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
52주 주가동향	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%

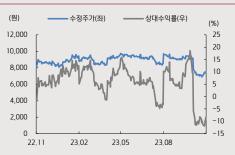
Company Data

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



한온시스템 (018880)

영업이익 가이던스 및 분기배당 하향조정



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

>>> 3O23 Review: 생각보다 더 가혹했던 비수기

3Q23 실적은 매출액 2.33조 원(+6.0% YoY, -4.2% QoQ), 영업이익 203억 원(-67.2% YoY, -85.9% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.32조 원, 영업이익 674억 원)를 하회했다. 당사는 3Q23 Preview 보고서를 통해 UAW 파업 장기화 가능성과 Volkswagen ID 시리즈 증산 부진에 기인한 실적 눈높 이 하향을 제안했었다. 다만 차량용 반도체, 물류비 등 한동안 부품업계의 마 진 스퀴즈를 유발했었으나 이제는 마무리된 것으로 시장에서 받아들이고 있었 던 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 확 대 및 재무건전성 개선을 위한 동사의 배당정책 변화가 시작되었다.

>>> 2023년 가이던스 업데이트: 매출액 상향, 영업이익 하향

2023년 연간 실적 가이던스는 매출액: 9조 원 → 9.5조 원, 영업이익: 4,000 억 원 → 2,800억 원으로 업데이트됐다. 고객사 생산 정상화, 우호적 환효과 에 기인해 올해 공통적으로 부품업종 매출액은 예상치를 뛰어넘고 있다. 결국 업체 간 차별화는 비용 통제력과 수익성 방어에서 발현되고 있다. 비록 4Q23 도 UAW 파업 영향권에 있었지만, 2Q23 실적발표에서 시장과 소통한 바 있 는 고객사들과의 연말 추가 인플레이션 비용정산 건을 고려한다면 2.800억 원 영업이익 신규 가이던스는 기존의 시장 기대치를 크게 하회하는 수준이다.

>>> 투자의견 Marketperform, 목표주가 8,000원으로 하향

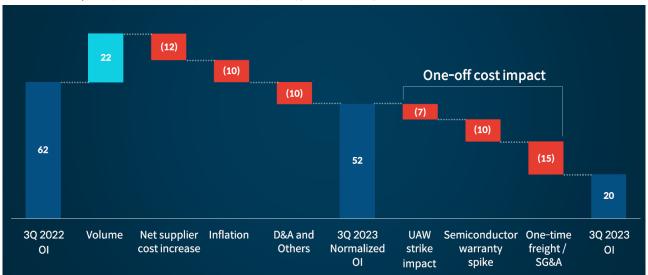
동사에 대한 투자의견은 Marketperform으로, 목표주가는 8,000원으로 하향 한다. 특히 2024년에는 cash & profitability에 집중하는 재무전략을 펼칠 것 으로 공식화한 만큼, 2023년 대비 연간 DPS가 축소될 가능성이 높아졌다. 답 보 상태인 M&A의 불씨를 살리기 위해서 필요한 조치임에는 공감하지만 부진 한 수익성 개선세에도 불구하고 주가 하방경직성 확보에 기여해왔던 기존 배 당정책에 대한 변화는 양날의 검일 수 있다. 2015년 대주주 변경 이후 줄곧 견고한 밸류에이션 최하단 역할을 했던 12M Fwd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

한온시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(ELOI, OLOI)	1022	2022	2022	1022	1022	2022	20220	40335	2021	2022	20225
(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: 한온시스템, 키움증권 리서치

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



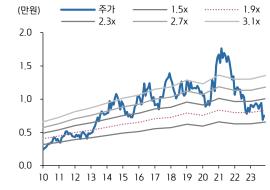
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

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

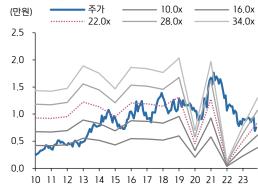
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Chart



자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Chart



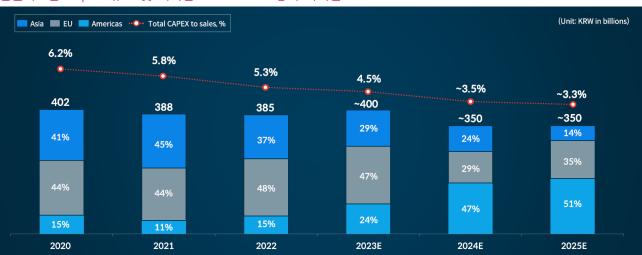
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 2023~2030년 중장기 주요 재무목표

Key Points	Key Metrics	2023E	2024E	2025E	2030E
Continue industry-leading growth and	Revenue (T KRW)	~9.5 T KRW	~9.8 T KRW	~11 T KRW	~16 T KRW
lead xEV thermal management market	xEV Revenue %	~27%	~30%	~35%	70-80%
Clear priority on executing electrification	EBITDA Margin	~9.2%	~10.7%	~11.5%	~15%
plan and achieving financial targets	OI Margin	~2.9%	~4.2%	~5.5%	~9%
Focus on maximizing efficiency of capital	Tangible CAPEX (% of Sales)	~4.2%	~3.6%	~3.2%	3.0-3.5%
deployment	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: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 CapEx 규모 및 지역별 Breakdown 중기 가이던스



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

포괄손익계산서	(단위: 십억원) 재무상태표	(단위: 십억원)
---------	-----------------	-----------

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,561.3	9,881.6	10,731.3	유동자산	3,551.7	4, 194.8	3,851.1	4,247.0	4,859.2
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,642.0	8,827.5	9,383.9	현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,097.8	1,355.9	1,702.0
매출총이익	849.0	847.1	919.3	1,054.2	1,347.4	단기금융자산	16.1	24.7	32.0	41.7	54.2
판관비	523.2	590.5	640.6	658.2	731.7	매출채권 및 기타채권	1,001.6	1,262.4	1,399.0	1,445.9	1,570.2
영업이익	325.8	256.6	278.6	395.9	615.6	재고자산	810.1	971.9	764.9	790.5	858.5
EBITDA	834.3	814.5	860.2	987.1	1,162.0	기타유동자산	320.1	506.7	557.4	613.0	674.3
영업외손익	28.9	-159.4	-83.3	-109.8	-121.5	비유동자산	4,682.0	4,904.0	5,099.2	4,884.2	4,695.4
이자수익	6.5	12.9	26.0	34.9	33.3	투자자산	142.7	87.4	96.5	105.6	114.6
이자비용	85.6	105.6	122.8	134.1	118.7	유형자산	2,336.3	2,371.4	2,411.9	2,361.4	2,322.2
외환관련이익	250.5	352.4	301.5	326.9	314.2	무형자산	1,790.2	1,923.1	2,091.4	1,906.5	1,753.4
외환관련손실	218.2	318.3	268.3	293.3	280.8	기타비유동자산	412.8	522.1	499.4	510.7	505.2
종속 및 관계기업손익	5.4	8.9	9.1	9.1	9.1	자산총계	8,233.7	9,098.8	8,950.2	9,131.2	9,554.6
기타	70.3	-109.7	-28.8	-53.3	-78.6		2,813.5	4,021.1	3,908.3	3,986.1	4,171.5
법인세차감전이익	354.6	97.2	195.4	286.1	494.2	매입채무 및 기타채무	1,500.5	1,850.5	1,924.3	2,034.0	2,219.4
법인세비용	43.9	70.4	65.6	71.5	123.5	단기금융부채	1,167.3	1,974.7	1,839.1	1,807.1	1,807.1
계속사업순손익	310.7	26.7	129.8	214.6	370.6	기타유동부채	145.7	195.9	144.9	145.0	145.0
당기순이익	310.7	26.7	129.8	214.6	370.6	비유 동부 채	2,943.6	2,707.8	2,657.8	2,657.8	2,657.8
지배주주순이익	308.5	20.4	121.8	211.4	365.1	장기금융부채	2,555.5	2,305.4	2,255.4	2,255.4	2,255.4
증감율 및 수익성 (%)						기타비유동부채	388, 1	402.4	402.4	402.4	402.4
매출액 증감율	7.0	17.4	10,8	3.3	8.6	부채총계	5,757.1	6,728.9	6,566.2	6,643.9	6,829.4
영업이익 증감율	3.2	-21.2	8.6	42.1	55.5	지배지분	2,343.2	2,236.0	2,242.2	2,342.2	2,574.6
EBITDA 증감율	6.4	-2.4	5.6	14.8	17.7	자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
지배주주순이익 증감율	179.5	-93.4	497.1	73.6	72.7	 자본잉여금	-11.0	-9.8	-9.8	-9.8	-9.8
EPS 증감율	179.5	-93.4	496.1	73.5	72.7	기타자본	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
매출총이익율(%)	11.5	9.8	9.6	10.7	12.6	기타포괄손익누계액	-66.4	-50.0	9.5	68.9	128.3
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	4.0	5.7	이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,190.3	2,230.9	2,403.8
EBITDA Margin(%)	11.3	9.4	9.0	10.0	10.8	비지배지분	133.4	133.9	141.8	145.1	150.6
지배주주순이익률(%)	4.2	0.2	1.3	2.1	3.4	자본총계	2,476.7	2,369.9	2,384.1	2,487.3	2,725.2

		
현금흐름표	(단위: 십억원) 투자지표	(단위: 원, %, 배)
언트으름표	(한다. 합의전) 무지지표	(근뒤: 편, 20, 메)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636.3	378.3	884.2	913.9	969.2	주당지표(원)					
당기순이익	310.7	26.7	129.8	214.6	370.6	EPS	578	38	228	396	684
비현금항목의 가감	654.7	872.3	866.0	885.6	878.3	BPS	4,390	4,189	4,201	4,388	4,823
유형자산감가상각비	374.7	398.4	399.8	406.3	393.3	CFPS	1,809	1,684	1,866	2,061	2,340
무형자산감가상각비	133.9	159.5	181.7	184.9	153.1	DPS	360	360	328	320	360
지분법평가손익	-5.4	-8.9	-9.1	-9.1	-9.1	주가배수(배)					
기타	151.5	323.3	293.6	303.5	341.0	PER	23.3	211.3	32.9	19.0	11.0
영업활동자산부채증감	-189.5	-373.1	48.0	-18.5	-73.5	PER(최고)	35.0	365.7	44.6		
매출채권및기타채권의감소	243.9	-218.4	-136.6	-46.9	-124.3	PER(최저)	22.2	185.4	30.1		
재고자산의감소	-162.9	-167.8	207.0	-25.6	-68.0	PBR	3.06	1.93	1.79	1.71	1.56
매입채무및기타채무의증가	-135.0	239.2	73.8	109.8	185.4	PBR(최고)	4.60	3.34	2.42		
기타	-135.5	-226.1	-96.2	-55.8	-66.6	PBR(최저)	2.93	1.69	1.64		
기타현금흐름	-139.6	-147.6	-159.6	-167.8	-206.2	PSR	0.98	0.50	0.42	0.41	0.37
투자활동 현금흐름	-557.3	-643.3	-865.0	-432.8	-434.0	PCFR	7.4	4.8	4.0	3.6	3.2
유형자산의 취득	-387.7	-385.1	-440.3	-355.9	-354.1	EV/EBITDA	11.5	8.9	8.3	6.9	5.6
유형자산의 처분	4.2	10.2	0.0	0.0	0.0	주요비율(%)					
무형자산의 순취득	-215.9	-256.6	-350.0	0.0	0.0	배당성향(%,보통주,현금)	61.8	718.4	134.9	79.6	51.8
투자자산의감소(증가)	-29.5	64.1	0.0	0.0	0.0	배당수익률(%,보통주,현금)	2.7	4.4	4.4	4.3	4.8
단기금융자산의감소(증가)	4.2	-8.6	-7.4	-9.6	-12.5	ROA	3.9	0.3	1.4	2.4	4.0
기타	67.4	-67.3	-67.3	-67.3	-67.4	ROE	13.8	0.9	5.4	9.2	14.8
재무활동 현금흐름	-24.2	262.0	-444.6	-273.8	-237.6	ROIC	5.9	2.1	3.8	5.3	8.9
차입금의 증가(감소)	234.8	523.0	-185.7	-32.0	0.0	매출채권회전율	6.8	7.6	7.2	6.9	7.1
자본금, 자본잉여금의 증가	0,0	0,0	0,0	0,0	0.0	재고자산회전율	10.2	9.7	11.0	12.7	13.0
(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	부채비율	232.5	283.9	275.4	267.1	250.6
배당금지급	-209.8	-194.2	-192.1	-175.0	-170.8	순차입금비율	93.0	119.3	124.3	107.1	84.6
기타	-49.2	-66.8	-66.8	-66.8	-66.8	이자보상배율	3.8	2.4	2.3	3.0	5.2
기타현금흐름	23.6	28.4	94.0	50.9	48.4	총차입금	3,722.8	4,280.1	4,094.5	4,062.5	4,062.5
현금 및 현금성자산의 순증가	78.4	25.4	-331.4	258.1	346.1	순차입금	2,302.9	2,826.3	2,964.6	2,664.9	2,306.3
기초현금 및 현금성자산	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,097.8	1,355.9	NOPLAT	834.3	814.5	860.2	987.1	1,162.0
기말현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	1,097.8	1,355.9	1,702.0	FCF	-2.2	-337.9	47.0	502.5	586.1
자료: 키우즛궈 리서치											

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 11월 09일 현재 '한온시스템(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.

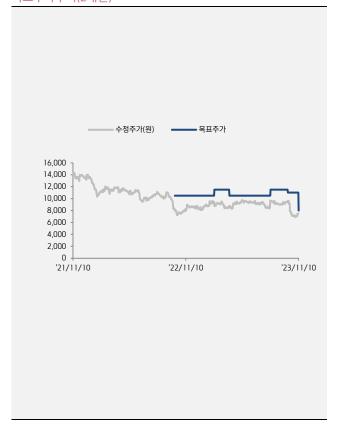
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의 견이 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 일제의 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)

목표 가격 대상 괴리율(%) 종목명 일자 투자의견 목표주가 평균 최고 주가대비 주가대비 한은시스템 2022-10-05 10,500원 Buy(Initiate) 6개월 -26.42 -22.00 (018880) 2022-11-10 10 500원 6개원 -21 69 -14 29 Buv(Maintain) 2023-01-11 Buy(Maintain) 10,500원 6개월 -19.70 -8.57 -22.77 -17.04 2023-02-10 Buy(Maintain) 11,500원 6개월 2023-03-31 Buy(Maintain) 10,500원 6개월 -12,64 -7,33 Marketperform 2023-05-24 10.500원 -12.88 -7.33 6개월 (Downgrade) Outperform 2023-08-11 11,500원 6개월 -19.46 -16.09 (Upgrade) Outperform 2023-10-06 11,000원 6개월 -30.08 -12.27 (Maintain) Marketperform 8 000원 2023-11-10 6개원 (Downgrade)

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

적용기준(6개월)
시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
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

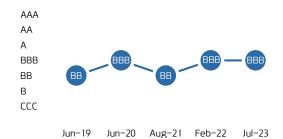
투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

매수	중립	매도		
96.99%	3.01%	0.00%		



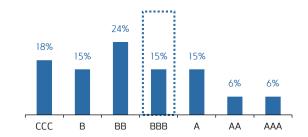
^{*}주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

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.	• • • •	• •	• • • •	•	• •	Α	
Hanon Systems	• • •	•	• •	• • • •	• • •	BBB	
Hyundai wia Corporation	• •	• • • •	• • •	•	• •	BB	
SL CORPORATION	• • •	•	• • •	• •	• •	BB	A A
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