

# 한온시스템 (018880)

## 4Q23 Review: 아쉬운 수익성의 끝이 보인다

### 4Q23 Review: 매출액 2.4조원, 영업이익 532억원 (OPM 2.2%)

2023년 4분기 매출액은 2.4조원(YoY +5.0%), 영업이익 532억원 (YoY -48.9%, OPM 2.2%)으로 시장 기대치(2.4조원, 782억원)를 하회했다.

외형은 고객사들의 고른 성장(HMG/Ford/VW/BMW YoY +8%/+5%/+9%/+46%)에 힘입어 분기 최대 규모를 재경신했다. 북미/유럽 고객사 중심으로 비용 분담 협상을 진행했으나, 북미 UAW 파업으로 인한 효과(140억원)가 수익성 악화를 이끌었다. 수익성은 2.2%를 기록했으며, 일회적인 요인을 제외하면 2.5% 수준으로 추정된다. 당기순손실은 546억원(YoY 적전)으로 순이자비용(470억원), 외화환산손실(170억원)이 부정적으로 작용한 결과이다.

### 곧 해가 뜬다

2023년 매출액은 9.5조원(YoY +10.8%), 영업이익은 2,750억원(YoY +7.2%, OPM 2.9%)으로 3분기에 제시한 가이드언스를 부합하는 수준에서 마무리되었다. 일회성 보증충당금, 4분기 파업 효과를 제외하면 영업이익률은 3.5% 수준이다.

지난 3분기 실적 발표에서도 약속했듯이 올해는 수익성 관리에 힘을 쏟을 예정이다. 상반기까지 1천명 감원 목표를 완료할 예정이기 때문에 관련 비용이 수반될 가능성이 높다. 다만 하반기부터는 뚜렷한 개선세가 기대된다. ① 장기 운송 계약에 따라 운송비 절감 효과가 반영되기 시작한다. 또한 ② 현대차그룹 미국 조지아 공장향, 벤츠 차세대 플랫폼향 물량이 증가하면서 고정비를 상쇄할 수 있다. 하반기부터 본격화될 운송비 절감, 물량 증대를 통한 고정비 절감 효과가 4% 대로의 수익성 회복을 뒷받침할 것으로 보인다.

2023년 연간 xEV 비중은 26% 수준이며, 2024년 하반기를 기점으로 30%에 근접하게 도달할 것으로 예상된다. xEV 비중 30~35%부터는 수익성 개선이 가능하다. 2023년 하반기부터 둔화되기 시작한 전기차 전환 속도가 동사의 xEV 비중 30% 돌파의 시기를 다소 늦췄지만, 그럼에도 전기차의 시대는 다가오고 있다. 특히 2024년 하반기~2025년부터 양산되기 시작하는 차세대 플랫폼은 모듈~시스템 단위의 공급이기 때문에 수익성 기여가 높다. 즉, 2025년부터는 xEV 비중 상승으로 인한 구조적인 수익성 개선이 가능하다. 또한 마그나로부터 인수한 사업부문의 상각과 개발자산의 상각 사이클을 감안했을 때, 2025년부터는 감가상각비 절감도 더해진다. 이에 2025년에는 수익성 5%대로의 개선이 가능할 것으로 보인다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 8,400원 유지

열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과는 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 2023년 하반기부터 전기차 수요가 둔화되면서 12M Fwd P/E는 15.7x까지 떨어졌다. 낮아진 수익성이 주주환원 정책의 확대를 제한하고 있음도 아쉬운 상황이다. 게다가 내년부터는 분기배당에서 연간배당으로 전환될 예정이다. 그러나 수익성 반등의 조짐은 점차 구체화되고 있기 때문에 장기적인 상승 여력은 충분해 보인다. 특히 동사의 수주 잔고는 \$510억으로 75% 이상이 xEV 향 수주이다. 7년 간의 안정적인 외형 성장이 가능한 수준의 수주 잔고이며, 점차 수주가 매출로 연결되면서 xEV 비중 상승세가 가속화되기 시작할 예정이다.

iM하이

하이투자증권 DGB

### Company Brief

## Buy (Maintain)

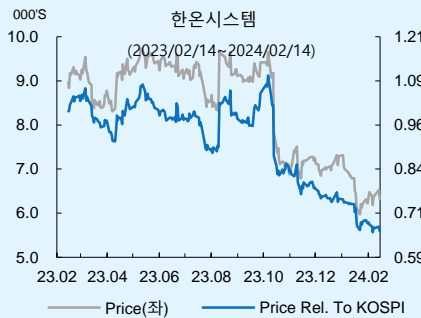
목표주가(12M)	8,400원(유지)
종가(2024.02.14)	6,320원
상승여력	32.9%

### Stock Indicator

자본금	53십억원
발행주식수	53,380만주
시가총액	3,374십억원
외국인지분율	16.0%
52주 주가	5,970~9,730원
60일평균거래량	661,234주
60일평균거래대금	4.5십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-6.9	-34.1	-29.5
상대수익률	-10.7	-14.6	-36.0	-35.8

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	8,628	9,559	9,877	10,695
영업이익(십억원)	257	275	390	539
순이익(십억원)	20	113	211	362
EPS(원)	38	212	396	679
BPS(원)	4,189	4,196	4,384	4,854
PER(배)	211.3	29.8	16.0	9.3
PBR(배)	1.9	1.5	1.4	1.3
ROE(%)	0.9	5.1	9.2	14.7
배당수익률(%)	1.1	1.1	5.1	5.1
EV/EBITDA(배)	8.5	7.9	6.7	5.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[자동차/자동차부품]

조희승 2122-9195 hs.jo@hi-ib.com

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	23,537	25,478	24,228	25,531	86,277	95,593	98,774
아시아	12,871	13,330	13,619	14,473	13,257	13,997	14,300	15,486	50,107	54,293	57,039
미주	5,798	6,449	6,538	6,210	5,972	6,900	6,865	6,831	22,306	24,996	26,569
유럽	12,853	12,733	12,183	13,404	13,239	13,624	13,036	14,610	44,804	51,173	54,509
비중											
아시아	55.0	54.9	58.5	58.8	56.3	54.9	59.0	60.7	58.1	56.8	57.7
미주	24.8	26.5	28.1	25.2	25.4	27.1	28.3	26.8	25.9	26.1	26.9
유럽	54.9	52.4	52.3	54.4	56.2	53.5	53.8	57.2	51.9	53.5	55.2
매출총이익	2,142	2,837	1,892	2,758	2,589	2,879	2,665	2,936	8,471	9,629	11,069
YoY	27.0	41.5	-7.4	0.7	20.9	1.5	40.9	6.5	-2.0	13.7	15.0
GPM	9.2	11.7	8.1	11.2	11.0	11.3	11.0	11.5	9.8	10.1	11.2
영업이익	602	1,435	180	533	598	1,076	983	1,247	2,566	2,750	3,904
YoY	97.7	138.9	-70.8	-48.9	-0.7	-25.0	444.8	133.9	-18.7	7.2	41.9
OPM	2.6	5.9	0.8	2.2	2.5	4.2	4.1	4.9	3.0	2.9	4.0
세전이익	666	1,352	-291	-304	258	708	754	1,005	972	1,424	2,725
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	188	515	548	731	204	510	1,983
YoY	122.6	668.0	적전	82.3	-57.2	-52.0	흑전	흑전	-81.5	149.4	288.9
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.8	2.0	2.3	2.9	0.2	0.5	2.0

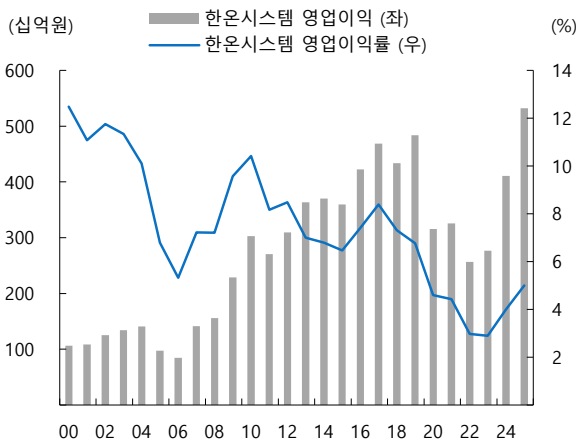
자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

표2. 한온시스템 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	신규 추정(a)		기존 추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2023P	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	95,593	98,774	94,568	97,114	1.1	1.7
영업이익	2,750	3,904	2,764	4,109	-0.5	-5.0
세전이익	1,424	2,725	2,203	2,950	-35.4	-7.6
지배주주순이익	510	1,983	1,677	2,146	-69.6	-7.6
영업이익률	2.9	4.0	2.9	4.2	0.0	-0.3
세전이익률	1.5	2.8	2.3	3.0	-0.8	-0.3
지배주주순이익률	0.5	2.0	1.8	2.2	-1.2	-0.2

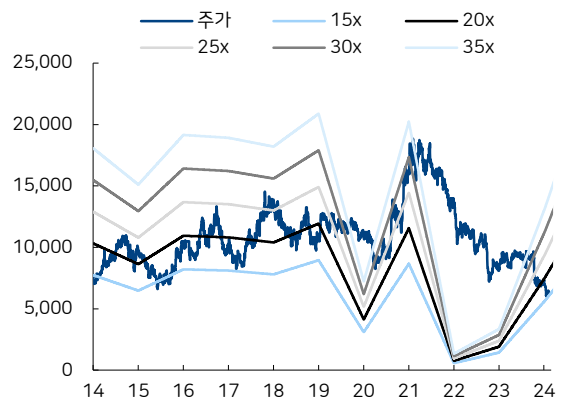
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 23년 영업이익률은 2.9%. 그러나 비용 효율화, 전동화 비중 확대로 24년 4.0% → 25년 5.0% 회복 기대



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 12M Fwd P/E는 15.7배로 역사적 저점



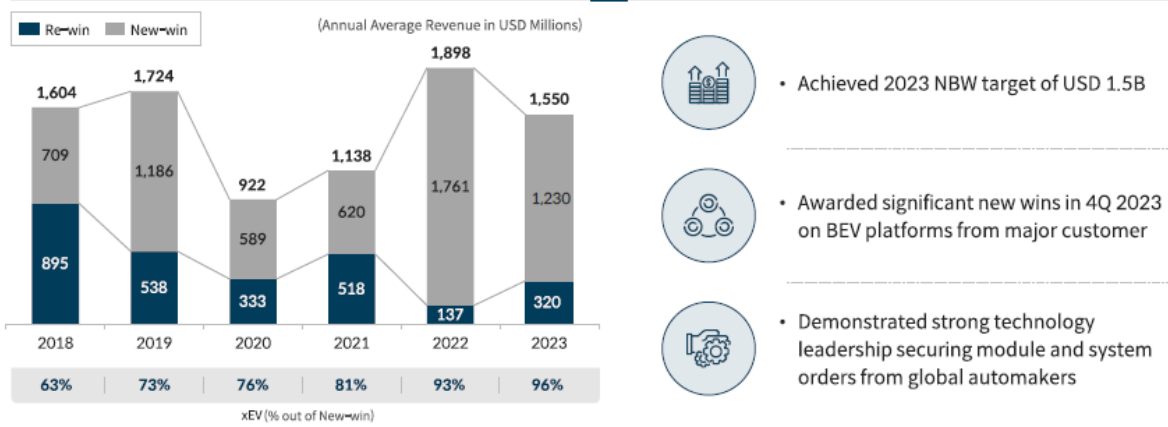
자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 주요 고객사의 차세대 전기차 플랫폼 중심으로 신규 수주 \$15.5억 달성했으며, xEV 비중은 96%에 달함

## New Business Wins Update



### FY 2023 New Business Wins



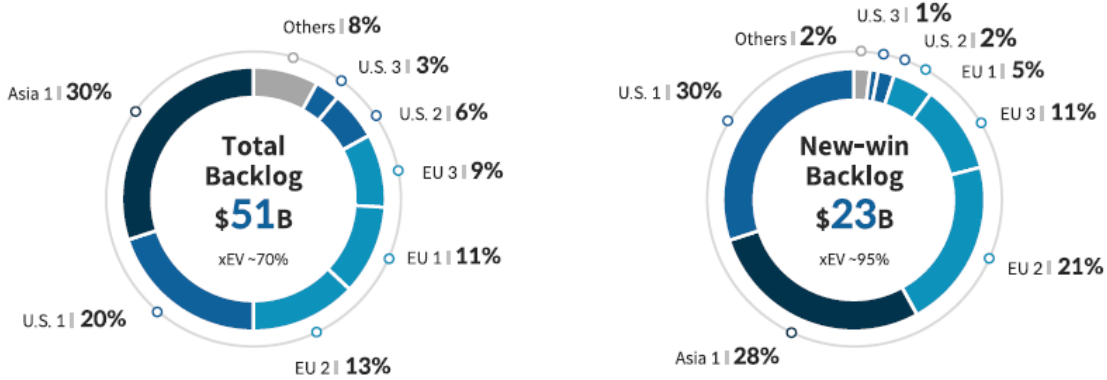
자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 수주 잔고는 \$510억으로 70% 이상이 xEV 향 수주

## Solid Backlog



### FY 2023 Backlog



자료: 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

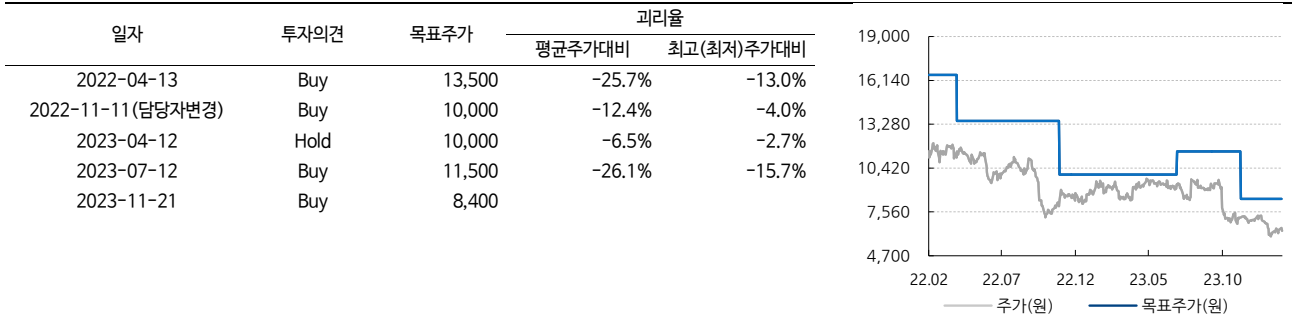
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,195	3,787	3,685	3,871	매출액	8,628	9,559	9,877	10,695
현금 및 현금성자산	1,429	775	625	568	증가율(%)	17.4	10.8	3.3	8.3
단기금융자산	25	25	26	26	매출원가	7,781	8,596	8,770	9,491
매출채권	1,276	1,352	1,405	1,537	매출총이익	847	963	1,107	1,204
재고자산	972	1,138	1,126	1,232	판매비와관리비	590	688	717	665
비유동자산	4,904	5,465	5,661	5,813	연구개발비	184	204	210	228
유형자산	2,371	2,716	3,042	3,298	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,923	2,126	1,983	1,864	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,099	9,252	9,346	9,684	영업이익	257	275	390	539
유동부채	4,021	4,000	4,021	4,129	증가율(%)	-21.2	7.2	41.9	38.0
매입채무	1,231	1,233	1,274	1,380	영업이익률(%)	3.0	2.9	4.0	5.0
단기차입금	1,455	1,673	1,657	1,640	이자수익	13	7	6	5
유동성장기부채	520	260	237	237	이자비용	106	109	107	106
비유동부채	2,708	2,874	2,841	2,809	자본법이익(손실)	9	13	14	14
사채	1,547	1,701	1,667	1,634	기타영업외손익	-65	-59	-59	-59
장기차입금	577	594	600	606	세전계속사업이익	97	142	273	467
부채총계	6,729	6,875	6,862	6,938	법인세비용	70	26	55	93
자배주주지분	2,236	2,240	2,340	2,591	세전계속이익률(%)	1.1	1.5	2.8	4.4
자본금	53	53	53	53	당기순이익	27	117	218	374
자본잉여금	-10	-10	-10	-10	순이익률(%)	0.3	1.2	2.2	3.5
이익잉여금	2,243	2,188	2,229	2,420	지배주주귀속 순이익	20	113	211	362
기타자본항목	-51	8	68	127	기타포괄이익	59	59	59	59
비지배주주지분	134	137	144	155	총포괄이익	86	176	277	433
자본총계	2,370	2,377	2,484	2,746	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	378	615	866	1,067	주당지표(원)				
당기순이익	27	117	218	374	EPS	38	212	396	679
유형자산감가상각비	398	400	474	544	BPS	4,189	4,196	4,384	4,854
무형자산상각비	159	182	165	138	CFPS	1,083	1,301	1,593	1,957
지분법관련손실(이익)	9	13	14	14	DPS	360	316	320	320
투자활동 현금흐름	-643	-1,197	-889	-888	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-375	-744	-800	-800	PER	211.3	29.8	16.0	9.3
무형자산의 처분(취득)	-257	-385	-21	-20	PBR	1.9	1.5	1.4	1.3
금융상품의 증감	64	-	-	-	PCR	7.5	4.9	4.0	3.2
재무활동 현금흐름	262	-105	-305	-281	EV/EBITDA	8.5	7.9	6.7	5.6
단기금융부채의증감	322	-41	-40	-17	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	201	172	-28	-27	ROE	0.9	5.1	9.2	14.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.4	9.0	10.4	11.4
배당금지급	-194	-169	-171	-171	부채비율	283.9	289.2	276.2	252.6
현금및현금성자산의증감	25	-655	-149	-57	순부채비율	111.6	144.2	141.3	128.3
기초현금및현금성자산	1,404	1,429	775	625	매출채권회전율(x)	7.5	7.3	7.2	7.3
기말현금및현금성자산	1,429	775	625	568	재고자산회전율(x)	9.7	9.1	8.7	9.1

자료 : 한온시스템, 하이투자증권 리서치본부

한온시스템 투자이건 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 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-