



# 한온시스템 (018880)

[2Q24 Preview] 영업실적은 꾸준히 개선

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 7,500원

현재 주가(7/5)	4,665원
상승여력	▲60.8%
시가총액	24,902억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	9,690 / 4,560원
90 일 일평균 거래대금	146.16억원
외국인 지분율	11.0%

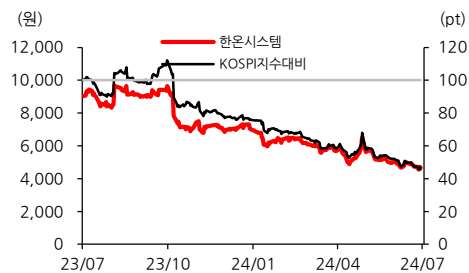
주주 구성	
한앤코오도홀딩스 (외 2 인)	70.0%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.7	-17.7	-33.2	-49.0
상대수익률(KOSPI)	-13.1	-23.2	-44.2	-60.0

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,628	9,559	9,971	10,679
영업이익	257	277	310	430
EBITDA	814	876	880	982
지배주주순이익	20	51	57	118
EPS	38	96	106	220
순차입금	2,876	3,391	3,460	2,901
PER	211.3	76.3	42.2	20.4
PBR	1.9	1.6	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.8	8.3	6.6	5.4
배당수익률	4.4	4.4	7.1	7.6
ROE	0.9	2.2	2.5	5.4

주가 추이



매출액 2.54조원(+4.6% YoY), 영업이익 945억원(-34.1 YoY) 전망

동사 2Q 매출액은 2Q 기준 최대 매출을 경신할 전망. 현대차/기아 등 주요 고객향 물량 증가, 단가 리커버리 및 예상 대비 달러화 강세 지속에 따른 긍정적 환율 효과가 매출 증가에 기여할 것으로 예상.

영업이익은 코로나 이후 물량 정상화에 따른 호실적을 기록했던 2Q23 기저 효과(1,435억원, OPM 5.8%) 및 그동안 진행된 대규모 전동화 투자로 올해 까지 지속될 감가상각비 증분 영향은 불가피하나, 원화 약세에 따른 환율 효과 및 운영 효율화에 따른 비용 절감 등이 2Q에 반영되며 1Q 대비 개선된 OPM 3.7%(1.0%p QoQ, -0.4%p YoY), EBITDA는 10.2% 기록 전망.

하반기 EV3향 4세대 열관리 모듈 공급 통해 실적 개선 가시화

동사의 매출 구조는 안정적 수주잔고(510억 달러, 약 66조원) 바탕으로 매 분기 최대 매출을 경신하고 있으며, 1Q24 Re-Win 수주가 2023년 연간 Re-Win 수주 규모를 초과했을 만큼 안정적 고객 기반을 증명. 현대차그룹을 시작으로 메르세데스-벤츠, BMW 등 BEV 신규 모델에 대한 동사 열관리 모듈 물량 공급이 본격화 중이며 2H24부터는 냉각수 모듈(배터리 등의 열관리 담당)과 냉매모듈(HVAC 열관리 담당)이 통합된 4세대 열관리 모듈 전개 예정. 이는 배터리 칠러의 온도 변화를 극대화하기 위해 냉매의 상변화를 활용하는 방식으로 동사 열관리 모듈 역할이 확대됨을 의미. 단기적으로는 기아 EV3향 물량 공급에 주목 필요. 경제형 EV인 EV3는 더 많은 잠재 고객이 존재하는 대중화 시장을 타깃으로 함에 따라 여타 모델 대비 열관리 모듈 공급 물량 효과가 클 것으로 기대. 또한, EV3는 히트펌프/전동컴프레서 등을 기반으로 하는 동사의 열관리 핵심 부품이 기본화 적용됨에 따라 경제형 모델임에도 불구하고 차종당 ASP 증가 효과 기대 가능.

목표주가 7,500원 및 투자의견 Buy 유지

인력 효율화, 물류비 절감, 원가 리커버리 등 고강도 수익성 개선 Action Plan이 올해까지 지속 이행 중이며, 전동화 전환에 따른 매년 4~500억원 수준의 대규모 CAPEX/감가상각비 증가도 2017~18년 CAPEX가 올해부터 완전 상각되며 2025년부터 증가 폭 둔화 예상. 하반기 한국타이어엔테크놀로지 제3차 배정 방식 유상증자(3,650억원 규모) 통한 부채 감소 및 긍정적 차환 금리 조정 등으로 이자비용 증가에 대한 리스크도 해소 기대. 이에, 목표주가 및 투자의견 Buy 유지.

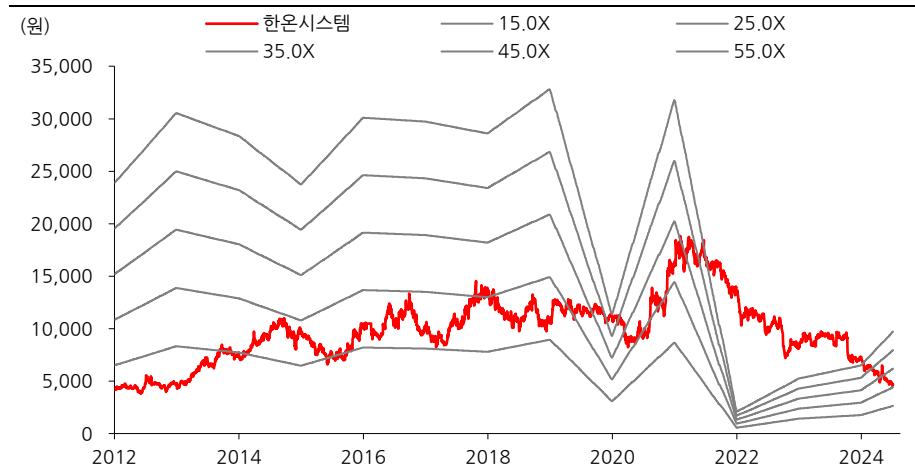
[표1] 한온시스템 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	한온시스템	설명
EPS(FY1)	106	지배주주순이익, 보통주 기준
EPS(12M FWD)	153	
BPS(FY1)	4,124	
BPS(12M FWD)	4,112	
Target PER	35	동사 최근 10년 12M FWD PER 밴드의 중단
Target PBR	2.3	동사 최근 10년 12M FWD PBR 밴드의 중단
적정주가	5,355	Target PER 적용
	9,458	Target PBR 적용
<b>목표주가</b>	<b>7,500</b>	<b>Target PER/PBR 적용 적정주가 평균</b>
현주가	4,665	7/5 증가 기준
상승여력	60.8	

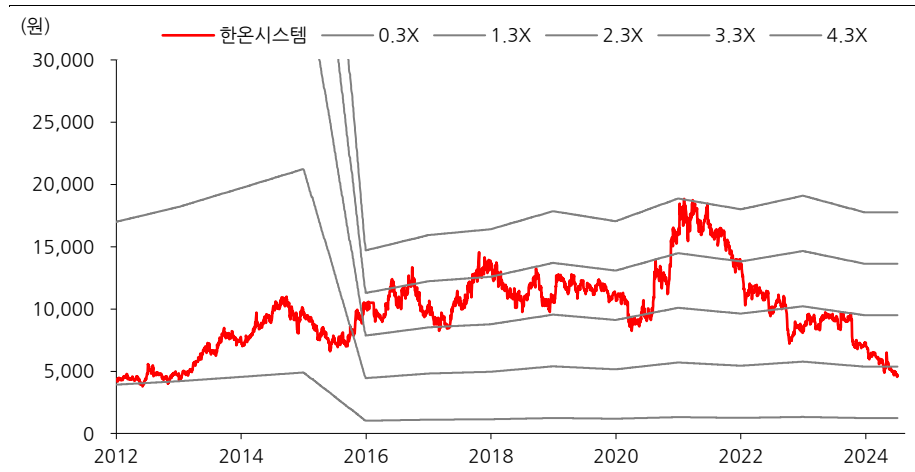
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

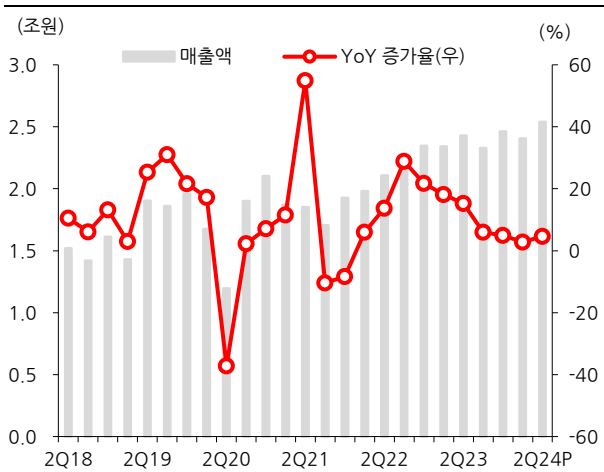
[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,340	2,429	2,327	2,463	2,405	2,541	2,461	2,564	9,559	9,971	10,679
% YoY	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	4.6	5.7	4.1	10.8	4.3	7.1
매출총이익	214.2	283.7	189.2	221.1	220.1	255.1	225.4	252.6	908	953	1,102
% YoY	19.9	41.5	-7.4	-16.2	2.7	-10.1	19.2	14.3	7.2	5.0	15.6
영업이익	60	143	20	53	65	94	69	81	277	310	430
% YoY	97.7	138.8	-67.2	-48.9	8.5	-34.1	240.5	52.3	8.1	11.8	38.8
세전이익	67	135	-27	-30	21	45	-13	49	145	101	197
% YoY	122.6	827.6	-204.8	-212.5	-68.8	-67.0	-50.5	-262.0	48.8	-29.9	94.0
지배주주순이익	44	107	-45	-55	8	27	-8	30	51	57	118
% YoY	122.6	668.0	-369.7	82.3	-81.1	-75.0	-82.4	-154.0	149.5	11.1	107.5
GPM	9.2	11.7	8.1	9.0	9.2	10.0	9.2	9.8	9.5	9.6	10.3
OPM	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	3.7	2.8	3.2	2.9	3.1	4.0
NPM	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	1.1	-0.3	1.2	0.5	0.6	1.1

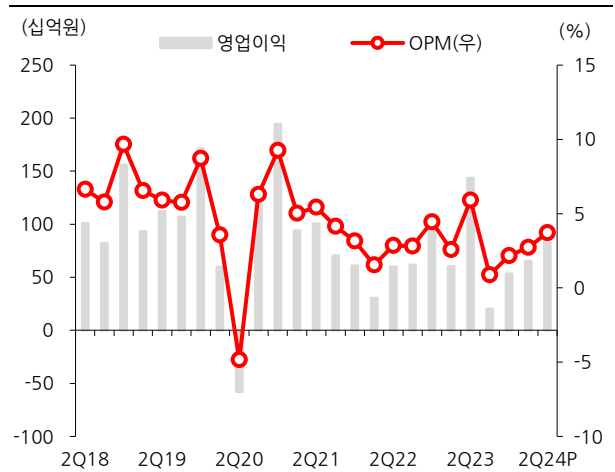
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 매출액 추이 및 전망



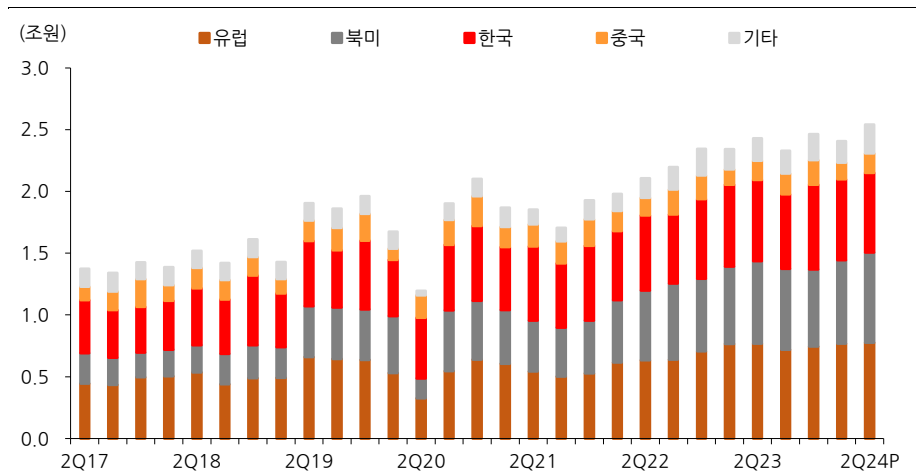
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



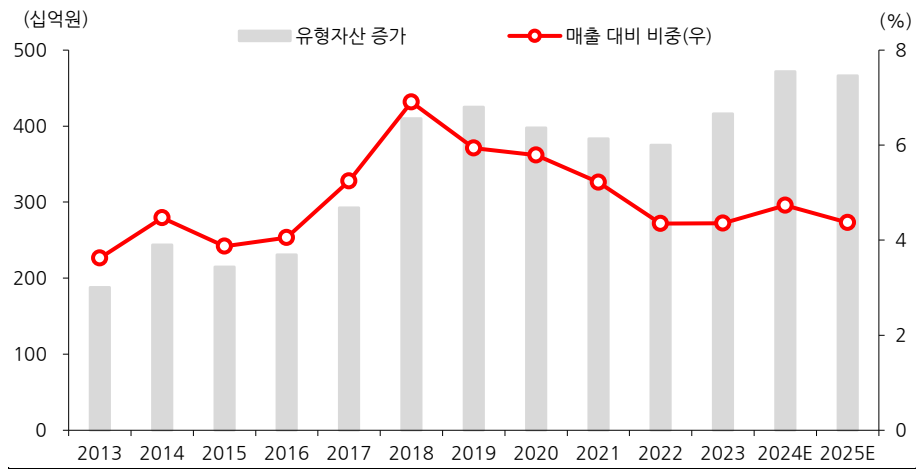
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한온시스템 지역별 매출액 추이



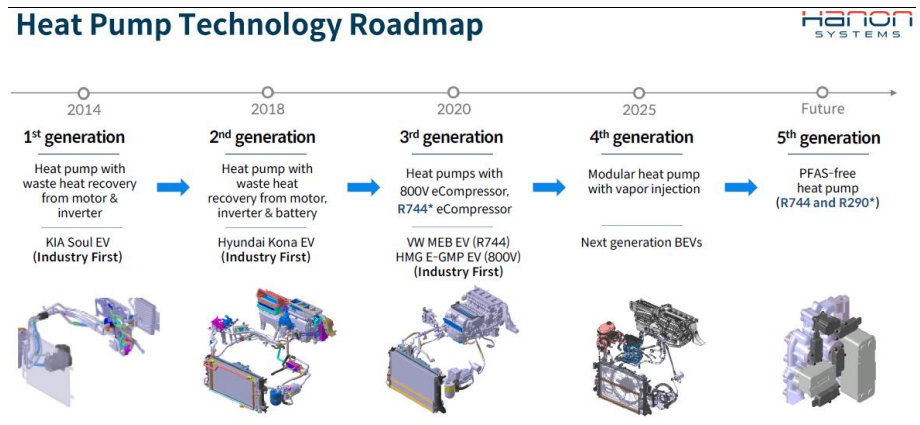
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한온시스템 연도별 감가상각비(D&A) 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

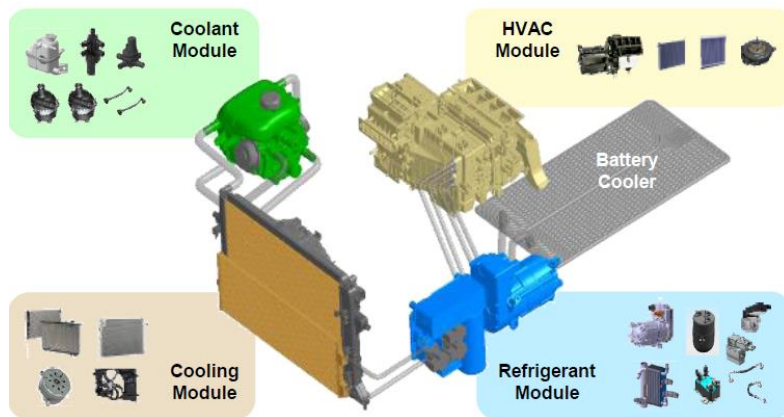
[그림7] 한온시스템 4 세대 열관리 모듈 - EV3 에 기본화 적용 예정



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한온시스템 4 세대 열관리 모듈 - 기존 분리된 냉매(Refrigerant) 모듈, 냉각수(Coolant) 모듈 HW 및 제어밸브를 통합한 형태를 의미(아래는 기존의 분리된 모듈 구조도)

Architecture of BEV Modular Heat Pump System



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서** (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,351	8,628	9,559	9,971	10,679
매출총이익	849	847	908	953	1,102
영업이익	326	257	277	310	430
EBITDA	834	814	876	880	982
순이자손익	-79	-93	-157	-206	-183
외화관련손익	32	34	64	83	49
지분법손익	5	9	12	-20	-45
세전계속사업손익	355	97	145	101	197
당기순이익	311	27	59	69	143
지배주주순이익	309	20	51	57	118
<b>증가율(%)</b>					
매출액	41.7	17.4	10.8	4.3	7.1
영업이익	-10.4	-21.2	8.1	11.8	38.8
EBITDA	58.8	-2.4	7.5	0.5	11.6
순이익	-0.4	-91.4	120.2	17.0	107.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	11.5	9.8	9.5	9.6	10.3
영업이익률	4.4	3.0	2.9	3.1	4.0
EBITDA 이익률	11.3	9.4	9.2	8.8	9.2
세전이익률	4.8	1.1	1.5	1.0	1.8
순이익률	4.2	0.3	0.6	0.7	1.3

**현금흐름표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	636	378	517	599	800
당기순이익	311	27	59	69	143
자산상각비	509	558	598	570	552
운전자본증감	-190	-373	-194	251	0
매출채권 감소(증가)	244	-218	-21	-53	-64
재고자산 감소(증가)	-163	-168	-140	-18	-17
매입채무 증가(감소)	-135	239	28	149	134
<b>투자현금흐름</b>	-557	-643	-677	-522	-74
유형자산처분(취득)	-383	-375	-416	-234	-1
무형자산 감소(증가)	-216	-257	-317	-191	4
투자자산 감소(증가)	0	-12	24	-3	-1
<b>재무현금흐름</b>	-24	262	-480	52	28
차입금의 증가(감소)	186	456	-295	93	196
자본의 증가(감소)	-210	-194	-324	-42	-168
배당금의 지급	-210	-194	-324	-36	-171
<b>총현금흐름</b>	965	899	954	348	800
(-)운전자본증가(감소)	158	228	75	12	0
(-)설비투자	388	385	481	235	1
(+)자산매각	-212	-246	-252	-190	4
Free Cash Flow	208	40	146	-89	804
(-)기타투자	-10	146	87	-169	77
잉여현금	218	-106	59	80	727
<b>NOPLAT</b>	285	71	113	211	313
(+) Dep	509	558	598	570	552
(-)운전자본투자	158	228	75	12	0
(-)Capex	388	385	481	235	1
OpFCF	249	16	156	534	865

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	3,552	4,195	3,697	4,059	5,009
현금성자산	1,412	1,441	795	923	1,679
매출채권	1,002	1,262	1,288	1,433	1,497
재고자산	810	972	1,140	1,180	1,198
<b>비유동자산</b>	4,682	4,904	5,548	5,525	5,001
투자자산	556	609	705	773	805
유형자산	2,336	2,371	2,716	2,508	2,054
무형자산	1,790	1,923	2,126	2,244	2,142
<b>자산총계</b>	8,234	9,099	9,244	9,584	10,010
<b>유동부채</b>	2,813	4,021	3,576	3,954	4,158
매입채무	1,501	1,850	1,906	2,052	2,186
유동성이자부채	1,174	1,994	1,476	1,631	1,640
<b>비유동부채</b>	2,944	2,708	3,160	3,289	3,526
비유동이자부채	2,558	2,323	2,710	2,752	2,939
<b>부채총계</b>	5,757	6,729	6,736	7,243	7,684
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	2,368	2,243	2,103	2,127	2,074
자본조정	-68	-38	238	44	82
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
<b>자본총계</b>	2,477	2,370	2,508	2,342	2,326

**주요지표** (단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	578	38	96	106	220
BPS	4,390	4,189	4,443	4,124	4,094
DPS	360	360	320	320	340
CFPS	1,809	1,684	1,787	653	1,498
ROA(%)	3.8	0.2	0.6	0.6	1.2
ROE(%)	13.8	0.9	2.2	2.5	5.4
ROIC(%)	6.4	1.4	2.1	3.6	5.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	23.3	211.3	76.3	42.2	20.4
PBR	3.1	1.9	1.6	1.1	1.1
PSR	1.0	0.5	0.4	0.2	0.2
PCR	7.4	4.8	4.1	6.9	3.0
EV/EBITDA	11.4	8.8	8.3	6.6	5.4
배당수익률	2.7	4.4	4.4	7.1	7.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	232.5	283.9	268.5	309.3	330.4
Net debt/Equity	93.7	121.4	135.2	147.8	124.7
Net debt/EBITDA	278.0	353.1	387.2	393.0	295.4
유동비율	126.2	104.3	103.4	102.7	120.5
이자보상배율(배)	3.8	2.4	1.5	1.3	2.0
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	70.3	71.6	79.5	77.4	67.8
현금+투자자산	29.7	28.4	20.5	22.6	32.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	60.1	64.6	62.5	65.2	66.3
자기자본	39.9	35.4	37.5	34.8	33.7

[ Compliance Notice ]

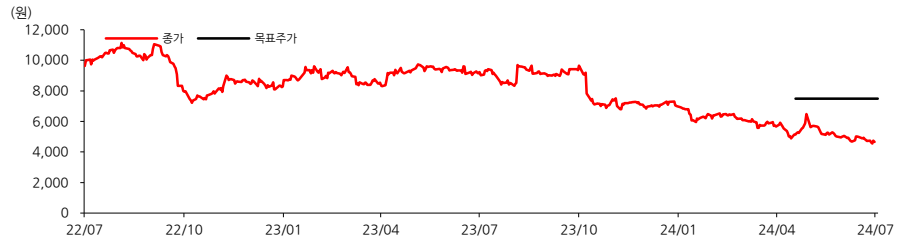
(공표일: 2024년 7월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한온시스템 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08
투자 의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	7,500	7,500	7,500	7,500

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%