

한온시스템 (018880)

수익성 개선 활동 후를 기대해보자

1Q24(P): 매출액 2.4조원, 영업이익 650억원

영업이익, Consensus(650억원) 부합

매출액 yoy +3% 증가, qoq -2% 감소. 영업이익 yoy +8%, qoq +23% 증가. 매출액이 계절적 비수기(영업일수 등) 영향으로 전분기비 감소했지만 우호적인 환율 환경과 가격 정상화 등에 힘입어 전년동기비로는 증가. 영업이익은 환율 영향을 제외할 시 전년동기비 감소 요인이 발생했으나 매출액과 마찬가지로 환율이 긍정적 효과를 나타내며 전년동기비 증가. 비용 측면에서는 운반비가 전년동기비 200억원 감소하며 원가 부담을 낮췄던 것으로 파악. 매출액 대비 운반비 비중은 '23년 3.3%, 1Q23 3.5%를 기록했으며 이번 분기는 2.5%를 기록한 것으로 추정.

1대 주주 변경에 따른 영향은 지켜보아야...

동사의 2대 주주(지분율 19.5%)였던 한국타이어엔테크놀로지는 1대 주주(지분율 50.5%)인 한앤코오토홀딩스와의 주식매매계약(주당 10,250원, 매매대금 약 1.37조원)을 체결했으며 이와 동시에 유상증자(약 3,700억원) 통해 1대 주주(지분율 50.5%)로 올라설 예정. 한앤코오토홀딩스는 주식매매계약과 유상증자 이후 지분율이 22.7%로 하락. 유상증자로 증가할 주식수는 기존 주식수 대비 약 12%로 동사는 증자 금액 중 채무상환에 2,000억원, 운영자금으로 1,700억원을 활용할 계획. 동사 입장에서는 차입금 상환 부문은 긍정적이라 할 수 있으나 1대 주주 변경에 따른 영향은 시간을 두고 지켜보아야 할 것으로 판단.

수익성 개선 활동, 수치로는 '24년보다 '25년에 확인 가능

'24년은 지난해 11월 발표한 수익성 개선 활동이 이어지며 일회성 비용 등이 발생할 것으로 예상되나 물류비 감소 및 우호적 환율 환경으로 영업이익이 증가할 것으로 추정. 다만, 개선될 수익성 대비 Valuation에 대한 부담은 존재. 12M fwd EPS 기준 Target PER 16x를 적용하여 목표주가를 8,000원에서 6,400원으로 조정.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가 **6,400원 (D)**

현재주가 (5/9) **5,700원**

상승여력 **12%**

시가총액	30,427억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	1,505,884주
52주 고/저	9,730원 / 4,880원
외인지분율	13.74%
배당수익률	4.33%
주요주주	한앤코오토홀딩스

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.6)	(10.9)	(40.6)
상대	(3.8)	(14.0)	(45.0)
절대 (달러환산)	(4.6)	(13.7)	(42.6)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,405	2.7	-2.4	2,384	0.9
영업이익	65	7.8	21.8	65	-0.2
세전계속사업이익	21	-68.8	흑전	35	-40.6
지배순이익	8	-81.1	흑전	29	-71.7
영업이익률 (%)	2.7	+0.1 %pt	+0.5 %pt	2.7	0
지배순이익률 (%)	0.3	-1.6 %pt	흑전	1.2	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	8,628	9,559	9,919	10,131
영업이익	257	277	354	472
지배순이익	20	51	165	273
PER	268.3	90.7	18.5	11.1
PBR	2.5	1.9	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.4	9.3	6.6	5.9
ROE	0.9	2.2	6.8	10.7

자료: 유안타증권

[표-1] 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	9,559	9,919	10,131	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	-2.3%	2.7%	2,581	2,475	2,458
지역별 비중													
한국	27%	28%		28%	28%	25%	27%	28%	1%p	0%p			
아시아(한국 외)	15%	12%		12%	12%	15%	21%	12%	-9%p	0%p			
미주	27%	28%		27%	23%	34%	24%	28%	4%p	1%p			
유럽	31%	32%		33%	37%	26%	28%	32%	4%p	-1%p			
고객사별 비중													
HMG	47%	47%		48%	48%	45%	47%	47%	0%p	-1%p			
Ford	12%	12%		12%	12%	12%	12%	12%	0%p	0%p			
VW	10%	11%		10%	10%	10%	10%	11%	1%p	1%p			
GM	7%	6%		6%	6%	9%	7%	6%	-1%p	0%p			
Stellantis	4%	4%		4%	4%	4%	4%	4%	0%p	0%p			
기타	20%	20%		20%	20%	20%	20%	20%	0%p	0%p			
영업이익	277	354	472	60	144	20	53	65	21.8%	7.8%	98	92	99
이익률	2.9%	3.6%	4.7%	2.6%	5.9%	0.9%	2.2%	2.7%	0.5%p	0.1%p	3.8%	3.7%	4.0%
세전이익	145	230	366	67	135	-27	-30	21	흑전	-68.8%	71	64	75
이익률	1.5%	2.3%	3.6%	2.8%	5.6%	-1.2%	-1.2%	0.9%	2.1%p	-2.0%p	2.8%	2.6%	3.0%
지배순이익	51	165	273	44	107	-45	-55	8	흑전	-81.2%	53	48	56
이익률	0.5%	1.7%	2.7%	1.9%	4.4%	-2.0%	-2.2%	0.3%	2.6%p	-1.5%p	2.1%	1.9%	2.3%

자료: 유안타증권, 주: 2024년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,919	10,131	10,298
매출원가	7,781	8,651	8,907	8,984	9,082
매출총이익	847	908	1,013	1,147	1,215
판매비	590	631	658	675	687
영업이익	257	277	354	472	529
EBITDA	814	876	995	1,105	1,162
영업외손익	-159	-133	-124	-106	-104
외환관련손익	34	64	26	67	67
이자손익	-93	-157	-189	-187	-184
관계기업관련손익	9	12	13	13	13
기타	-110	-52	26	0	0
법인세비용차감전순이익	97	145	230	366	425
법인세비용	70	86	59	84	98
계속사업순이익	27	59	172	282	327
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	59	172	282	327
지배지분순이익	20	51	165	273	317
포괄순이익	86	322	172	282	327
지배지분포괄이익	84	314	167	274	318

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	936	1,075	1,131
당기순이익	27	59	172	282	327
감가상각비	398	418	438	416	405
외환손익	-7	-54	-26	-67	-67
중속, 관계기업관련손익	-9	-12	-13	-13	-13
자산부채의 증감	-373	-194	49	125	135
기타현금흐름	342	300	317	333	344
투자활동 현금흐름	-643	-677	-681	-672	-666
투자자산	-10	5	-11	-12	-5
유형자산 증가 (CAPEX)	-385	-481	-370	-360	-360
유형자산 감소	10	65	0	0	0
기타현금흐름	-259	-266	-300	-300	-300
재무활동 현금흐름	262	-480	-36	-171	-171
단기차입금	696	-558	0	0	0
사채 및 장기차입금	-111	428	0	0	0
자본	-12	0	0	0	0
현금배당	-194	-185	-36	-171	-171
기타현금흐름	-117	-165	0	0	0
연결범위변동 등 기타	28	-10	-260	-171	-173
현금의 증감	25	-651	-40	60	123
기초 현금	1,404	1,429	779	739	799
기말 현금	1,429	779	739	799	921
NOPLAT	257	277	354	472	529
FCF	-7	36	566	715	771

자료: 유안타증권

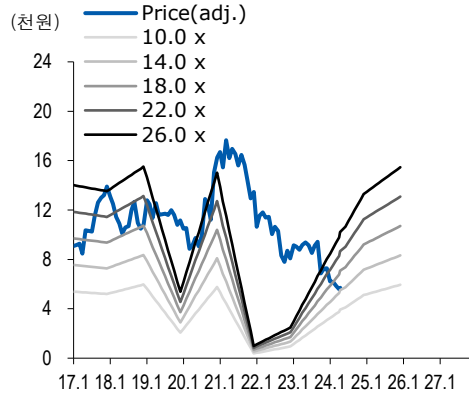
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	3,725	3,829	3,979
현금및현금성자산	1,429	779	739	799	921
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,338	1,362	1,372
재고자산	972	1,140	1,158	1,178	1,187
비유동자산	4,904	5,548	5,587	5,626	5,658
유형자산	2,371	2,716	2,649	2,593	2,547
관계기업 등 지분관련자산	72	81	91	103	109
기타투자자산	29	11	11	11	11
자산총계	9,099	9,244	9,312	9,455	9,636
유동부채	4,021	3,576	3,508	3,541	3,558
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	1,838	1,870	1,885
단기차입금	1,515	967	967	967	967
유동성장기부채	460	500	500	500	500
비유동부채	2,708	3,160	3,160	3,160	3,167
장기차입금	759	1,266	1,266	1,266	1,266
사채	1,547	1,413	1,413	1,413	1,413
부채총계	6,729	6,736	6,668	6,700	6,725
지배지분	2,236	2,372	2,500	2,603	2,749
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,243	2,103	2,232	2,334	2,481
비지배지분	134	137	143	152	162
자본총계	2,370	2,508	2,644	2,754	2,911
순차입금	2,856	3,377	3,417	3,356	3,234
총차입금	4,317	4,186	4,186	4,186	4,186

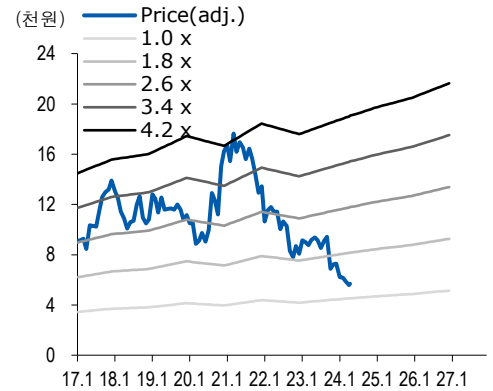
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	38	96	309	512	595
BPS	4,190	4,444	4,685	4,877	5,152
EBITDAPS	1,526	1,640	1,864	2,070	2,177
SPS	16,163	17,908	18,583	18,979	19,291
DPS	360	316	320	320	320
PER	268.3	90.7	18.5	11.1	9.6
PBR	2.5	1.9	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.4	9.3	6.6	5.9	5.5
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	17.4	10.8	3.8	2.1	1.6
영업이익 증가율 (%)	-21.2	8.1	27.8	33.2	12.0
지배순이익 증가율 (%)	-93.4	149.5	223.4	65.6	16.3
매출총이익률 (%)	9.8	9.5	10.2	11.3	11.8
영업이익률 (%)	3.0	2.9	3.6	4.7	5.1
지배순이익률 (%)	0.2	0.5	1.7	2.7	3.1
EBITDA 마진 (%)	9.4	9.2	10.0	10.9	11.3
ROIC	1.5	2.1	4.6	6.3	7.0
ROA	0.2	0.6	1.8	2.9	3.3
ROE	0.9	2.2	6.8	10.7	11.9
부채비율 (%)	283.9	268.5	252.2	243.3	231.0
순차입금/자기자본 (%)	127.7	142.4	136.6	129.0	117.6
영업이익/금융비용 (배)	2.4	1.5	1.7	2.2	2.5

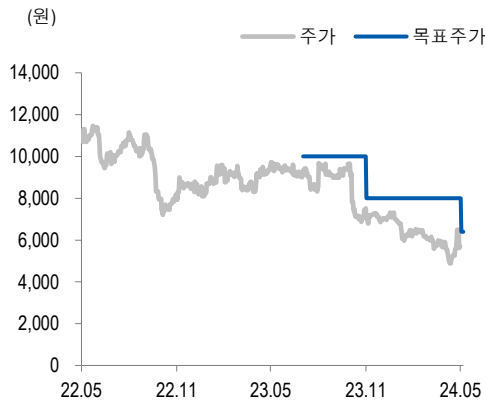
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-05-10	HOLD	6,400	1년		
2023-11-10	HOLD	8,000	1년	-20.63	-8.63
2023-07-11	HOLD	10,000	1년	-13.64	-3.10

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	16.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-05-09

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.