

중요한 건 꺾였는데도 그냥 하는 마음

Analyst 장문수

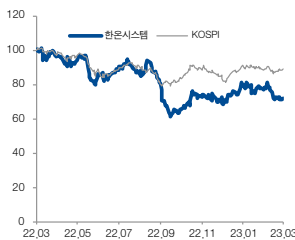
02-3787-2639 joseph@hmsec.com

현재주가 (3/28)	8,490원		
상승여력	41.3%		
시가총액	4,532십억원		
발행주식수	533,800천주		
자본금/액면가	53십억원/100원		
52주 최고가/최저가	11,950원/7,210원		
일평균 거래대금 (60일)	7십억원		
외국인지분율	16.36%		
주요주주	한안코오토홀딩스 50.50%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.0	4.8	-10.5
상대주가(%p)	-6.8	-1.8	-20.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	638	928	12,000
After	514	856	12,000
Consensus	551	681	10,600
Cons. 차이	-6.7%	25.7%	13.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q23 영업이익은 518억원(+70.1% yoy, OPM 2.4%)으로 컨센서스 42.3% 하회 전망. '22년 이연된 벤더사 단가 보전으로 일시 비용 증가할 전망. 기존 물류비, 원재료비 외 에너지, 인건비 상승분에 대한 고객사 가격 보전을 4Q23 계획하고 있어 연간 가이던스는 유지 기대
- '23년 현대차, VW, BMW의 전동화 판매 증가, '24년 벤츠 및 VW 차세대 플랫폼, '25년 현대차 미국, 포드 전기차 볼륨 증가로 손익 견인. 예정된 현대차그룹 차세대 플랫폼 등 중요 수주들이 2023년 말 이후 가시화되며 Valuation 확대 기대. 투자의견 BUY, 목표가 12,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 1Q23 Preview: 연초 중국, 유럽의 전기차 판매 부진 및 고객사 단가 보전으로 일시 부진
 - 1) 매출액 2.12조원(+6.9% yoy, -9.7% qoq), 영업이익 518억원(+70.1% yoy, -50.3% qoq, OPM 2.4%), 지배순이익 283억원(+43.4% yoy, 흑전 qoq) 기록 전망 2) 영업이익기준 컨센서스 898억원(OPM 4.1%)을 42.3% 하회할 전망
 - 3) 요인: '22년 이연된 벤더사 단가 보전으로 일시 비용 증가할 전망. 1~2월 중국 및 유럽의 전기차 판매가 보조금 이슈로 부진했으나 3월 이후 개선세. 분기 전반적으로 부정적 영향. 여전히 인플레이션 영향권에 있어 4Q22 높은 비용 수준에서 완화가 뚜렷하지 않을 전망
- Key Takeaways: 완성차 전동화 전략 강화로 수주 환경 개선 + 최악의 경영환경에서 회복
 - 1) xEV 향 신규 수주 확대: 주요 OEM 전동화 전환 투자 전략 구체화로 신규 수주 흐름 개선세 전망. 동사는 2022년 수주 목표인 1.5억 달러보다도 높은 1.9억달러를 달성. 22년 신규 수주의 93%, 22년 말 수주 잔고 중 90%가 친환경차로 전동화 전환에 대한 직접적 수혜 중
 - 2) 최악의 경영환경에서 회복: 반도체 공급 차질은 주요국 정부의 공급 회복 노력으로 정상화 기대. 전동화 관련 매출 본격 증가되는 2024년 하반기까지 감가비 상승하나 원가율 개선과 비용 감소 등 EBITDA 개선 기대

주가전망 및 Valuation

- 현재 250만대의 전동컴프레서의 생산량은 기수주 물량에 따라 2025년 500만대까지 성장. 최근 수주들은 현재의 인플레이션 요인을 반영해 장기적인 마진 확보에 긍정적. 글로벌 경쟁사 중 전동화 대응이 가능한 업체가 소수인 점 감안 시 수요 가시성과 시장 지배력은 장기 지속
- 2023년 말 전까지는 제한적 외형 성장과 서서히 완화되는 비용 이슈로 손익 측면에서 개선은 뚜렷하지 않겠지만, 2024년~2025년을 기점으로 EV 기반 손익과 수주 확대에 따른 Valuation 팽창이 기대. EV 플랫폼 초기 진입 업체들이 Mid-Cycle 진입하며 기존 플랫폼의 볼륨이 높아지는 가운데 차세대 플랫폼을 2025년~2026년 런칭할 계획을 가지고 있어 수혜가 기대되기 때문

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	7,351	326	309	834	578	179.5	23.3	3.1	11.3	13.8	2.7
2022	8,628	257	20	814	38	-93.4	211.3	1.9	8.8	0.9	4.4
2023F	9,083	403	274	844	514	1,243.1	16.5	2.0	9.1	12.1	4.2
2024F	9,683	583	457	1,056	856	66.4	9.9	1.8	7.2	18.7	4.7
2025F	11,411	747	546	1,188	1,023	19.6	8.3	1.6	5.9	20.0	4.7

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 한온시스템 1Q23 Preview: 영업이익은 518억원 기록해 컨센서스 42.3% 하회

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	4Q22	1Q23E	% yoy	% qoq	Consensus	Diff (%)
매출액	1,980.2	2,345.3	2,117.1	6.9	(9.7)	2,175.7	(2.7)
영업이익	30.5	104.3	51.8	70.1	(50.3)	89.8	(42.3)
세전이익	29.9	27.0	37.0	23.6	37.0	84.1	(56.0)
지배순이익	19.7	(30.0)	28.1	43.4	흑전	64.6	(56.5)
영업이익률	1.5	4.4	2.4	0.9	(2.0)	4.1	(1.7)
세전이익률	1.5	1.2	1.7	0.2	0.6	3.9	(2.1)
지배순이익률	1.0	(1.3)	1.3	0.3	2.6	3.0	(1.6)

자료: 한온시스템, Fnguide, 현대차증권

주: KIFRS 연결 기준

<표2> 한온시스템 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,083	9,683	8,628	9,132	5.3%	6.0%
영업이익	403	583	257	424	57.2%	37.5%
세전이익	349	532	107	433	224.9%	22.9%
당기순이익	276	459	35	342	686.2%	34.2%

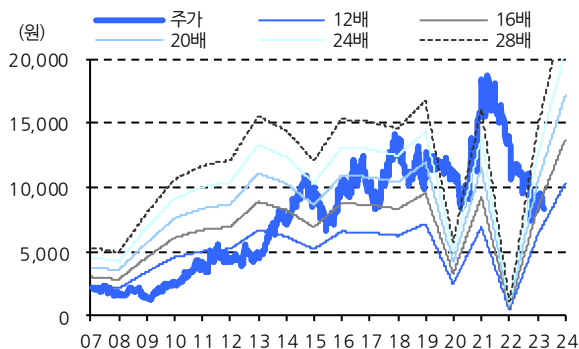
자료: 현대차증권

<표3> 목표주가 산정

목표 P/E(배)	13.8	①, 글로벌 주요 공조업체 2023년 P/E 평균 ②, 2024F EPS, 현대차증권 추정치 ① X ② 기준 주가 (2023.03.28)
적용 EPS(원)	856	
목표 주가(원)	12,000	
전일 증가(원)	8,490	
Upside Potential (%)	41.3%	
투자의견	BUY	

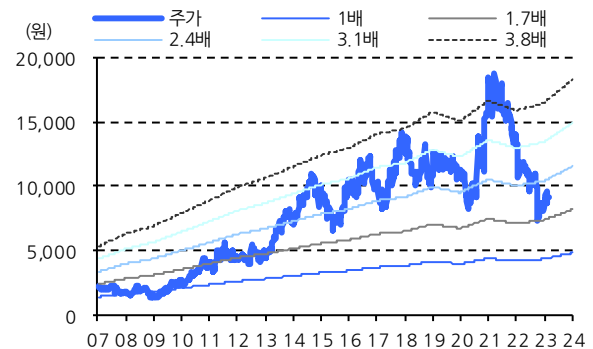
자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림1> P/E 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림2> P/B 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈표4〉 한온시스템 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	1,980.2	2,106.7	2,195.6	2,345.3	2,117.1	2,268.7	2,286.0	2,411.6	8,627.7	9,083.4	9,683.1
>아시아	1,165.2	1,213.9	1,253.3	1,378.4	1,196.2	1,258.8	1,305.1	1,442.4	5,010.7	5,202.6	5,448.3
>미주	499.6	548.3	602.2	580.4	527.6	568.0	623.9	601.3	2,230.6	2,320.9	2,404.4
>유럽	1,052.5	1,060.3	1,103.1	1,264.5	1,167.2	1,193.4	1,158.2	1,289.8	4,480.4	4,808.7	5,241.4
>조정	(737.1)	(715.8)	(763.0)	(878.0)	(774.0)	(751.5)	(801.2)	(922.0)	(3,094.0)	(3,248.7)	(3,411.1)
영업이익	30.5	60.1	61.8	104.3	51.8	107.0	103.4	141.2	256.6	403.4	582.8
세전이익	29.9	14.6	25.7	27.0	37.0	93.5	90.0	128.8	97.2	349.2	532.4
지배순이익	19.7	14.0	16.8	(30.0)	28.1	71.1	68.4	106.9	20.4	274.5	456.8
영업이익률	1.5	2.9	2.8	4.4	2.4	4.7	4.5	5.9	3.0	4.4	6.0
세전이익률	1.5	0.7	1.2	1.2	1.7	4.1	3.9	5.3	1.1	3.8	5.5
순이익률	1.0	0.7	0.8	(1.3)	1.3	3.1	3.0	4.4	0.2	3.0	4.7
% yoy											
매출액	5.9	13.8	28.8	21.8	6.9	7.7	4.1	2.8	17.4	5.3	6.6
>아시아	(6.7)	22.6	16.7	17.7	2.7	3.7	4.1	4.6	11.7	3.8	4.7
>미주	20.1	25.4	59.7	40.1	5.6	3.6	3.6	3.6	35.6	4.0	3.6
>유럽	20.1	4.3	29.9	34.7	10.9	12.6	5.0	2.0	21.7	7.3	9.0
영업이익	(67.6)	(40.2)	(12.5)	71.7	70.1	78.1	67.5	35.4	(21.2)	57.2	44.5
세전이익	(60.2)	(88.8)	(51.9)	(71.7)	23.6	541.2	250.7	376.9	(72.6)	259.4	52.5
지배순이익	(66.5)	(85.6)	(67.0)	적전	42.7	409.0	306.7	흑전	(93.4)	1,243.1	66.4
% qoq											
매출액	2.8	6.4	4.2	6.8	(9.7)	7.2	0.8	5.5	-	-	-
>아시아	(0.5)	4.2	3.2	10.0	(13.2)	5.2	3.7	10.5	-	-	-
>미주	20.6	9.7	9.8	(3.6)	(9.1)	7.7	9.8	(3.6)	-	-	-
>유럽	12.1	0.7	4.0	14.6	(7.7)	2.2	(2.9)	11.4	-	-	-
영업이익	(49.8)	97.2	2.8	68.9	(50.3)	106.4	(3.3)	36.5	-	-	-
세전이익	(68.6)	(51.3)	76.0	5.3	37.0	152.6	(3.8)	43.1	-	-	-
지배순이익	(80.7)	(29.2)	20.4	적전	흑전	152.6	(3.8)	56.3	-	-	-

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,351	8,628	9,083	9,683	11,411
증가율 (%)	7.0	17.4	5.3	6.6	17.8
매출원가	6,502	7,781	8,011	8,394	9,846
매출원가율 (%)	88.5	90.2	88.2	86.7	86.3
매출총이익	849	847	1,072	1,290	1,565
매출이익률 (%)	11.5	9.8	11.8	13.3	13.7
증가율 (%)	-1.7	-0.2	26.6	20.3	21.3
판매관리비	523	590	669	707	818
판매비율 (%)	7.1	6.8	7.4	7.3	7.2
EBITDA	834	814	844	1,056	1,188
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.4	9.3	10.9	10.4
증가율 (%)	6.4	-2.4	3.7	25.1	12.5
영업이익	326	257	403	583	747
영업이익률 (%)	4.4	3.0	4.4	6.0	6.5
증가율 (%)	3.2	-21.2	56.8	44.7	28.1
영업외손익	23	-168	-62	-58	-129
금융수익	111	98	786	743	7
금융비용	120	201	889	845	136
기타영업외손익	32	-65	41	44	0
종속관계기업관련손익	5	9	7	7	0
세전계속사업이익	355	97	349	532	618
세전계속사업이익률	4.8	1.1	3.8	5.5	5.4
증가율 (%)	153.6	-72.7	259.8	52.4	16.2
법인세비용	44	70	73	73	69
계속사업이익	311	27	276	459	549
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	27	276	459	549
당기순이익률 (%)	4.2	0.3	3.0	4.7	4.8
증가율 (%)	175.2	-91.3	922.2	66.3	19.6
지배주주지분 순이익	309	20	274	457	546
비지배주주지분 순이익	2	6	1	2	3
기타포괄이익	136	59	0	0	0
총포괄이익	447	86	276	459	549

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	636	378	639	1,006	940
당기순이익	311	27	276	459	549
유형자산 상각비	375	398	343	366	336
무형자산 상각비	134	159	98	108	106
외환손익	-13	-7	43	58	0
운전자본의 감소(증가)	-190	-373	-114	22	-51
기타	19	174	-7	-7	0
투자활동으로인한현금흐름	-557	-643	-768	-766	-47
투자자산의 감소(증가)	-13	48	60	65	-45
유형자산의 감소	4	10	11	11	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-388	-385	-506	-506	0
기타	-160	-316	-333	-336	-2
재무활동으로인한현금흐름	-24	262	-341	-445	-209
차입금의 증가(감소)	-55	-70	-40	-40	0
사채의증가(감소)	110	-159	-166	-172	0
자본의 증가	-0	1	0	0	0
배당금	-210	-194	-192	-208	-213
기타	131	684	57	-25	4
기타현금흐름	24	28	0	0	0
현금의증가(감소)	78	25	-470	-206	684
기초현금	1,325	1,404	1,429	959	753
기말현금	1,404	1,429	959	753	1,437

* KIFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,552	4,195	3,898	3,845	5,198
현금성자산	1,404	1,429	959	753	1,437
단기투자자산	9	12	12	12	14
매출채권	883	1,136	1,211	1,291	1,572
재고자산	810	972	1,067	1,138	1,385
기타유동자산	434	626	629	631	769
비유동자산	4,682	4,904	5,195	5,436	5,039
유형자산	2,336	2,371	2,524	2,654	2,317
무형자산	1,790	1,923	2,060	2,178	2,072
투자자산	146	101	48	-10	35
기타비유동자산	410	509	563	614	615
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,234	9,099	9,093	9,281	10,237
유동부채	2,813	4,021	4,121	4,233	4,718
단기차입금	832	1,455	1,455	1,455	1,455
매입채무	946	1,231	1,252	1,334	1,625
유동성장기부채	335	520	576	549	549
기타유동부채	700	815	838	895	1,089
비유동부채	2,944	2,708	2,518	2,344	2,479
사채	1,706	1,547	1,381	1,208	1,208
장기차입금	661	577	537	497	497
장기금융부채	3	17	17	17	17
기타비유동부채	574	567	583	622	757
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,757	6,729	6,639	6,577	7,197
지배주주지분	2,344	2,236	2,319	2,567	2,900
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-10	-10	-10	-10
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-66	-50	-50	-50	-50
이익잉여금	2,368	2,243	2,326	2,574	2,907
비지배주주지분	133	134	135	138	140
자본총계	2,477	2,370	2,454	2,705	3,040

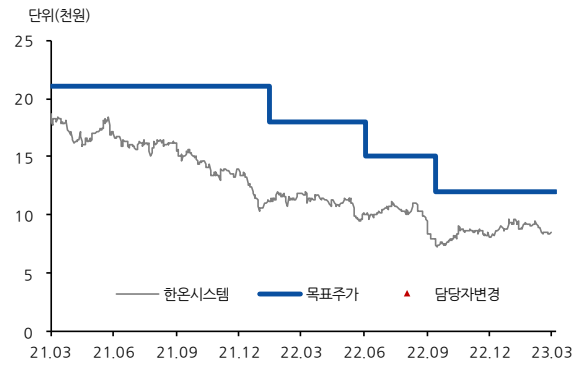
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	582	50	517	860	1,028
EPS(지배순이익 기준)	578	38	514	856	1,023
BPS(자본총계 기준)	4,640	4,440	4,597	5,067	5,695
BPS(지배지분 기준)	4,390	4,189	4,343	4,809	5,432
DPS	360	360	360	400	400
P/E(당기순이익 기준)	23.1	161.5	16.4	9.9	8.3
P/E(지배순이익 기준)	23.3	211.3	16.5	9.9	8.3
P/B(자본총계 기준)	2.9	1.8	1.8	1.7	1.5
P/B(지배지분 기준)	3.1	1.9	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(Reported)	11.3	8.8	9.1	7.2	5.9
배당수익률	2.7	4.4	4.2	4.7	4.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	173.9	-91.4	931.6	66.4	19.6
EPS(지배순이익 기준)	179.5	-93.4	1,243.1	66.4	19.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.2	1.1	11.4	17.8	19.1
ROE(지배순이익 기준)	13.8	0.9	12.1	18.7	20.0
ROA	3.9	0.3	3.0	5.0	5.6
안정성 (%)					
부채비율	232.5	283.9	270.6	243.2	236.7
순차입금비율	85.6	112.9	122.1	109.6	75.1
이자보상배율	3.8	2.4	2.7	4.2	5.5

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.01.13	BUY	21,000	-17.67	-10.24
2021.07.13	AFTER 6M	21,000	-31.14	-21.43
2022.02.11	BUY	18,000	-37.96	-33.06
2022.07.01	BUY	15,000	-32.52	-25.67
2022.10.12	BUY	12,000	-28.44	-20.00
2023.03.29	BUY	12,000		

▶ 최근 2년간 한은시스템 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.