



BUY(Maintain)

목표주가: 5,500원(유지)

주가(11/01): 4,005원

시가총액: 21,379억 원



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

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Change. Includes KOSPI(11/01), 52 주 주가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

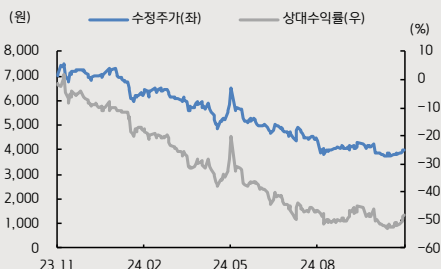
Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2022, 2023, 2024F, 2025F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, EPS, and ROE.

Price Trend



Earnings Update

한온시스템 (018880)

최대주주 변경, 경영 정상화의 신호탄



한온시스템은 24년(매출액 10조 원, 영업이익 4,000억 원)과 25년(매출액 11조 원, 영업이익 6,000억 원) 실적 가이드를 제시한 바 있으나 현실적으로 달성 가능성이 낮으므로 업데이트가 필요하다.

>>> 3Q24 Preview: 내수, 유럽 수익성 회복 기대

매출액 2.4조 원(+2.9 YoY, -6.4% QoQ), 영업이익 801억 원(+295.1% YoY, +12.0% QoQ)을 기록하며 시장의 영업실적 기대치(매출액 2.4조 원, 영업이익 768억 원)에 부합할 전망이다.

한온시스템의 4세대 배터리 열관리 시스템이 최초 탑재된 기아 EV3가 3Q24에 1.5만 대 이상 출하(내수 8천 대, 수출 7.7천 대)되며 한온시스템의 내수 수익성 회복에 기여했을 것으로 판단한다.

>>> 지분율 23% 매각: 한앤코 → 한국타이어엔테크놀로지

한온시스템은 최대주주 변경을 예고하는 주식매매계약 체결 건을 11월 1일 공시했다. 당사의 한온시스템 투자 의견 상향 보고서 발간(9월 3일) 이후 9월 30일에 예상치 못하게 공시됐던 유상증자 규모 확대 수반 인수 조건 변경안이 한온시스템의 단기 주가 급락을 야기한 바 있었다.

①54.8%에 달하는 지분을 확보하게 될 경우 앞으로 한온시스템의 실적이 연결재무제표에 반영될 예정이며 특히 재무상태표에 부담 가중될 전망. 유상증자 6천억 원 중 2천억 원이 한온시스템의 채무상환자금으로 분리 배정된 배경

②운영자금으로 배정된 4천억 원의 일부는 한온시스템이 수익성 제고 차원에서 추진해왔던 고정비 효율화, 글로벌 구조조정 자금으로 활용될 전망. 특히 고비용, 저생산성 구조의 유럽 사업장 효율화가 주요 타겟이 될 것으로 기대

③이번 M&A 딜에는 한앤코가 2027년 초에 잔여 지분의 40%까지 주당 5,200원에 한국타이어엔테크놀로지에 추가 매각할 수 있는 풋옵션 포함됨. 즉 최대주주는 한온시스템 주가 부양을 통해 풋옵션 리스크를 해소하고자 할 것

한은시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	24,046	25,599	23,949	26,014	86,277	95,593	99,609
YoY(%)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.7	5.4	2.9	5.6	17.4	10.8	4.2
QoQ(%)	-0.2	3.8	-4.2	5.8	-2.4	6.5	-6.4	8.6			
매출원가	21,261	21,454	21,382	22,414	21,846	23,271	21,602	23,257	77,806	86,511	89,976
%	90.8	88.3	91.9	91.0	90.8	90.9	90.2	89.4	90.2	90.5	90.3
판매비 및 관리비	1,540	1,402	1,689	1,678	1,547	1,612	1,546	1,775	5,905	6,310	6,480
%	6.6	5.8	7.3	6.8	6.4	6.3	6.5	6.8	6.8	6.6	6.5
영업이익	602	1,435	203	532	653	716	801	983	2,566	2,772	3,153
%	2.6	5.9	0.9	2.2	2.7	2.8	3.3	3.8	3.0	2.9	3.2
YoY(%)	97.7	138.8	-67.2	-49.0	8.5	-50.1	295.1	84.6	-21.2	8.0	13.7
QoQ(%)	-42.3	138.2	-85.9	162.4	22.7	9.6	12.0	22.6			
세전이익	666	1,352	-269	-304	208	-328	0	60	972	1,446	-59
%	2.8	5.6	-1.2	-1.2	0.9	-1.3	0.0	0.2	1.1	1.5	-0.1
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	83	-341	0	38	204	510	-220
%	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.3	-1.3	0.0	0.1	0.2	0.5	-0.2

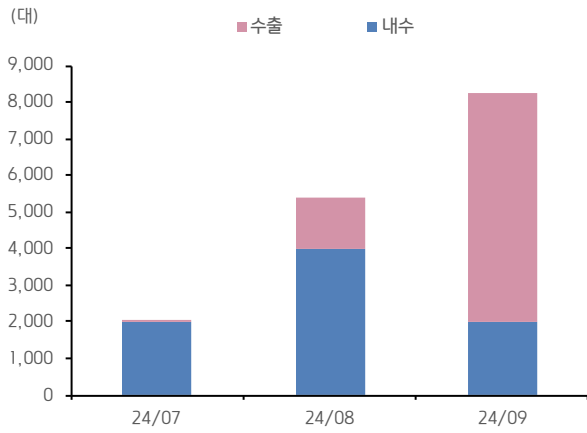
자료: 키움증권 리서치

한은시스템의 3대 수익성 제고안: 글로벌 인력구조 효율화를 포함하고 있음

Commitments ¹	Key Progress
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div> <p>Operational Efficiency Improvement</p> <div style="background-color: #007bff; color: white; padding: 5px; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">~100 B KRW</div> </div> </div>	<ul style="list-style-type: none"> Developed 2024 business plans with actions to achieve 100B improvement Optimized ~500 direct and indirect heads out of year-end target of 1,000
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div> <p>Supply Chain Optimization</p> <div style="background-color: #00a6c9; color: white; padding: 5px; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">~80 B KRW</div> </div> </div>	<ul style="list-style-type: none"> Secured freight contracts to achieve 2.6% freight costs to sales ratio in 2024 The Red Sea issue may pose some risks yet the expected impact is limited by the current freight contracts and negotiation with customers on force majeure
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div> <p>Additional Recovery and Repricing</p> <div style="background-color: #007bff; color: white; padding: 5px; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">~75 B KRW</div> </div> </div>	<ul style="list-style-type: none"> Achieved ~80% cost recovery in 2023 Continuously engaging customers on the cost recovery and repricing

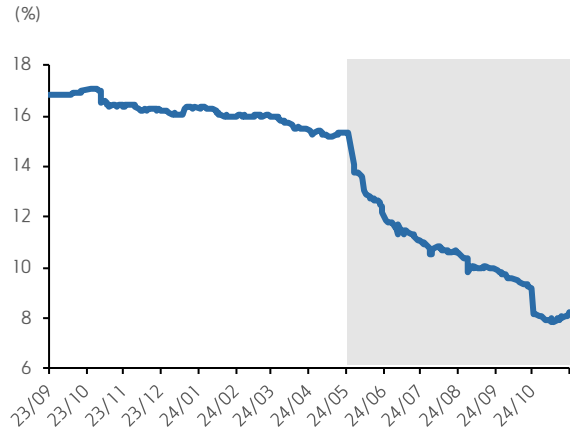
자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

기아 EV3: 3Q24 월 출하량 추이



자료: 기아, 키움증권 리서치

순이익 부진 및 거버넌스 이슈 불거지면서 외국인 이탈 현상 심화 → 채무상환 시점 확정 시 투심 회복 기대



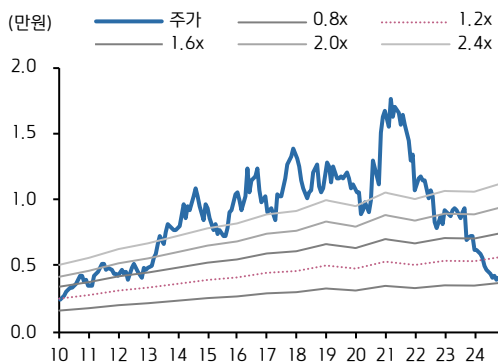
자료: Quantwise, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,658	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	678,763	제 3 자 배정 유상증자 신주발행 예정분 반영(2025년 발행주식수)
Target Multiple(배)	1.2	2010년 이후 한온시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 최하단
적정주가(원)	5,590	
목표주가(원)	5,500	
전일종가(원)	4,030	
Upside	36.3%	

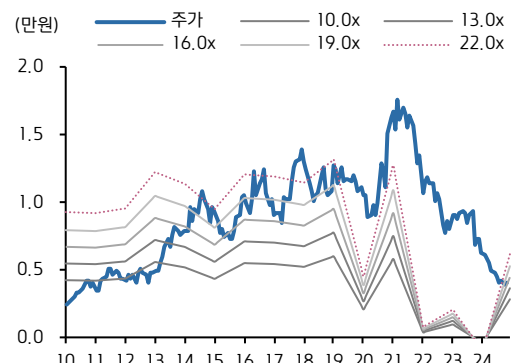
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Band Chart



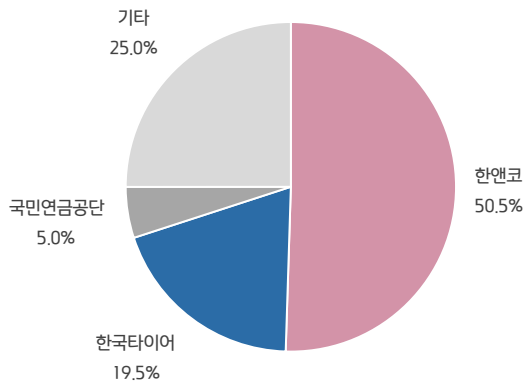
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Band Chart



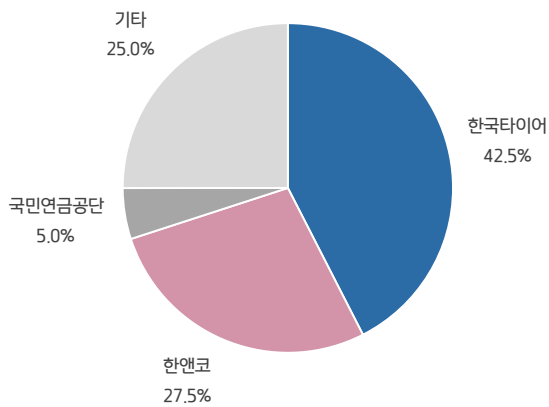
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 기존 지분구조



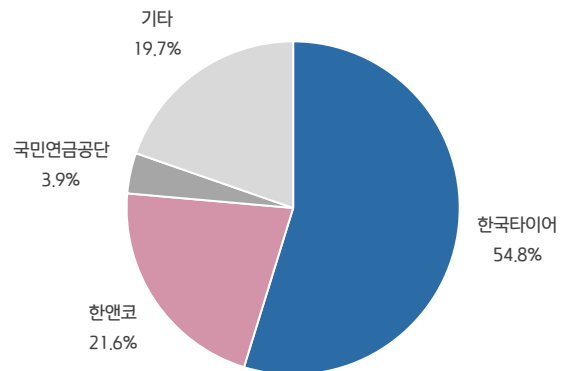
자료: 키움증권 리서치
주: 2024년 10월 30일 기준

한온시스템 지분구조 1차 변동 예정
: 한앤코 (<) 한국타이어앤테크놀로지 주식매매계약 반영



자료: 키움증권 리서치
주: 연내 지분 이관 예정

한온시스템 지분구조 2차 변동 예정
: 한국타이어앤테크놀로지 배정 신주발행 유상증자 반영



자료: 키움증권 리서치
주: 연내 신주발행 예정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,627.7	9,559.3	9,960.9	10,814.3	11,772.8
매출원가	7,780.6	8,651.1	8,997.6	9,546.6	10,369.7
매출충이익	847.1	908.2	963.3	1,267.6	1,403.1
판관비	590.5	630.9	648.0	755.3	811.3
영업이익	256.6	277.3	315.3	512.3	591.8
EBITDA	814.5	875.7	952.3	1,095.9	1,131.4
영업외손익	-159.4	-132.7	-321.2	-177.8	-95.0
이자수익	12.9	29.0	39.9	31.1	32.3
이자비용	105.6	185.7	186.8	142.0	127.9
외환관련이익	352.4	324.7	326.4	325.6	326.0
외환관련손실	318.3	261.0	267.0	264.0	265.5
종속 및 관계기업손익	8.9	12.5	12.5	12.5	12.5
기타	-109.7	-52.2	-246.2	-141.0	-72.4
법인세차감전이익	97.2	144.6	-5.9	334.5	496.7
법인세비용	70.4	85.7	10.9	100.3	149.0
계속사업손익	26.7	58.9	-16.8	234.1	347.7
당기순이익	26.7	58.9	-16.8	234.1	347.7
지배주주순이익	20.4	51.0	-22.0	210.7	312.9
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.4	10.8	4.2	8.6	8.9
영업이익 증감율	-21.2	8.1	13.7	62.5	15.5
EBITDA 증감율	-2.4	7.5	8.7	15.1	3.2
지배주주순이익 증감율	-93.4	150.0	-143.1	-1,057.7	48.5
EPS 증감율	-93.4	149.5	적전	확전	48.5
매출총이익율(%)	9.8	9.5	9.7	11.7	11.9
영업이익률(%)	3.0	2.9	3.2	4.7	5.0
EBITDA Margin(%)	9.4	9.2	9.6	10.1	9.6
지배주주순이익률(%)	0.2	0.5	-0.2	1.9	2.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378.3	517.4	466.0	591.4	747.7
당기순이익	26.7	58.9	-16.8	234.1	347.7
비현금항목의 가감	872.3	895.1	798.9	794.9	786.4
유형자산감가상각비	398.4	418.1	426.3	408.8	394.7
무형자산감가상각비	159.5	180.3	210.6	174.7	144.9
지분법평가손익	-8.9	-12.5	-12.5	-12.5	-12.5
기타	323.3	309.2	174.5	223.9	259.3
영업활동자산부채증감	-373.1	-193.5	-165.7	-234.0	-149.2
매출채권및기타채권의감소	-218.4	-21.0	-86.9	-139.4	-134.2
재고자산의감소	-167.8	-140.4	-54.9	-102.4	-115.0
매입채무및기타채무의증가	239.2	27.8	-113.0	84.7	99.5
기타	-226.1	-59.9	89.1	-76.9	0.5
기타현금흐름	-147.6	-243.1	-150.4	-203.6	-237.2
투자활동 현금흐름	-643.3	-677.3	-318.7	-306.2	-313.3
유형자산의 취득	-385.1	-481.2	-358.6	-346.1	-353.2
유형자산의 처분	10.2	64.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-256.6	-316.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	64.1	11.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-8.6	4.9	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-67.3	40.0	40.1	40.1	40.1
재무활동 현금흐름	262.0	-480.3	-50.5	-242.1	-339.9
차입금의 증가(감소)	523.0	-223.2	-409.8	-170.0	-200.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	600.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-194.2	-185.0	-168.6	0.0	-67.9
기타	-66.8	-72.1	-72.1	-72.1	-72.0
기타현금흐름	28.4	-10.4	181.9	16.7	58.5
현금 및 현금성자산의 순증가	25.4	-650.6	278.6	59.8	153.0
기초현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	778.6	1,057.2	1,117.0
기말현금 및 현금성자산	1,429.1	778.6	1,057.2	1,117.0	1,270.0

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,194.8	3,696.9	4,128.3	4,435.0	4,842.2
현금 및 현금성자산	1,429.1	778.6	1,057.2	1,117.0	1,270.0
단기금융자산	24.7	19.8	20.0	20.2	20.4
매출채권 및 기타채권	1,262.4	1,287.7	1,374.6	1,514.0	1,648.2
재고자산	971.9	1,140.4	1,195.3	1,297.7	1,412.7
기타유동자산	506.7	470.4	481.2	486.1	490.9
비유동자산	4,904.0	5,547.5	5,291.1	5,061.4	4,889.8
투자자산	87.4	88.8	101.3	113.8	126.3
유형자산	2,371.4	2,716.5	2,648.8	2,586.0	2,544.5
무형자산	1,923.1	2,126.0	1,915.4	1,740.7	1,595.8
기타비유동자산	522.1	616.2	625.6	620.9	623.2
자산총계	9,098.8	9,244.4	9,419.5	9,496.3	9,732.0
유동부채	4,021.1	3,576.1	3,151.3	3,308.0	3,406.9
매입채무 및 기타채무	1,850.5	1,905.8	1,792.8	1,877.5	1,977.0
단기금융부채	1,974.7	1,467.3	1,137.5	1,217.5	1,217.5
기타유동부채	195.9	203.0	221.0	213.0	212.4
비유동부채	2,707.8	3,159.8	3,125.5	2,828.4	2,644.6
장기금융부채	2,305.4	2,679.1	2,599.1	2,349.1	2,149.1
기타비유동부채	402.4	480.7	526.4	479.3	495.5
부채총계	6,728.9	6,735.9	6,276.8	6,136.4	6,051.4
자본지분	2,236.0	2,371.7	3,000.7	3,194.5	3,480.4
자본금	53.4	53.4	67.9	67.9	67.9
자본잉여금	-23.1	-23.1	562.4	562.4	562.4
기타자본	12.2	13.8	13.8	13.8	13.8
기타포괄손익누계액	-50.0	224.4	275.4	326.4	377.4
이익잉여금	2,243.5	2,103.1	2,081.1	2,224.0	2,458.9
비자본지분	133.9	136.8	142.0	165.4	200.2
자본총계	2,369.9	2,508.5	3,142.7	3,359.9	3,680.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	38	96	-40	310	461
BPS	4,189	4,443	4,421	4,706	5,128
CFPS	1,684	1,787	1,433	1,516	1,671
DPS	360	316	0	100	115
주가배수(배)					
PER	211.3	76.3	-98.4	12.8	8.6
PER(최고)	365.7	106.5	-181.9		
PER(최저)	185.4	70.3	-91.0		
PBR	1.93	1.64	0.90	0.84	0.77
PBR(최고)	3.34	2.29	1.66		
PBR(최저)	1.69	1.51	0.83		
PSR	0.50	0.41	0.22	0.25	0.23
PCFR	4.8	4.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	8.9	8.4	5.2	4.3	3.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	718.4	286.4	0.0	29.0	22.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	4.4	4.3	0.0	2.5	2.9
ROA	0.3	0.6	-0.2	2.5	3.6
ROE	0.9	2.2	-0.8	6.8	9.4
ROIC	2.1	3.2	5.8	5.2	7.1
매출채권회전율	7.6	7.5	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율	9.7	9.1	8.5	8.7	8.7
부채비율	283.9	268.5	199.7	182.6	164.4
순차입금비율	119.3	133.5	84.6	72.3	56.4
이자보상배율	2.4	1.5	1.7	3.6	4.6
총차입금	4,280.1	4,146.4	3,736.6	3,566.6	3,366.6
순차입금	2,826.3	3,348.0	2,659.4	2,429.4	2,076.2
NOPLAT	814.5	875.7	952.3	1,095.9	1,131.4
FCF	-337.9	-146.7	464.3	319.7	465.2

Compliance Notice

- 당사는 11월 01일 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

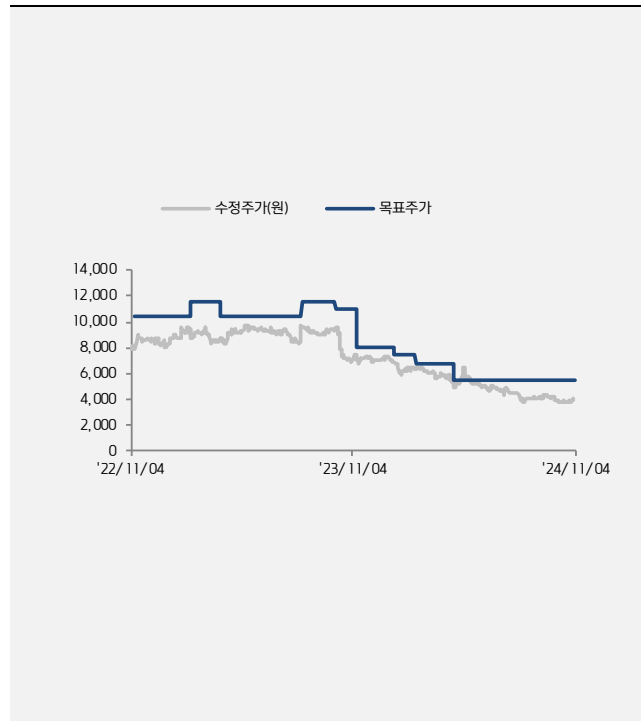
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2022-11-10	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-18.95	-14.29
	2023-01-11	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-17.08	-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	-11.24	-8.63
	2024-01-10	Marketperform (Maintain)	7,500원	6개월	-14.93	-8.67
	2024-02-15	Marketperform (Maintain)	6,800원	6개월	-12.18	-4.56
	2024-04-18	Marketperform (Maintain)	5,500원	6개월	0.99	18.00
	2024-05-13	Marketperform (Maintain)	5,500원	6개월	-12.78	18.00
	2024-09-03	Buy(Upgrade)	5,500원	6개월	-16.12	18.00
	2024-11-04	Buy(Maintain)	5,500원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

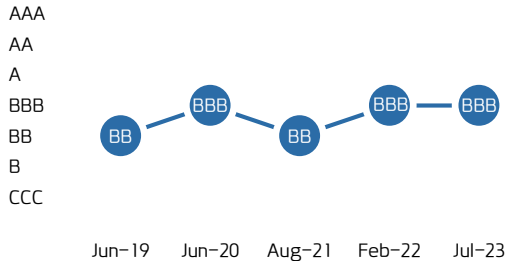
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/10/01~2024/9/30)

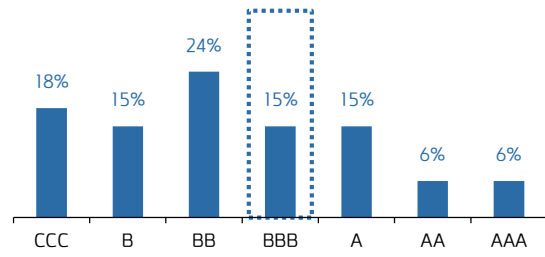
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

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		
환경	4.4	4.5	18.0%	▲0.4
친환경 기술	4.4	4.1	18.0%	▲0.4
사회	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
지배구조	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 안정성 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 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치