76.3	11.9	7.8	4.7
P/B	1.9	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.8	8.3	6.5	5.1	3.8
P/S	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
배당수익률 (%)	4.4	4.9	6.7	6.7	6.7
성장성 (%)					
매출액 증가율	17.4	10.8	4.9	8.5	10.0
영업이익 증가율	-21.2	8.1	35.4	68.1	56.8
세전이익 증가율	121.2	48.8	106.4	52.4	67.3
지배주주순이익 증가율	-91.3	120.2	308.9	52.4	67.3
EPS 증가율	-98.3	149.5	373.8	52.4	67.3
안정성 (%)					
부채비율	283.9	268.5	296.2	273.0	248.0
유동비율	104.3	103.4	97.1	105.0	116.8
순차입금/자기자본	121.4	135.2	167.1	146.3	109.4
영업이익/금융비용	2.4	1.5	1.8	3.1	5.0
총차입금 (십억원)	4,316.8	4,186.1	4,141.6	3,841.5	4,034.2
순차입금 (십억원)	2,876.1	3,391.1	3,814.7	3,597.2	3,151.6
주당지표 (원)					
EPS	38	96	453	690	1,154
BPS	4,189	4,443	4,019	4,349	5,142
SPS	16,163	17,908	18,790	20,390	22,429
DPS	360	360	360	360	360

한온시스템 목표주가 추이 및 투자 의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:유민기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자 의견 기준 및 기간	투자 등급	투자 의견 비율	비고	구분	투자 의견 기준 및 기간	투자 등급	투자 의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자 등급 3 단계 향후 12 개월 시장 대비 상대 수익률	Overweight (비중 확대)	76.9%	시가총액 대비 비중 확대	기업 (Company)	투자 등급 3 단계 향후 12 개월 절대 수익률	BUY	95.5%	절대 수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대 수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중 축소)	0.0%	시가총액 대비 비중 축소			SELL	0.0%	절대 수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		