



### Marketperform(Downgrade)

목표주가: 8,000원(하향)  
주가(11/09): 7,510원  
시가총액: 40,088억원



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

#### Stock Data

KOSPI(11/09)		2,427.08pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,730 원	6,880원
등락률	-22.8%	9.2%
수익률	절대	상대
1M	-22.2%	-22.8%
6M	-21.8%	-19.1%
1Y	-8.3%	-8.4%

#### Company Data

발행주식수	533,800 천주
일평균 거래량(3M)	1,157천주
외국인 지분율	16.5%
배당수익률(2023E)	4.4%
BPS(2023E)	4,201원
주요 주주	한앤코오토홀딩스 50.5%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,561.3	9,881.6
영업이익	325.8	256.6	278.6	395.9
EBITDA	834.3	814.5	860.2	987.1
세전이익	354.6	97.2	195.4	286.1
순이익	310.7	26.7	129.8	214.6
지배주주지분순이익	308.5	20.4	121.8	211.4
EPS(원)	578	38	228	396
증감률(% YoY)	179.5	-93.4	496.1	73.5
PER(배)	23.3	211.3	32.9	19.0
PBR(배)	3.06	1.93	1.79	1.71
EV/EBITDA(배)	11.5	8.9	8.3	6.9
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	4.0
ROE(%)	13.8	0.9	5.4	9.2
순차입금비율(%)	93.0	119.3	124.3	107.1

#### Price Trend



## Earnings Update

# 한온시스템 (018880)

## 영업이익 가이드نس 및 분기배당 하향조정



한온시스템의 3분기 어닝쇼크, 연간 실적 가이드نس 및 분기배당 하향조정을 감안하여 투자 의견과 목표주가를 하향한다. 한 달 이상 지속된 UAW 파업에 따른 실적 악화 가능성은 이미 주가에 반영되어 있었다. 하지만 예상하지 못했던 일회성비용이 추가적으로 약 250억 원 발생하면서 기록한 어닝쇼크였던 만큼 주가 회복에 다소 시간이 걸릴 전망이다. 마진 개선 지연에 따른 투자자들의 피로도가 누적됐을 것으로 판단한다.

### >>> 3Q23 Review: 생각보다 더 가혹했던 비수기

3Q23 실적은 매출액 2,333억 원(+6.0% YoY, -4.2% QoQ), 영업이익 203억 원(-67.2% YoY, -85.9% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2,320억 원, 영업이익 674억 원)를 하회했다. 당사는 3Q23 Preview 보고서를 통해 UAW 파업 장기화 가능성과 Volkswagen ID 시리즈 증산 부진에 기인한 실적 눈높이 하향을 제안했었다. 다만 차량용 반도체, 물류비 등 한동안 부품업계의 마진 스퀴즈를 유발했었으나 이제는 마무리된 것으로 시장에서 받아들이고 있었던 비용 이슈가 다시 불거지면서 어닝쇼크를 기록한 사실이 다소 아쉽다.

3Q23 누적 기준으로 고객사별 판매비중은 현대차그룹 47%, Ford 12%, Volkswagen 10%, GM 7%를 기록했다. 또한 2021년부터 줄곧 유지해왔던 주당 분기배당 90원이 이번 분기에 67원으로 하향조정되면서 현금보유량 확대 및 재무건전성 개선을 위한 동사의 배당정책 변화가 시작되었다.

### >>> 2023년 가이드نس 업데이트: 매출액 상향, 영업이익 하향

2023년 연간 실적 가이드نس는 매출액: 9조 원 → 9.5조 원, 영업이익: 4,000억 원 → 2,800억 원으로 업데이트됐다. 고객사 생산 정상화, 우호적 환효과에 기인해 올해 공통적으로 부품업종 매출액은 예상치를 뛰어넘고 있다. 결국 업체 간 차별화는 비용 통제력과 수익성 방어에서 발현되고 있다. 비록 4Q23도 UAW 파업 영향권에 있었지만, 2Q23 실적발표에서 시장과 소통한 바 있는 고객사들과의 연말 추가 인플레이션 비용정산 건을 고려한다면 2,800억 원 영업이익 신규 가이드نس는 기존의 시장 기대치를 크게 하회하는 수준이다.

### >>> 투자 의견 Marketperform, 목표주가 8,000원으로 하향

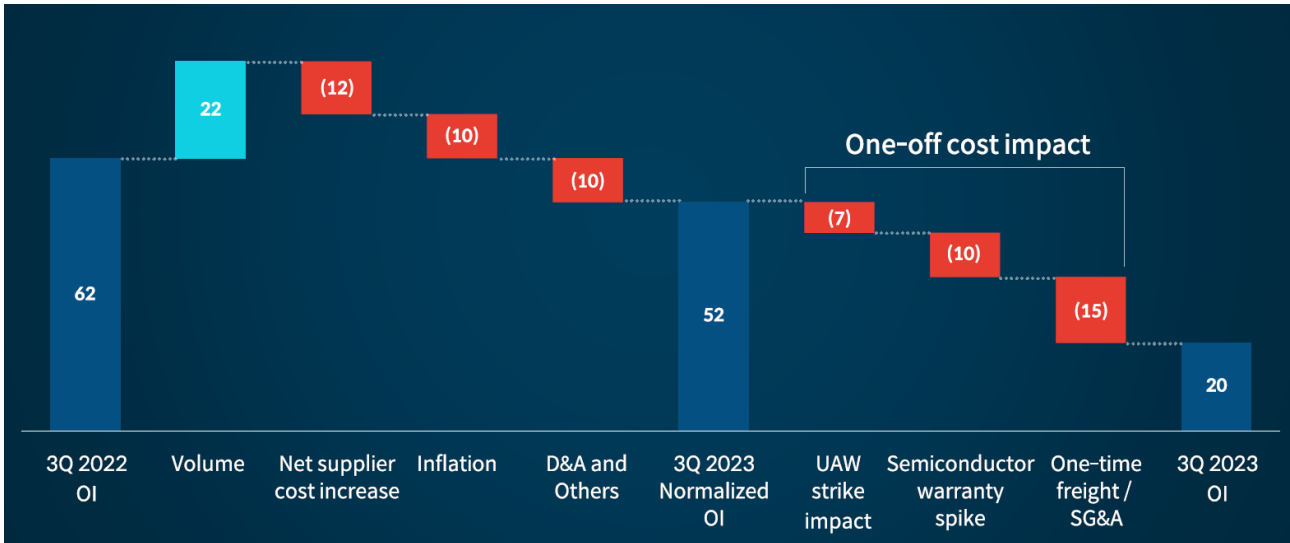
동사에 대한 투자 의견은 Marketperform으로, 목표주가는 8,000원으로 하향한다. 특히 2024년에는 cash & profitability에 집중하는 재무전략을 펼칠 것으로 공식화한 만큼, 2023년 대비 연간 DPS가 축소될 가능성이 높아졌다. 담보 상태인 M&A의 불씨를 살리기 위해서 필요한 조치임에는 공감하지만 부진한 수익성 개선세에도 불구하고 주가 하방경직성 확보에 기여해왔던 기존 배당정책에 대한 변화는 양날의 검일 수 있다. 2015년 대주주 변경 이후 줄곧 견고한 밸류에이션 최하단 역할을 했던 12M Fwd P/B 2.3x 수준을 COVID-19 이후 회복하지 못하고 있다. 이에 Target Multiple 1.9x를 적용한다.

한은시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	19,802	21,067	21,956	23,453	23,404	24,291	23,274	24,645	73,514	86,277	95,613
YoY(%)	5.9	13.7	28.8	21.8	18.2	15.3	6.0	5.1	7.0	17.4	10.8
QoQ(%)	2.8	6.4	4.2	6.8	-0.2	3.8	-4.2	5.9			
매출원가	18,016	19,063	19,913	20,814	21,261	21,454	21,377	22,328	65,024	77,806	86,420
%	91.0	90.5	90.7	88.8	90.8	88.3	91.9	90.6	88.5	90.2	90.4
판매비 및 관리비	1,482	1,404	1,425	1,595	1,540	1,402	1,694	1,770	5,232	5,905	6,406
%	7.5	6.7	6.5	6.8	6.6	5.8	7.3	7.2	7.1	6.8	6.7
영업이익	305	601	618	1,043	602	1,435	203	547	3,258	2,566	2,786
%	1.5	2.9	2.8	4.4	2.6	5.9	0.9	2.2	4.4	3.0	2.9
YoY(%)	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	97.7	138.8	-67.2	-47.6	3.2	-21.2	8.6
QoQ(%)	-49.8	97.2	2.8	68.9	-42.3	138.2	-85.9	169.4			
세전이익	299	146	257	270	666	1,352	-269	204	3,546	972	1,954
%	1.5	0.7	1.2	1.2	2.8	5.6	-1.2	0.8	4.8	1.1	2.0
지배주주순이익	197	140	168	-300	439	1,072	-454	161	3,085	204	1,218
%	1.0	0.7	0.8	-1.3	1.9	4.4	-1.9	0.7	4.2	0.2	1.3

자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

한은시스템 3Q23 영업이익 전년 동기 대비 증감분석(단위: 십억원)



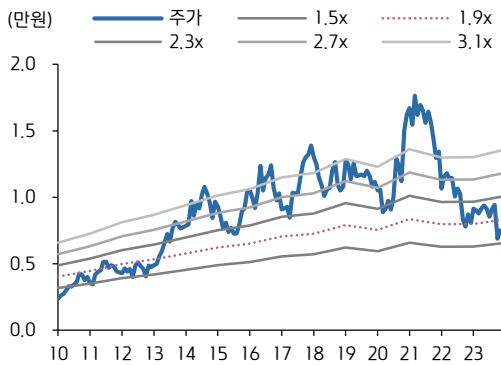
자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

한은시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,357	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	533,800	
Target Multiple(배)	1.9	2014년 이후 한은시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 하단
적정주가(원)	8,278	
목표주가(원)	8,000	
전일종가(원)	7,510	
Upside	6.5%	

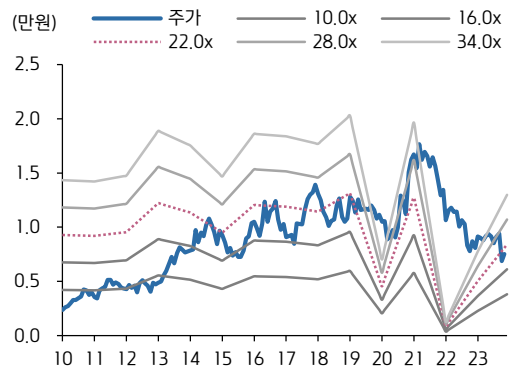
자료: 키움증권 리서치

한은시스템 12M Fwd P/B Chart



자료: 키움증권 리서치

한은시스템 12M Fwd P/E Chart



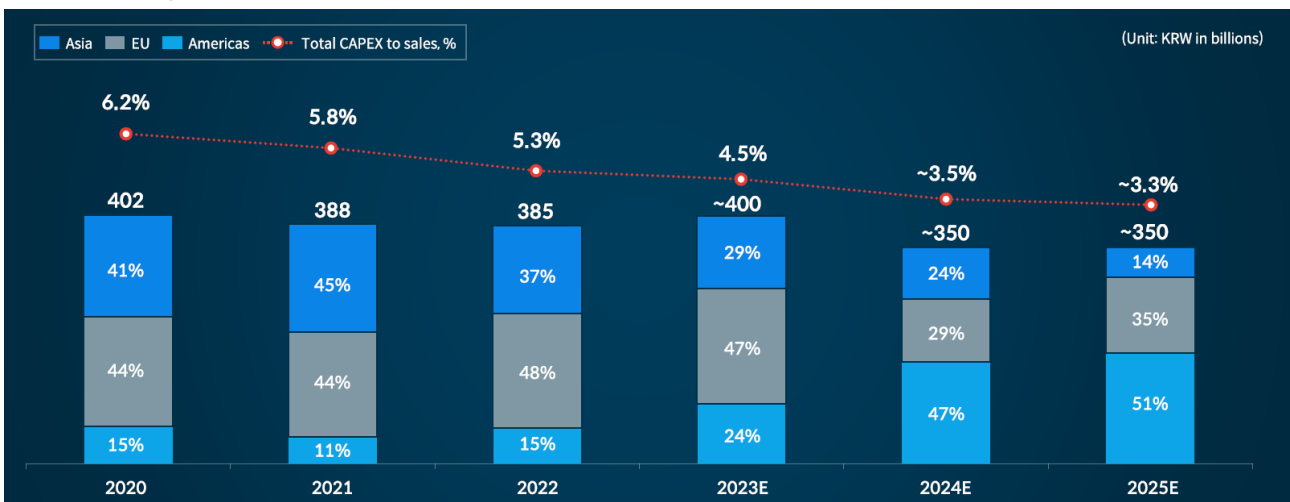
자료: 키움증권 리서치

한은시스템 2023~2030년 중장기 주요 재무목표

Key Points	Key Metrics	2023E	2024E	2025E	2030E
Continue industry-leading growth and lead xEV thermal management market	Revenue (T KRW)	~9.5 T KRW	~9.8 T KRW	~11 T KRW	~16 T KRW
	xEV Revenue %	~27%	~30%	~35%	70-80%
Clear priority on executing electrification plan and achieving financial targets	EBITDA Margin	~9.2%	~10.7%	~11.5%	~15%
	OI Margin	~2.9%	~4.2%	~5.5%	~9%
Focus on maximizing efficiency of capital deployment	Tangible CAPEX (% of Sales)	~4.2%	~3.6%	~3.2%	3.0-3.5%
	Intangible CAPEX (% of Sales)	~3.2%	~3.1%	~2.7%	~2.5%
Committed to generating FCF to deliver improved returns to the shareholders	Free Cashflow	Negative	Neutral	Positive	Accelerating

자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

한은시스템 CapEx 규모 및 지역별 Breakdown 중기 가이드런스



자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

Table with 6 columns: 12월 결산, IFRS 연결, 2021A, 2022A, 2023F, 2024F, 2025F. Rows include 매출액, 영업이익, EBITDA, 법인세차감전이익, 당기순이익, 지배주주순이익, and various growth metrics like EPS and EBITDA Margin.

재무상태표

(단위: 십억원)

Table with 6 columns: 12월 결산, IFRS 연결, 2021A, 2022A, 2023F, 2024F, 2025F. Rows include 유동자산, 비유동자산, 자산총계, 유동부채, 부채총계, and 자본총계.

현금흐름표

(단위: 십억원)

Table with 6 columns: 12월 결산, IFRS 연결, 2021A, 2022A, 2023F, 2024F, 2025F. Rows include 영업활동 현금흐름, 투자활동 현금흐름, 재무활동 현금흐름, and ending cash balances.

투자지표

(단위: 원, %, 배)

Table with 6 columns: 12월 결산, IFRS 연결, 2021A, 2022A, 2023F, 2024F, 2025F. Rows include EPS, BPS, CFPS, DPS, PER, PBR, ROA, ROE, ROIC, and FCF.

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 11월 09일 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.

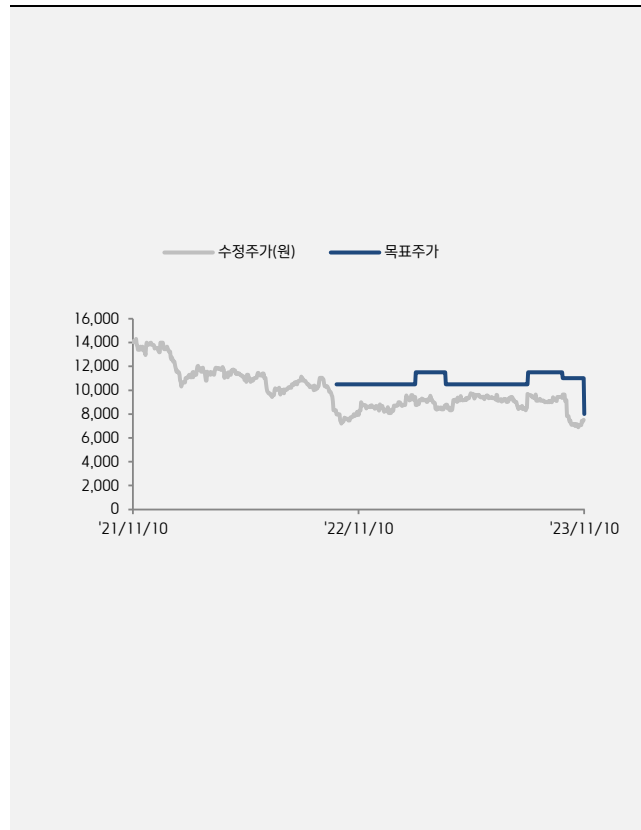
고지사항

- 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 사점	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	-19.46	-16.09
	2023-10-06	Outperform (Maintain)	11,000원	6개월	-30.08	-12.27
	2023-11-10	Marketperform (Downgrade)	8,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

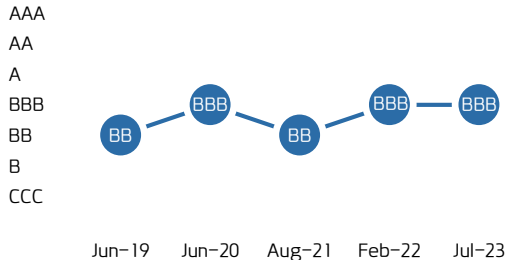
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/10/01~2023/09/30)

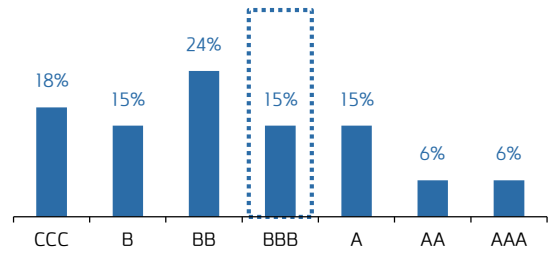
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

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