



### BUY(Maintain)

목표주가: 11,500원(상향)

주가(02/09): 9,430원

시가총액: 50,337억원



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

#### Stock Data

KOSPI(02/09)		2,481.52pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	12,050원	7,210원
등락률	-21.7%	30.8%
수익률	절대	상대
1M	8.3%	2.5%
6M	-15.4%	-14.7%
1Y	-19.4%	-10.9%

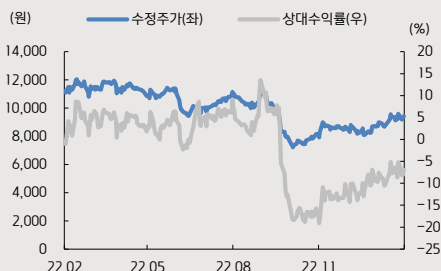
#### Company Data

발행주식수	533,800	천주
일평균 거래량(3M)	628	천주
외국인 지분율	16.4%	
배당수익률(2022E)	4.4%	
BPS(2022E)	4,339	원
주요 주주	한앤코오호olding스	50.5%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022P	2023F
매출액	6,872.8	7,351.4	8,627.7	8,952.7
영업이익	315.8	325.8	256.6	393.9
EBITDA	784.0	834.3	833.6	966.1
세전이익	139.8	354.6	107.5	317.0
순이익	113.5	310.7	35.1	253.6
지배주주지분순이익	110.4	308.5	28.8	249.8
EPS(원)	207	578	54	468
증감률(% YoY)	-65.4	179.5	-90.7	767.8
PER(배)	78.6	23.3	150.0	20.2
PBR(배)	4.10	3.06	1.86	2.01
EV/EBITDA(배)	13.9	11.5	8.7	8.4
영업이익률(%)	4.6	4.4	3.0	4.4
ROE(%)	5.1	13.8	1.2	10.4
순차입금비율(%)	93.1	93.0	113.1	112.1

#### Price Trend



## Earnings Update

# 한온시스템 (018880)

## 2023년의 증익을 바라볼 시기



한온시스템은 지난 3Q22까지 누적 영업이익률 2.4%를 기록하며, 높은 매출액 성장에 대비해 영업이익 성장이 수반되지 못하는 모습을 보여왔다. 반면 4Q22부터는 당사 기대치에 부합하는 실적 달성에 성공했으며, 2023년에는 높은 매출액 성장세 지속과 더불어 낮은 전년 기저에 기인한 증익을 기대할 수 있을 전망이다. 12M Fwd P/B 역시 여전히 역사적 최하단을 하회하고 있다. 이에 목표주가를 11,500원으로 상향 조정한다.

### >>> 4Q22 Review: 구조적 비용 개선의 가시적 성과

동사의 4Q22 실적은 매출액 2,350억 원(+21.8% YoY, +6.8% QoQ), 영업이익 1,043억 원(+71.7% YoY, +68.9% QoQ)을 기록하며 당사 추정치(매출액 2,210억 원, 영업이익 1,017억 원) 및 시장 기대치(매출액 2,250억 원, 영업이익 1,055억 원)에 부합했다. 사상 최대 분기 매출액 경신과 동시에 수익성 개선에도 성공한 호실적이었다. 반면 지배주주순이익 단에서는 일회성 법인세 비용 360억 원 및 영업외손실 확대에 의한 분기적자전환이 확인되었다.

지난 3Q22까지 동사의 주요 감익 요소로 작용했던 원재료비 및 항공운송비 부담이 크게 완화되며 비용의 구조적 개선이 가시화되기 시작했다고 판단한다. 특히 동사 연결 매출의 30% 수준을 차지하는 유럽에서의 에너지 비용이 4Q22 중 빠르게 정상화되며 실적 리스크 요소가 완화된 분기였다.

### >>> 2023년 연간 가이드런스: 수익성 개선 모멘텀 지속 기대

현재 동사의 2023년 실적 컨센서스는 매출액 9.1조 원, 영업이익 4,263억 원에 형성되어있다. 이는 동사가 제시한 2023년 연간 가이드런스(매출액 9.0조 원, 영업이익 4,000억 원)와 유사한 수준으로, 동사의 2023년 수익성 개선 모멘텀에 대한 시장의 신뢰도는 높은 편이다. 또한 2023년에도 지속적으로 동사 열관리시스템에 대한 Ford, Volkswagen 등 해외 주요 BEV 차종 중심의 신차 수주 확대를 통해 현대차그룹향 판매 의존도를 낮춰갈 수 있을 것으로 기대된다. 다만 2022년에 연간 1.2% 수준까지 낮아진 세전이익률을 영업외비용 통제 강화를 통해 정상화할 필요가 있을 것으로 판단한다.

### >>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 11,500원으로 상향

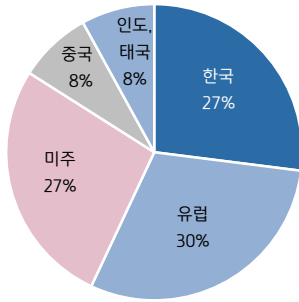
동사에 대한 BUY 투자의견을 유지하며 목표주가는 11,500원으로 상향한다. 2023년 부채 상환을 준비하기 위해 2022년 연말 기준 약 1.4조 원의 현금 및 현금성자산을 확보했다. 또한 북미 현지에서 BEV를 생산 중인 미국 Big 3 및 VW Group로 다각화된 사업 포트폴리오는 전방 고객사의 IRA EV tax credit 배제 우려를 희석시킬 수 있다. 4Q22 신규 수주에서 Ford향으로 확보된 xEV 프로젝트 역시 긍정적이다. 다만 올해 중 현대차그룹 열관리시스템 밸류체인에 신규 플레이어가 등장할 예정이라는 점을 감안하여 Target Multiple은 동사의 역사적 하단 수준인 12M Fwd P/B 2.4x를 적용한다.

한은시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	18,690	18,521	17,042	19,261	19,802	21,067	21,956	23,453	73,514	86,277	89,527
YoY(%)	11.6	54.9	-10.4	-8.3	5.9	13.7	28.8	21.8	7.0	17.4	3.8
QoQ(%)	-11.0	-0.9	-8.0	13.0	2.8	6.4	4.2	6.8			
매출원가	16,472	16,273	15,057	17,223	18,016	19,063	19,913	20,814	65,024	77,806	79,412
%	88.1	87.9	88.4	89.4	91.0	90.5	90.7	88.8	88.5	90.2	88.7
판매비 및 관리비	1,278	1,244	1,279	1,431	1,482	1,404	1,425	1,595	5,232	5,905	6,176
%	6.8	6.7	7.5	7.4	7.5	6.7	6.5	6.8	7.1	6.8	6.9
영업이익	940	1,004	706	607	305	601	618	1,043	3,258	2,566	3,939
%	5.0	5.4	4.1	3.2	1.5	2.9	2.8	4.4	4.4	3.0	4.4
YoY(%)	57.5	흑전	-41.0	-68.7	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	3.2	-21.2	53.5
QoQ(%)	-51.6	6.8	-29.7	-13.9	-49.8	97.2	2.8	68.9			
세전이익	753	1,306	533	954	299	146	257	373	3,546	1,075	3,170
%	4.0	7.1	3.1	5.0	1.5	0.7	1.2	1.6	4.8	1.2	3.5
지배주주순이익	589	967	509	1,021	197	140	168	-217	3,085	288	2,498
%	3.1	5.2	3.0	5.3	1.0	0.7	0.8	-0.9	4.2	0.3	2.8

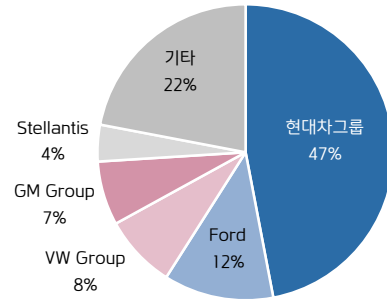
자료: 한은시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 지역별 매출 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치  
주: 2022년 연간 기준

한온시스템 고객사별 매출 비중



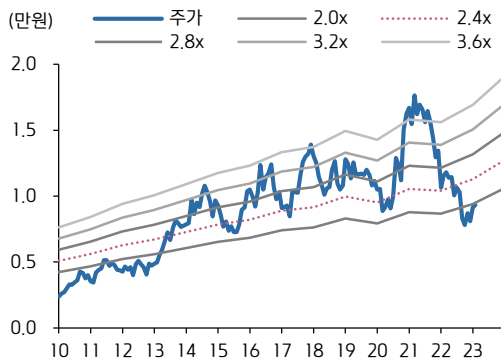
자료: FnGuide, 키움증권 리서치  
주: 2022년 연간 기준

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,753	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)	11,407	
목표주가(원)	<b>11,500</b>	
전일종가(원)	9,430	
Upside	22.0%	

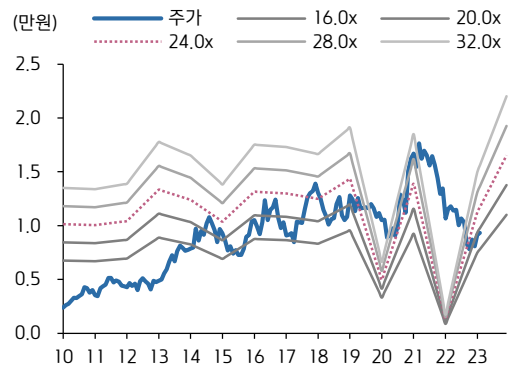
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

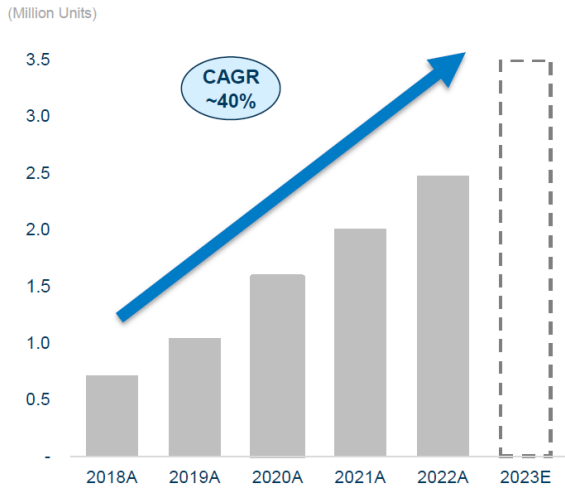
한온시스템 12M Fwd P/E Chart



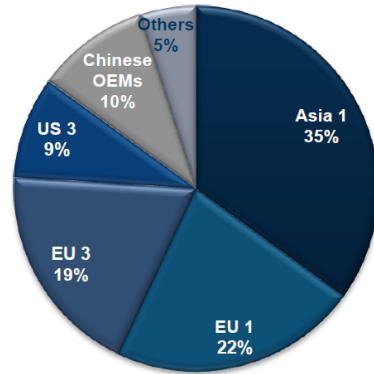
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

한온시스템 eCompressor 사업 성장 추이: 2022년 연간 판매량 250만 대(매출 기여도 8.3%)

Hanon Systems: eCompressor Shipments

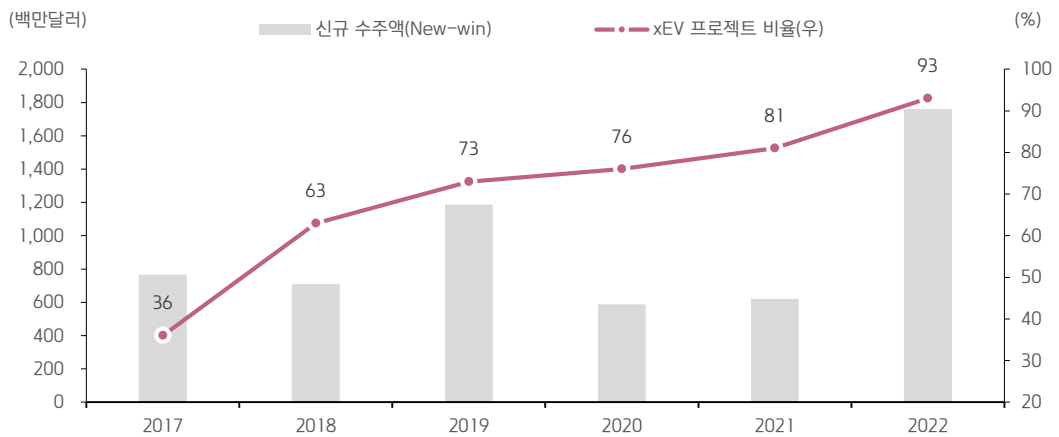


Hanon Systems: eComp Sales by Customer (2022)



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 신규 수주 및 xEV 프로젝트 비중 추이



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치



Compliance Notice

- 당사는 02월 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 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

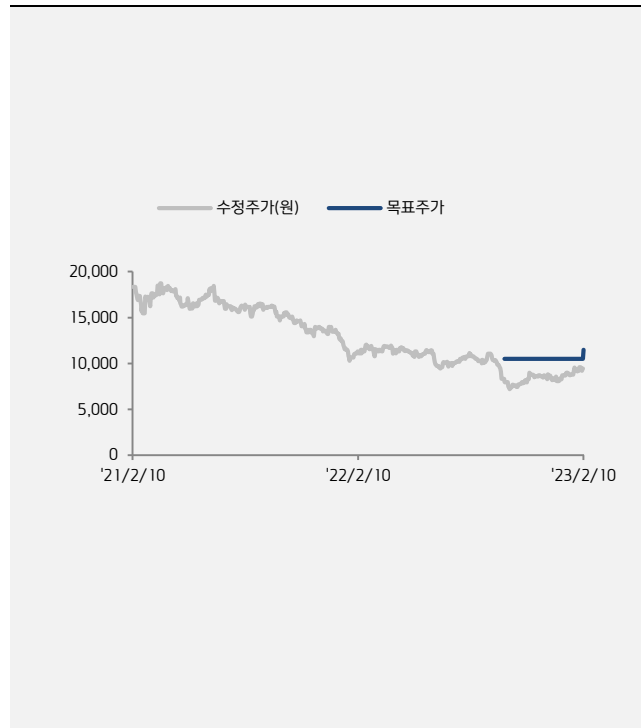
고지사항

- 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	-23.90
	2022-11-10	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-21.96	-14.29
	2023-01-11	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-21.96	-14.29
	2023-02-10	Buy(Maintain)	11,500원	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%