



BUY(Maintain)

목표주가: 10,500원(하향)

주가(03/30): 8,650원

시가총액: 46,174억원



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

Stock Data

KOSPI(03/30)		2,453.16pt
52 주 추가등락	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,950원	7,210원
등락률	-27.6%	20.0%
수익률	절대	상대
1M	-4.2%	-5.8%
6M	4.0%	-8.6%
1Y	-23.1%	-15.6%

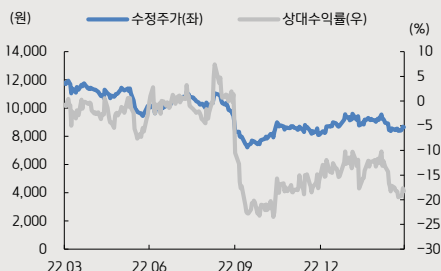
Company Data

발행주식수	533,800	천주
일평균 거래량(3M)	793	천주
외국인 지분율	16.2%	
배당수익률(2023E)	4.1%	
BPS(2023E)	4,394	원
주요 주주	한앤코오호홀딩스	50.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,172.1	9,594.4
영업이익	325.8	256.6	385.9	479.4
EBITDA	834.3	814.5	967.4	1,063.0
세전이익	354.6	97.2	307.1	494.3
순이익	310.7	26.7	245.7	395.4
지배주주지분순이익	308.5	20.4	242.0	389.5
EPS(원)	578	38	453	730
증감률(% YoY)	179.5	-93.4	1,083.9	61.0
PER(배)	23.3	211.3	19.1	11.9
PBR(배)	3.06	1.93	1.98	1.78
EV/EBITDA(배)	11.5	8.9	7.8	6.7
영업이익률(%)	4.4	3.0	4.2	5.0
ROE(%)	13.8	0.9	10.6	15.7
순차입금비율(%)	93.0	119.3	110.9	85.4

Price Trend



Earnings Update

한온시스템 (018880)

유럽 고객사 생산 차질을 딛고 증익



한온시스템은 2023년 연간 실적에 대한 기존 가이드스(매출액 9조 원, 영업이익 4,000억 원)를 유지하고 있다. 다만 동사 3위 고객사인 Volkswagen Group의 ID 시리즈 일부 부품에 탑재되는 차량용 반도체의 쇼티지가 발생하면서 ID.Buzz 등의 신차 ramp-up에 어려움을 겪고 있는 상황이다. 동사의 1Q23 매출 및 영업이익 YoY 성장에는 무리가 없을 것이나 수익성 관점에서는 1H23까지 시장 기대치를 하회할 전망이다.

>>> 1Q23 Preview: 유럽 부진, 내수와 미주는 견조

동사의 1Q23 실적은 매출액 2.18조 원(+10.2% YoY, -6.9% QoQ), 영업이익 584억 원(+91.6% YoY, -44.0% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.16조 원, 영업이익 825억 원)를 하회할 전망이다. 동사의 단기 실적 성장을 견인할 것으로 기대했던 VW Group의 ID 시리즈 생산 차질 지속에 따른 유럽 실적 부진이 주요 원인이다. ID.Buzz의 출고 대기 기간이 18개월까지 늘어나는 등 최근 현대차그룹 E-GMP 시리즈가 발빠른 증산 대응으로 글로벌 BEV 수요를 흡수해 나가고 있는 흐름과는 상반되는 모습이다.

인플레이션에 따른 협력사 비용 증가분 보전이 지속되고 있다는 점 역시 부담이다. 이에 동사는 고객사들에게 전년 대비 더욱 적극적인 비용 전가 협상을 시도할 것으로 보이지만 1Q23 실적에 온기로 반영되기는 어려울 전망이다.

>>> 현대차그룹, Ford 신규 미국 BEV 생산기지 물량 대응 기대

올해 상반기 중 현대차그룹의 조지아주 BEV 전용 공장 및 Ford의 BlueOval City EV mega-campus에서 향후 생산될 신차에 대한 동사의 수주 규모가 확정될 것으로 판단한다. 양사 모두 2025년 상반기부터 신규 미국 공장에서 본격적으로 BEV 양산을 개시할 계획이기 때문에, 이에 안정적으로 대응하기 위해서는 동사 역시 올해 상반기 중 미국 내 신규 조립공장 착공에 들어가기 때문이다. 캐나다, 멕시코에도 연내 신규 부품공장 착공이 예정되어 있으며, 올해 북미 지역에 집중될 신규 투자는 동사가 2023년 연간 CapEx 가이드스로 제시한 4,000억 원 이내에서 통제 가능할 것으로 판단한다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 10,500원으로 하향

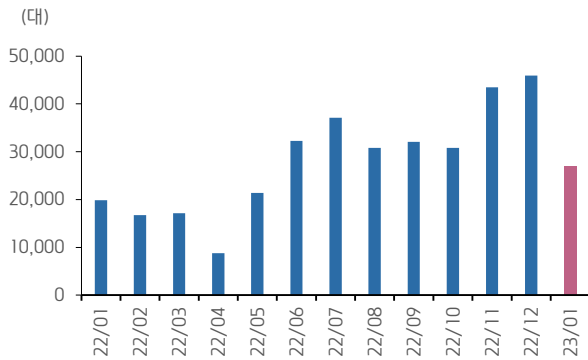
동사에 대한 BUY 투자의견을 유지하며 목표주가는 10,500원으로 하향한다. 아직 2023년 연간 실적 가이드스에 대한 신뢰도가 훼손된 단계는 아니다. 하지만 작년에 다소 부진했던 부품업종 실적에 대한 개선 기대치가 높은 상황이므로 동사의 1Q23 실적 눈높이 하향 조정은 단기적인 주가 흐름에 부담이 될 것으로 판단한다. 다만 Denso와 더불어 향후 북미 현지에서 e-Compressor를 대량 생산할 수 있는 공장을 확보하게 된다는 점에서, 북미 시장에서의 추가적인 BEV 프로젝트 수주를 기대해볼 수 있다는 점은 긍정적이다.

한은시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	19,802	21,067	21,956	23,453	21,830	21,868	23,043	24,980	73,514	86,277	91,721
YoY(%)	5.9	13.7	28.8	21.8	10.2	3.8	5.0	6.5	7.0	17.4	6.3
QoQ(%)	2.8	6.4	4.2	6.8	-6.9	0.2	5.4	8.4			
매출원가	18,016	19,063	19,913	20,814	19,495	19,463	20,393	22,007	65,024	77,806	81,357
%	91.0	90.5	90.7	88.8	89.3	89.0	88.5	88.1	88.5	90.2	88.7
판매비 및 관리비	1,482	1,404	1,425	1,595	1,752	1,500	1,718	1,535	5,232	5,905	6,505
%	7.5	6.7	6.5	6.8	8.0	6.9	7.5	6.1	7.1	6.8	7.1
영업이익	305	601	618	1,043	584	906	932	1,438	3,258	2,566	3,859
%	1.5	2.9	2.8	4.4	2.7	4.1	4.0	5.8	4.4	3.0	4.2
YoY(%)	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	91.6	50.8	50.8	37.8	3.2	-21.2	50.4
QoQ(%)	-49.8	97.2	2.8	68.9	-44.0	55.2	2.8	54.3			
세전이익	299	146	257	270	169	600	839	1,463	3,546	972	3,071
%	1.5	0.7	1.2	1.2	1.5	0.7	1.2	1.6	4.8	1.1	3.3
지배주주순이익	197	140	168	-300	133	473	661	1,153	3,085	204	2,420
%	1.0	0.7	0.8	-1.3	0.6	2.2	2.9	4.6	4.2	0.2	2.6

자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

VW Group의 ID 시리즈 글로벌 생산실적 추이



자료: Marklines, 키움증권 리서치

Ford BlueOval City EV mega-campus 건설 현장



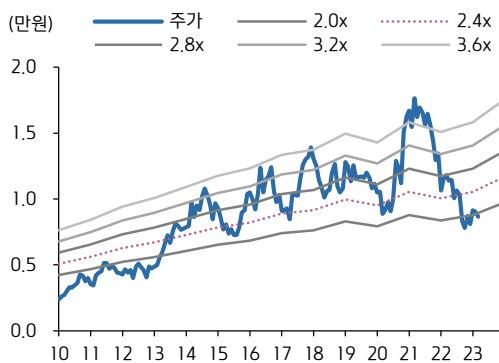
자료: Ford, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,474	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	533,800	
Target Multiple(배)	2.4	2014년 이후 한온시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 하단
적정주가(원)	10,737	
목표주가(원)	10,500	
전일종가(원)	8,650	
Upside	21.4%	

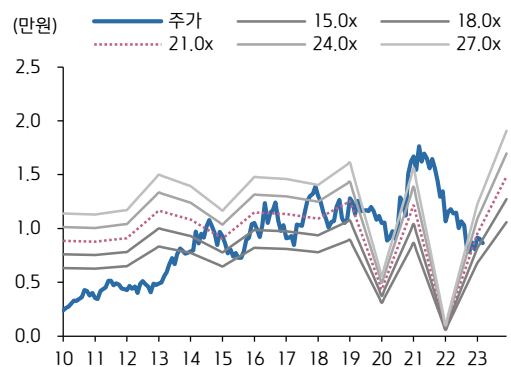
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 03월 30일 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 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

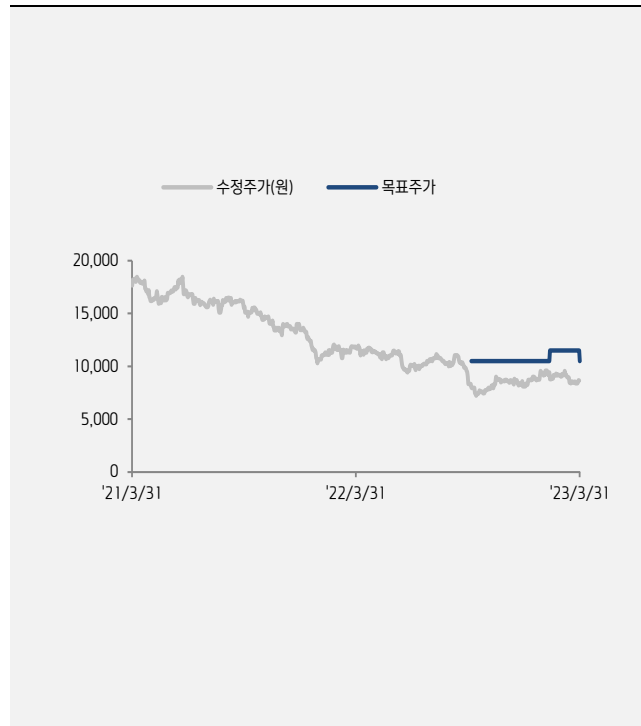
고지사항

- 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	-20.17
	2023-03-31	Buy(Maintain)	10,500원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

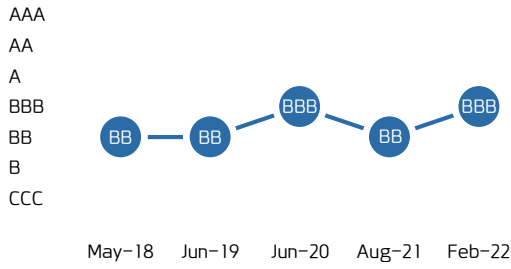
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

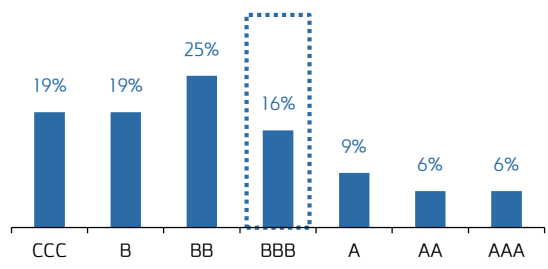
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

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	5.3	4.2		
환경	4.0	4.5	18.0%	
친환경 기술	4.0	4.2	18.0%	
사회	4.9	3.7	41.0%	▲0.9
제품의 안전성 및 품질	7.1	3.9	23.0%	▲1.7
노무 관리	2.2	3.5	18.0%	
지배구조	6.3	4.6	41.0%	▲0.8
기업 지배구조	7.7	5.7		▲0.7
기업 활동	5.2	4.8		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	최근 ESG 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 주요 경쟁사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안정성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN SCA	●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●	AAA	◀▶
APTIV PLC	●●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●●	AA	◀▶
BRIDGESTONE CORPORATION	●	●	●●●	●●●●	●●●●	AA	▲
Contemporary Amperex Technology Co., Ltd.	●●●●	●●●●	●●	●	●●●	A	▲
DENSO CORPORATION	●●●●	●●●●	●●	●	●●●	BBB	▼
Hanon Systems	●●●	●	●●●●	●●●●	●●	BBB	▲

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