

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

10,000

상향

현재주가

9,270

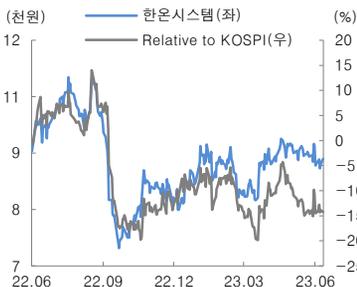
(23.07.03)

자동차업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2602.47
시가총액	4,948십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	11,150원 / 7,210원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	16.66%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50% 한국타이어엔테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	9.3	11.4	-7.8
상대수익률	-2.1	3.8	-5.0	-18.3



수주로 보여줄 경쟁력

- 2Q23 OPM 4.4%로 수익성 정상화 구간으로 돌입할 것으로 전망
- 수익성/밸류 부담에 주가 부진 지속된 상황에서 수익성 개선 긍정적
- 현대차 BEV 신규플랫폼 수주에 따라 밸류 정당화와 모멘텀 발현 가능

투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 10,000원 상향(+7.5%)

목표주가는 2023/24년 평균 EPS 513원에 Target PER 20배 부여(2016~19년 5개년 평균 PER에 20% 할인, 역사적 평균 수준). TP 상향은 실적 추정 상향에 기인. 수익성 부진/밸류 부담에 시장/업종 대비 주가 부진 지속. 2Q23을 시작으로 수익성 부담은 점차 완화될 것. 2H23 현대차그룹 신규 BEV 플랫폼 수주 결과에 따라 현재 밸류에이션의 정당화 및 주가 모멘텀 발현 가능할 것

2Q23 매출 2.4조(YoY +15%), OP 1,060억(+76%), OPM 4.4%

컨센서스/당사 추정 OP 대비 +17%/+22% 상회하는 깜짝 실적 전망. 고객사 가동률 상승에 따른 견조한 외형성장 지속되는 가운데, 원자재/운임 비용 부담 완화되며 4%대 OPM 회복 전망. 다만, 장기 계약물량과 2Q23 파업 영향(납기 맞추기 위해 항공 운임 사용)으로 비용 인덱스 대비 하락폭은 제한적이나, 2H23 => 2024년 수익성 개선 지속될 것으로 전망

2023년 매출 9.5조(+10%), OP 3,940억(+54%), OPM 4.1%

1H23 매출 4.8조원 기록한 가운데, 고객사 가동률 개선/EV 비중 확대에 따른 ASP 상승 효과로 연간 가이던스(9조원) 상회하는 견조한 외형 시현한 것으로 전망, 수익성은 1Q23 2.5% OPM 기록한 이후, 원재료/운임 하락분 반영됨에 따라 연간 4%대 이익률 회복 가능할 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	2Q22	1Q23	직전추정	당사추정	2Q23(F)			3Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,107	2,340	2,414	2,432	15.4	3.9	2,369	2,348	6.9	-3.5
영업이익	60	60	87	106	76.5	76.0	91	106	71.2	-0.2
순이익	14	44	45	59	321.6	34.1	59	59	248.9	-0.3

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,521	10,066	10,636
영업이익	326	257	394	500	611
세전순이익	355	97	320	414	512
총당기순이익	311	27	245	316	391
지배지분순이익	309	20	239	308	382
EPS	578	38	448	578	715
PER	23.3	211.3	20.4	15.8	12.7
BPS	4,390	4,189	4,300	4,535	4,903
PBR	3.1	1.9	2.2	2.0	1.9
ROE	13.8	0.9	10.5	13.1	15.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,556	10,114	9,521	10,066	-0.4	-0.5
판매비와 관리비	620	730	579	651	-6.6	-10.8
영업이익	368	485	394	500	6.9	3.2
영업이익률	3.9	4.8	4.1	5.0	0.3	0.2
영업외손익	-72	-120	-74	-87	적자유지	적자유지
세전순이익	297	365	320	414	7.9	13.3
지배지분순이익	222	272	239	308	7.7	13.2
순이익률	2.4	2.8	2.6	3.1	0.2	0.4
EPS(지배지분순이익)	415	510	448	578	7.7	13.2

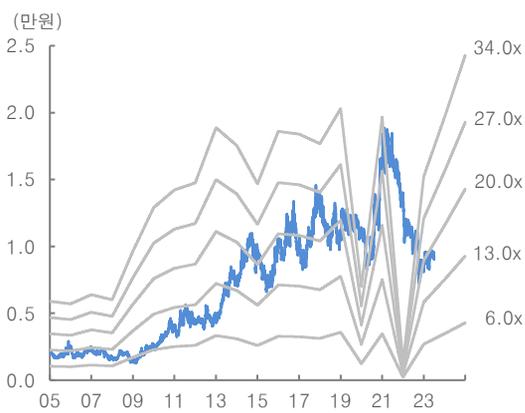
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

표 1. 한온시스템 목표주가 산출

		비교
'23년 EPS	447.7 원	
'24년 EPS	577.8 원	
'25년 EPS	714.8 원	
23~24년 EPS 평균	512.7 원	
Target PER	20.0 배	2016~19년 5개년 평균 PER에 20% 할인, 역사적 평균 수준
목표주가	10,000.0 원	
현재주가	9,270.0 원	2023.07.03 종가 기준
상승여력	7.9 %	

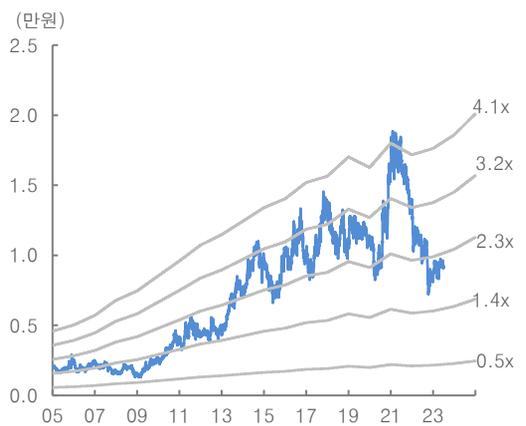
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

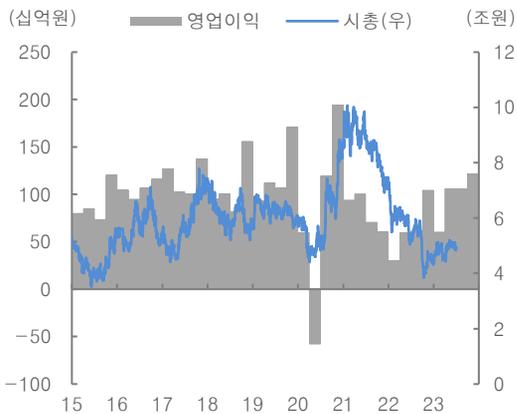
표 1. 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,980.2	2,106.7	2,195.6	2,345.3	2,340.4	2,432.1	2,348.0	2,400.7	8,627.8	9,521.1	10,065.9
YoY	5.9%	13.7%	28.8%	21.8%	18.2%	15.4%	6.9%	2.4%	17.4%	10.4%	5.7%
QoQ	2.8%	6.4%	4.2%	6.8%	-0.2%	3.9%	-3.5%	2.2%			
HMG	910.9	1,010.0	1,031.9	1,102.3	1,123.4	1,211.6	1,129.3	1,132.3	4,055.0	4,596.5	4,825.0
Ford	237.6	252.8	263.5	281.4	280.8	284.0	290.5	289.9	1,035.3	1,145.2	1,231.3
VW	158.4	168.5	175.6	187.6	234.0	222.5	216.9	227.4	690.2	900.8	964.0
GM	118.8	126.4	131.7	227.0	140.4	145.2	146.8	165.9	603.9	598.3	645.6
FCA	79.2	84.3	87.8	93.8	93.6	88.3	93.8	100.2	345.1	376.0	397.0
Daimler	79.2	43.4	65.9	70.4	70.2	70.3	71.7	76.6	258.8	288.8	342.1
BMW	79.2	84.3	87.8	93.8	93.6	91.5	98.0	91.2	345.1	374.2	399.6
영업이익	30.5	60.1	61.8	104.3	60.2	106.0	105.7	122.0	256.7	368.5	484.8
OPM	1.5%	2.9%	2.8%	4.4%	2.6%	4.4%	4.5%	5.1%	3.0%	3.9%	4.8%
YoY	-67.6%	-40.1%	-12.5%	71.8%	97.4%	76.4%	71.1%	17.0%	-21.2%	43.5%	31.6%
QoQ	-49.8%	97.0%	2.8%	68.8%	-42.3%	76.1%	-0.2%	15.4%			
당기순이익	22.3	14.6	19.1	-29.2	45.2	60.7	60.5	78.7	26.8	245.0	316.3
지배순이익	19.7	14.0	16.8	-30.0	43.9	58.9	58.7	77.6	20.5	239.0	308.4
NPM	1.0%	0.7%	0.8%	-1.3%	1.9%	2.4%	2.5%	3.2%	0.2%	2.5%	3.1%
YoY	-66.6%	-85.5%	-67.0%	적전	122.8%	320.4%	249.2%	흑전	-93.4%	1065.7%	29.1%
QoQ	-80.7%	-28.9%	20.0%	적전	흑전	34.1%	-0.3%	32.2%			

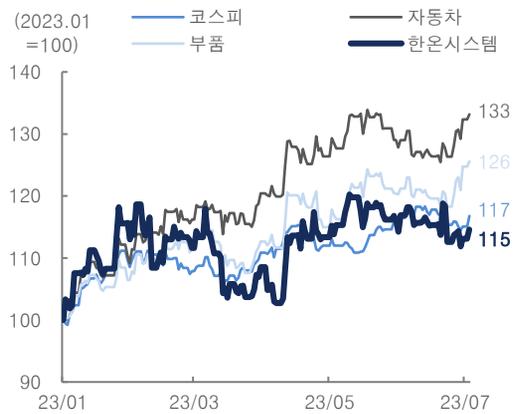
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 OP-시총 추이



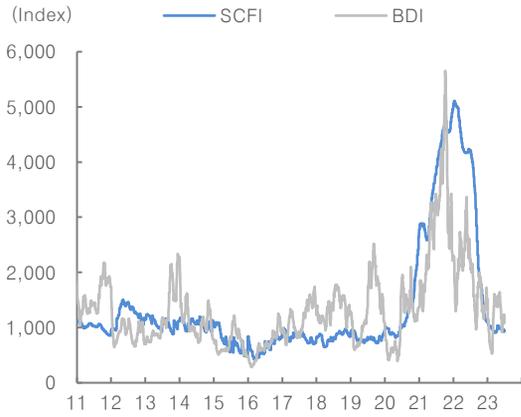
자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 4. 한온시스템 2023년 주가 수익률



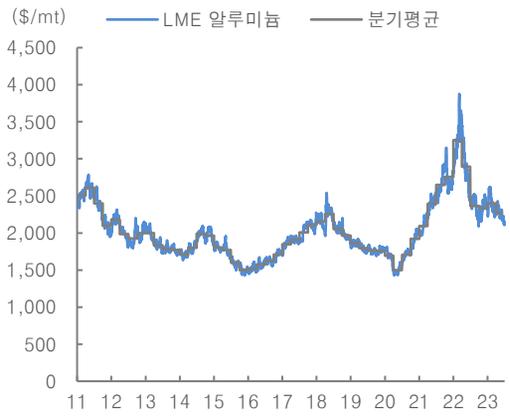
자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 5. 글로벌 운임 지수 추이



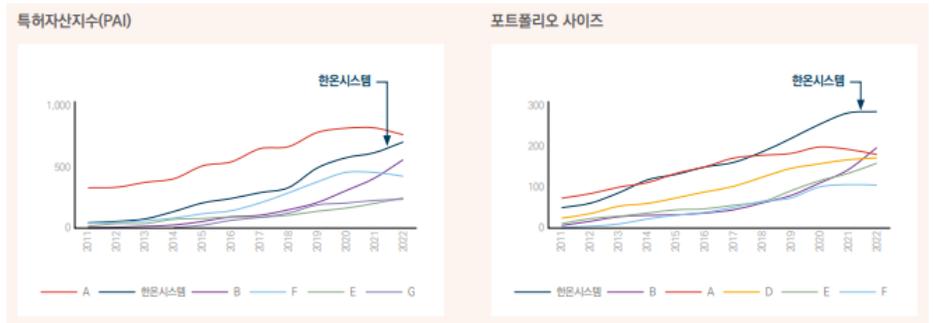
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 알루미늄 가격 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 한온시스템 히트펌프 특허자산지수/포트폴리오 사이즈: 한온 포트 비중 14%로 2위



주1: 렉시스넥시스가 개발한 특허자산지수, 포트폴리오에 포함된 모든 특허의 개발가치(특허 수/품질, 가치 등)를 합사하여 산출한 지수
 자료: 한온시스템, 렉시스넥시스, 대신증권 Research Center

그림 8. 한온시스템 E-Comp 특허자산지수/포트폴리오 사이즈: 한온 포트 비중 28%로 2위



자료: 한온시스템, 렉시스넥시스, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,521	10,066	10,636
매출원가	6,502	7,781	8,548	8,914	9,354
매출총이익	849	847	973	1,152	1,282
판매비와관리비	523	590	579	651	671
영업이익	326	257	394	500	611
영업이익률	4.4	3.0	4.1	5.0	5.7
EBITDA	834	814	972	1,080	1,199
영업외손익	29	-159	-74	-87	-99
관계기업손익	5	9	9	9	9
금융수익	111	98	96	96	96
외환관련이익	174	273	273	273	273
금융비용	-120	-201	-206	-219	-232
외환관련손실	31	54	54	54	54
기타	32	-65	28	28	28
법인세비용차감전순이익	355	97	320	414	512
법인세비용	-44	-70	-75	-97	-120
계속사업순이익	311	27	245	316	391
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	245	316	391
당기순이익률	4.2	0.3	2.6	3.1	3.7
비재배분순이익	2	6	6	8	10
재배분순이익	309	20	239	308	382
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	14	6	6	6	6
포괄순이익	447	86	305	377	453
비재배분포괄이익	15	3	8	9	11
재배분포괄이익	432	84	297	368	441

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	578	38	448	578	715
PER	233	211.3	20.4	15.8	12.7
BPS	4,390	4,189	4,300	4,535	4,903
PBR	3.1	1.9	2.2	2.0	1.9
EBITDAPS	1,563	1,526	1,822	2,023	2,246
EV/EBITDA	11.5	9.0	8.0	7.0	6.1
SPS	13,772	16,163	17,836	18,857	19,925
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	1,809	1,684	2,101	2,301	2,524
DPS	360	360	360	360	360

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	7.0	17.4	10.4	5.7	5.7
영업이익 증가율	3.2	-21.2	53.6	26.9	22.2
순이익 증가율	173.9	-91.4	816.5	29.1	23.7
수익성					
ROC	5.9	1.3	5.5	7.2	9.0
ROA	4.1	3.0	4.2	5.0	5.7
ROE	13.8	0.9	10.5	13.1	15.1
안정성					
부채비율	232.5	283.9	294.9	303.2	302.5
순차입금비율	93.1	120.5	111.1	95.7	77.5
이자보상배율	3.8	2.4	3.6	4.1	4.5

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	4,880	5,784	6,752
현금및현금성자산	1,404	1,429	1,894	2,664	3,492
매출채권 및 기타채권	1,002	1,262	1,381	1,454	1,531
재고자산	810	972	1,073	1,134	1,198
기타유동자산	336	531	531	532	532
비유동자산	4,682	4,904	4,726	4,562	4,412
유형자산	2,336	2,371	2,348	2,345	2,365
관계기업투자금	109	72	81	90	98
기타비유동자산	2,237	2,461	2,298	2,127	1,948
자산총계	8,234	9,099	9,606	10,346	11,164
유동부채	2,813	4,021	4,260	4,662	5,066
매입채무 및 기타채무	1,501	1,850	1,978	2,056	2,137
차입금	832	1,455	1,777	2,098	2,420
유동성채무	335	520	308	308	308
기타유동부채	146	196	198	200	202
비유동부채	2,944	2,708	2,913	3,118	3,324
차입금	2,367	2,124	2,325	2,526	2,728
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	576	584	588	592	596
부채총계	5,757	6,729	7,173	7,780	8,390
자배지분	2,343	2,236	2,295	2,421	2,617
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	2,368	2,243	2,290	2,407	2,566
기타지분변동	-68	-51	-39	-29	-22
비재배지분	133	134	137	145	157
자본총계	2,477	2,370	2,433	2,566	2,774
순차입금	2,307	2,856	2,702	2,456	2,151

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636	378	630	738	818
당기순이익	311	27	245	316	391
비현금항목의 가감	655	872	876	912	956
감가상각비	509	558	578	580	588
외환손익	-13	-7	-34	-34	-34
지분법평가손익	-5	-9	-9	-9	-9
기타	165	330	341	376	411
자산부채의 증감	-190	-373	-317	-281	-284
기타현금흐름	-140	-148	-175	-209	-245
투자활동 현금흐름	-557	-643	-397	-412	-435
투자자산	2	-10	-9	-9	-9
유형자산	-383	-375	-388	-403	-425
기타	-176	-258	0	0	0
재무활동 현금흐름	-24	262	52	264	264
단기차입금	36	322	322	322	322
사채	108	9	9	9	9
장기차입금	91	193	193	193	193
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-210	-194	-192	-192	-192
기타	-49	-67	-279	-67	-67
현금의 증감	78	25	465	770	828
기초 현금	1,325	1,404	1,429	1,894	2,664
기말 현금	1,404	1,429	1,894	2,664	3,492
NOPLAT	285	71	301	383	467
FCF	190	-13	492	560	630

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

한온시스템 통합 ESG 등급

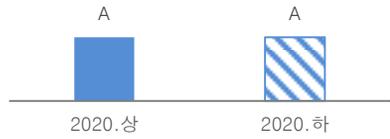
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

A

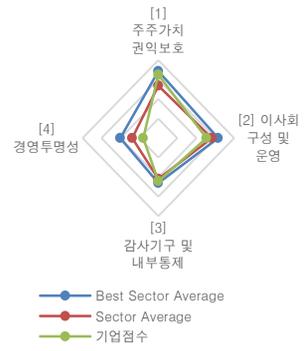
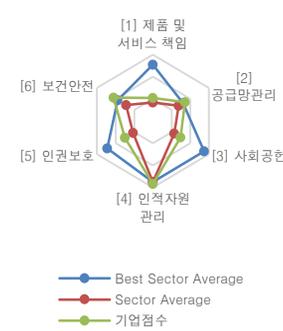
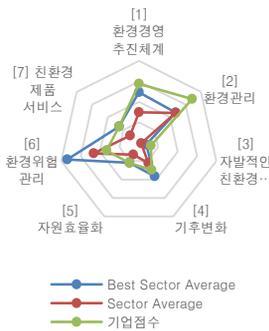
- 한온시스템은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■■■	경영투명성	■■■
자원효율화	■■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■■■	보건안전	■■■■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한은시스템(018880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.07.04	23.05.12	23.05.11	23.04.06	23.02.10	22.11.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	10,000	9,300	8,100	8,100	8,100	8,100
과리율(평균%)		0.93	19.63	9.12	8.27	7.69
과리율(최대/최소%)		(2.69)	19.63	(0.12)	(0.12)	(0.12)
제시일자	22.11.05	22.08.11	22.07.11	22.05.12	22.04.13	
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	
목표주가	11,000	11,000	11,000	12,000	12,000	
과리율(평균%)	(13.52)	(13.05)	(5.11)	(10.25)	(5.39)	
과리율(최대/최소%)	1.36	1.36	1.36	(2.08)	(2.08)	
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230701)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.5%	5.2%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상