



# Outperform(Upgrade)

목표주가: 11,500원(상향)

주가(08/10): 9,690원

시가총액: 51,725억원



자동차/부품 Analyst 신윤철  
yoonchul.shin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(08/10)		2,601.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,050원	7,210원
등락률	-12.3%	34.4%
수익률	절대	상대
1M	6.8%	3.5%
6M	10.5%	4.9%
1Y	-6.8%	-11.8%

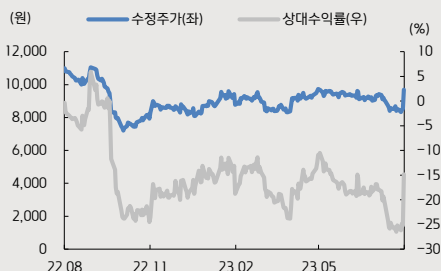
## Company Data

발행주식수	533,800	천주
일평균 거래량(3M)	802	천주
외국인 지분율	16.7%	
배당수익률(2023E)	3.7%	
BPS(2023E)	4,537	원
주요 주주	한엔코오토홀딩스	50.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,461.3	9,934.4
영업이익	325.8	256.6	448.4	567.4
EBITDA	834.3	814.5	1,029.9	1,151.0
세전이익	354.6	97.2	415.3	582.8
순이익	310.7	26.7	323.2	466.3
지배주주지분순이익	308.5	20.4	318.3	459.3
EPS(원)	578	38	596	860
증감률(% YoY)	179.5	-93.4	1,457.6	44.3
PER(배)	23.3	211.3	16.2	11.3
PBR(배)	3.06	1.93	2.14	1.88
EV/EBITDA(배)	11.5	8.9	7.8	6.6
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.7	5.7
ROE(%)	13.8	0.9	13.7	17.8
순차입금비율(%)	93.0	119.3	105.6	77.0

## Price Trend



## Earnings Update

# 한온시스템 (018880)

## 예상을 뒤엎은 협상력



한온시스템은 2023년 연간 실적에 대한 기존 가이드선(매출액 9조 원, 영업이익 4,000억 원)을 유지했으나, 가이드선 달성 가능성에 대한 시장의 신뢰를 한 층 강화하는 실적을 2분기에 기록했다. 어닝 서프라이즈는 주로 고객사와의 인플레이션 비용전가 협상 결과가 온기로 반영된 것에 기인한다. 2Q23에 이어 4Q23에도 한 차례 더 영업이익에 비용전가분이 반영될 전망이다. 이에 투자의견 및 목표주가를 모두 상향한다.

### >>> 2Q23 Review: 단비와 같은 대형주 서프라이즈

동사의 2Q23 실적은 매출액 2.43조 원(+15.3% YoY, +3.8% QoQ), 영업이익 1,435억 원(+138.8% YoY, +138.2% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.40조 원, 영업이익 950억 원)를 상회했다. 그동안의 인플레이션 비용전가 노력의 성과가 실적에 온기로 반영됐다. 최근까지 협력사로부터 비용전가를 받아오며 마진스퀴즈를 겪어왔던 동사 수익성에 숨통이 트이기 시작했다.

구체적인 고객사별 비용전가 현황은 파악할 수 없었으나, VW Group의 BEV 라인업 등 주요 해외고객사 중 물량차질이 발생하고 있는 업체들에 대한 협상 성과가 있었을 것으로 추측한다. 지역별 매출비중은 전년 대비 유럽 +4%p, 미주/한국/중국 각각 -1%p의 변화를 보였으며, 상반기 누적 기준 현대차그룹 매출의존도는 48%를 기록했다.

### >>> 중기 실적 가이드선 상향 가능성 확대

2025년 실적 가이드선으로 매출액 10.5조 원, 영업이익률 6~7% 수준을 제시했다. 다만 최근 경영진의 교체, 상대적 원화약세 지속, mass market 브랜드는 물론 롤스로이스 등 럭셔리 브랜드에 대한 전동화 차량 중심의 지속적 신규 수주 확대까지 고려한다면 중기 실적 가이드선 상향에 대한 가능성도 열어둘 수 있을 것으로 판단한다.

특히 동사는 기수주 건에 대한 매출인식이 2024년 하반기부터 본격 시작되면서 실적성장이 가속화될 것으로 소통하고 있다. 히트펌프를 탑재한 열관리시스템에 대한 한국/미주/유럽 현지 공장에서의 생산이 주를 이룰 예정이다.

### >>> 투자의견 Outperform, 목표주가 11,500원으로 상향

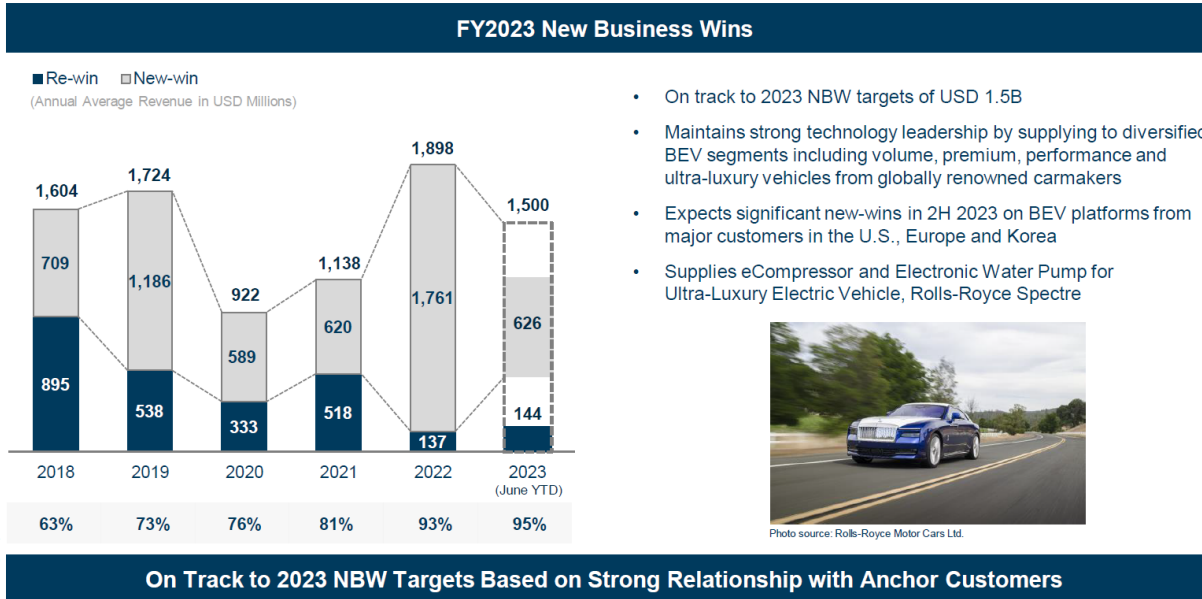
동사에 대해 투자의견은 Outperform, 목표주가는 11,500원으로 상향한다. 1Q23 실적까지는 동사의 2023년 연간 실적 가이드선 달성 가능성을 높게 평가하기 어려웠다. 다만 동사가 2Q23에 보여준 고객사에 대한 비용전가 협상력은 예상을 뒤엎은 수준이었으며, 한 차례 더 예정되어 있는 4Q23 협상에 대한 시장의 기대감도 높아질 전망이다. 2Q23 기준 매출액 대비 물류비가 2.7%까지 안정화된 흐름이 고무적이며, 파업 장기화에 따른 생산차질 리스크도 해소가 되었기에 하반기에 물류비 증가 이슈가 재차 대두될 가능성 역시 크게 낮아진 것으로 판단한다.

한은시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	19,802	21,067	21,956	23,453	23,404	24,291	22,769	24,149	73,514	86,277	94,613
YoY(%)	5.9	13.7	28.8	21.8	18.2	15.3	3.7	3.0	7.0	17.4	9.7
QoQ(%)	2.8	6.4	4.2	6.8	-0.2	3.8	-6.3	6.1			
매출원가	18,016	19,063	19,913	20,814	21,261	21,449	20,151	19,271	65,024	77,806	82,132
%	91.0	90.5	90.7	88.8	90.8	88.3	88.5	79.8	88.5	90.2	86.8
판매비 및 관리비	1,482	1,404	1,425	1,595	1,540	1,407	1,715	1,524	5,232	5,905	6,186
%	7.5	6.7	6.5	6.8	6.6	5.8	7.5	6.3	7.1	6.8	6.5
영업이익	305	601	618	1,043	602	1,435	904	1,543	3,258	2,566	4,484
%	1.5	2.9	2.8	4.4	2.6	5.9	4.0	6.4	4.4	3.0	4.7
YoY(%)	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	97.7	138.8	46.4	47.9	3.2	-21.2	74.8
QoQ(%)	-49.8	97.2	2.8	68.9	-42.3	138.2	-37.0	70.7			
세전이익	299	146	257	270	666	1,352	927	1,207	3,546	972	4,153
%	1.5	0.7	1.2	1.2	2.8	5.6	4.1	5.0	4.8	1.1	4.4
지배주주순이익	197	140	168	-300	439	1,072	730	951	3,085	204	3,193
%	1.0	0.7	0.8	-1.3	1.9	4.4	3.2	3.9	4.2	0.2	3.4

자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 2H23 BEV 전용 플랫폼 수주확대 기대



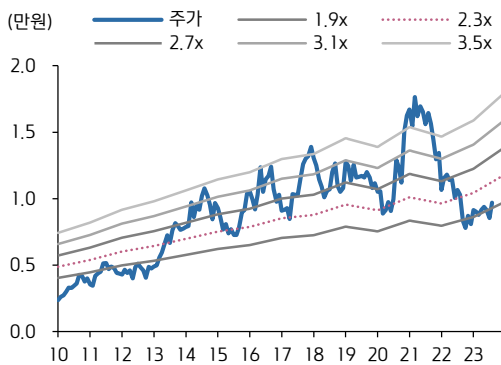
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,894	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	533,800	
Target Multiple(배)	2.3	2014년 이후 한온시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 하단
적정주가(원)	11,255	
목표주가(원)	<b>11,500</b>	
전일종가(원)	9,690	
Upside	18.7%	

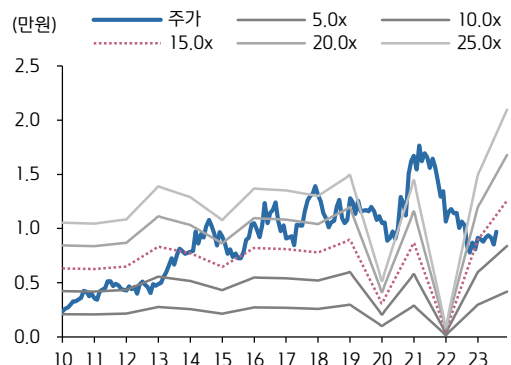
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	7,351.4	8,627.7	9,461.3	9,934.4	10,494.8
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,394.4	8,713.5	9,144.2
매출총이익	849.0	847.1	1,067.0	1,220.9	1,350.6
판매비	523.2	590.5	618.6	653.5	665.0
<b>영업이익</b>	325.8	256.6	448.4	567.4	685.6
<b>EBITDA</b>	834.3	814.5	1,029.9	1,151.0	1,235.5
영업외손익	28.9	-159.4	-33.1	15.4	16.3
이자수익	6.5	12.9	32.0	27.5	44.9
이자비용	85.6	105.6	122.8	93.4	107.7
외환관련이익	250.5	352.4	301.5	326.9	314.2
외환관련손실	218.2	318.3	268.3	293.3	280.8
종속 및 관계기업손익	5.4	8.9	9.1	9.1	9.1
기타	70.3	-109.7	15.4	38.6	36.6
<b>법인세차감전이익</b>	354.6	97.2	415.3	582.8	701.9
법인세비용	43.9	70.4	92.1	116.6	140.4
계속사업손익	310.7	26.7	323.2	466.3	561.5
<b>당기순이익</b>	310.7	26.7	323.2	466.3	561.5
<b>지배주주순이익</b>	308.5	20.4	318.3	459.3	553.1
<b>증감 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감률	7.0	17.4	9.7	5.0	5.6
영업이익 증감률	3.2	-21.2	74.7	26.5	20.8
EBITDA 증감률	6.4	-2.4	26.4	11.8	7.3
지배주주순이익 증감률	179.5	-93.4	1,460.3	44.3	20.4
EPS 증감률	179.5	-93.4	1,457.6	44.3	20.4
매출총이익율(%)	11.5	9.8	11.3	12.3	12.9
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.7	5.7	6.5
EBITDA Margin(%)	11.3	9.4	10.9	11.6	11.8
지배주주순이익률(%)	4.2	0.2	3.4	4.6	5.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	3,551.7	4,194.8	4,088.6	4,694.3	5,411.8
현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,357.9	1,791.2	2,308.1
단기금융자산	16.1	24.7	32.0	41.7	54.2
매출채권 및 기타채권	1,001.6	1,262.4	1,384.4	1,453.6	1,535.6
재고자산	810.1	971.9	756.9	794.8	839.6
기타유동자산	320.1	506.7	557.4	613.0	674.3
<b>비유동자산</b>	4,682.0	4,904.0	5,025.0	4,850.4	4,709.6
투자자산	142.7	87.4	96.5	105.6	114.6
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,376.7	2,377.9	2,381.0
무형자산	1,790.2	1,923.1	2,091.4	1,906.5	1,753.4
기타비유동자산	412.8	522.1	460.4	460.4	460.6
<b>자산총계</b>	8,233.7	9,098.8	9,113.5	9,544.7	10,121.3
<b>유동부채</b>	2,813.5	4,021.1	3,895.3	3,993.0	4,140.8
매입채무 및 기타채무	1,500.5	1,850.5	1,911.3	2,040.9	2,188.7
단기금융부채	1,167.3	1,974.7	1,839.1	1,807.1	1,807.1
기타유동부채	145.7	195.9	144.9	145.0	145.0
<b>비유동부채</b>	2,943.6	2,707.8	2,657.8	2,657.8	2,657.8
장기금융부채	2,555.5	2,305.4	2,255.4	2,255.4	2,255.4
기타비유동부채	388.1	402.4	402.4	402.4	402.4
<b>부채총계</b>	5,757.1	6,728.9	6,553.2	6,650.8	6,798.6
<b>지배지분</b>	2,343.2	2,236.0	2,421.7	2,748.2	3,168.6
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-11.0	-9.8	-9.8	-9.8	-9.8
기타자본	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
기타포괄손익누계액	-66.4	-50.0	9.5	68.9	128.3
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,369.7	2,636.9	2,997.8
비지배지분	133.4	133.9	138.7	145.7	154.1
<b>자본총계</b>	2,476.7	2,369.9	2,560.4	2,893.9	3,322.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	636.3	378.3	1,081.9	1,143.3	1,196.8
당기순이익	310.7	26.7	323.2	466.3	561.5
비현금항목의 가감	654.7	872.3	886.6	889.9	876.0
유형자산감가상각비	374.7	398.4	399.8	398.8	396.9
무형자산감가상각비	133.9	159.5	181.7	184.9	153.1
지분법평가손익	-5.4	-8.9	-9.1	-9.1	-9.1
기타	151.5	323.3	314.2	315.3	335.1
영업활동자산부채증감	-189.5	-373.1	52.3	-33.2	-40.3
매출채권및기타채권의감소	243.9	-218.4	-122.0	-69.2	-82.0
재고자산의감소	-162.9	-167.8	215.0	-37.8	-44.8
매입채무및기타채무의증가	-135.0	239.2	60.8	129.6	147.8
기타	-135.5	-226.1	-101.5	-55.8	-61.3
기타현금흐름	-139.6	-147.6	-180.2	-179.7	-200.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-557.3	-643.3	-829.8	-477.0	-479.9
유형자산의 취득	-387.7	-385.1	-405.0	-400.0	-400.0
유형자산의 처분	4.2	10.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-215.9	-256.6	-350.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-29.5	64.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.2	-8.6	-7.4	-9.6	-12.5
기타	67.4	-67.3	-67.4	-67.4	-67.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	-24.2	262.0	-444.6	-290.9	-258.9
차입금의 증가(감소)	234.8	523.0	-185.7	-32.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-209.8	-194.2	-192.1	-192.1	-192.1
기타	-49.2	-66.8	-66.8	-66.8	-66.8
기타현금흐름	23.6	28.4	121.2	58.0	58.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	78.4	25.4	-71.2	433.3	516.8
기초현금 및 현금성자산	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,357.9	1,791.2
기말현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,357.9	1,791.2	2,308.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	578	38	596	860	1,036
BPS	4,390	4,189	4,537	5,148	5,936
CFPS	1,809	1,684	2,266	2,540	2,693
DPS	360	360	360	360	360
<b>주가배수(배)</b>					
PER	23.3	211.3	16.2	11.3	9.4
PER(최고)	35.0	365.7	17.1		
PER(최저)	22.2	185.4	13.4		
PBR	3.06	1.93	2.14	1.88	1.63
PBR(최고)	4.60	3.34	2.24		
PBR(최저)	2.93	1.69	1.76		
PSR	0.98	0.50	0.55	0.52	0.49
PCFR	7.4	4.8	4.3	3.8	3.6
EV/EBITDA	11.5	8.9	7.8	6.6	5.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	61.8	718.4	59.4	41.2	34.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.7	4.4	3.7	3.7	3.7
ROA	3.9	0.3	3.5	5.0	5.7
ROE	13.8	0.9	13.7	17.8	18.7
ROIC	5.9	2.1	7.6	8.4	10.4
매출채권회전율	6.8	7.6	7.1	7.0	7.0
재고자산회전율	10.2	9.7	10.9	12.8	12.8
<b>부채비율</b>	232.5	283.9	255.9	229.8	204.6
순차입금비율	93.0	119.3	105.6	77.0	51.2
이자보상배율	3.8	2.4	3.7	6.1	6.4
<b>총차입금</b>	3,722.8	4,280.1	4,094.5	4,062.5	4,062.5
순차입금	2,302.9	2,826.3	2,704.5	2,229.5	1,700.2
NOPLAT	834.3	814.5	1,029.9	1,151.0	1,235.5
FCF	-2.2	-337.9	289.3	604.4	658.1

Compliance Notice

- 당사는 08월 10일 현재 '한은시스템(018880)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

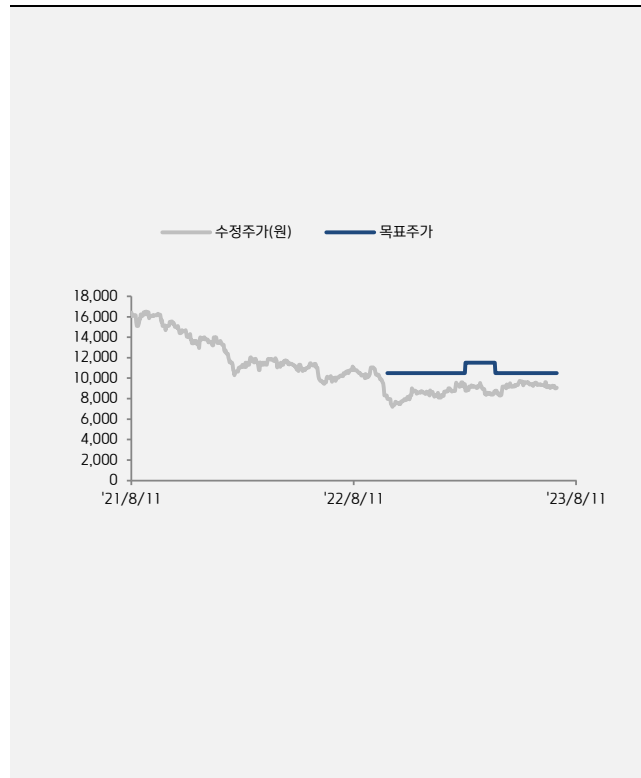
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한은시스템 (018880)	2022-10-05	Buy(Initiate)	10,500원	6개월	-26.42	-22.00
	2022-11-10	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-21.69	-14.29
	2023-01-11	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-19.70	-8.57
	2023-02-10	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-22.77	-17.04
	2023-03-31	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-12.64	-7.33
	2023-05-24	Marketperform (Downgrade)	10,500원	6개월	-12.88	-7.33
	2023-08-11	Outperform (Upgrade)	11,500원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

투자의견 및 적용기준

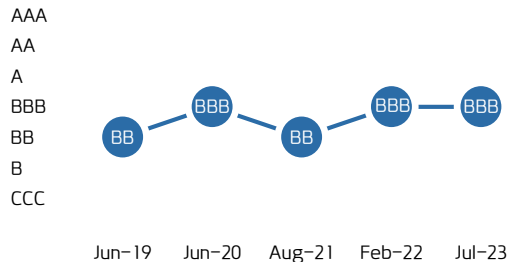
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

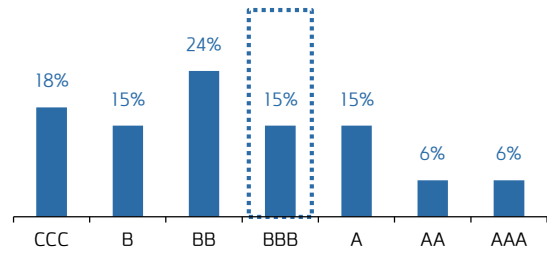
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치  
주: MSCI ACWI Index 내 Auto 업체 32개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중 평균	4.6	4.2		
<b>환경</b>	4.4	4.5	18.0%	▲0.4
친환경 기술	4.4	4.1	18.0%	▲0.4
<b>사회</b>	2.7	3.7	41.0%	▼1.3
제품의 안전성 및 품질	3.3	3.9	23.0%	▼2.1
노무 관리	1.9	3.5	18.0%	▼0.3
<b>지배구조</b>	6.6	4.6	41.0%	▲1.1
기업 지배구조	7.7	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 주요 경쟁사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안전성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
HL Mando Corp.	●●●●	●●	●●●●●	●	●●	A	
Hanon Systems	●●●●	●	●●	●●●●●	●●●●	BBB	
HYUNDAI WIA CORPORATION	●●	●●●●●	●●●●	●	●●	BB	
SL CORPORATION	●●●	●	●●●●	●●	●●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	●●	●	●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	●●	●	●●●●●	●	●	CCC	

4분위 등급 : 최저 ● 최고 ●●●●●  
등급 추이: 유지 ◀▶ 상황 ▲ 2등급 이상 상황 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
자료: MSCI, 키움증권 리서치