

한온시스템

(018880)

김귀연

gwyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월

목표주가

3,800

하향

현재주가

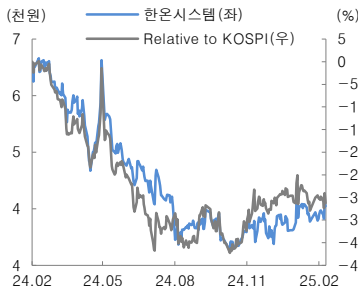
(25.02.13)

4,360

자동차업종

KOSPI	2583.17
시가총액	2,959십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	82십억원
52주 최고/최저	6,520원 / 3,740원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	6.26%
주요주주	한국타이어 외 2 인 54.77% 한앤코오토홀딩스 21.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5	7.9	11.5	-33.1
상대수익률	-4.1	1.0	13.2	-31.4



Results Comment

우선은 관망 지속

- 주가 반등의 트리거는 1) 구조조정 마무리, 3) 유럽/EV 업황 개선
- 2025년 1) 자산효율화/구조조정, 2) 수익성 개선 전략 본격화 예상
- 1H25 구조조정/관세우려/무형자산 효율화 가능성 ↑ => 보수적 접근

투자의견 Marketperform 유지, 적정주가 3,800원 하향(-5%)

적정주가는 실적 개선 본격화 예상되는 2026년 BPS 대비 1배 수준. 2025년 1) 국내외 법인 및 자산효율화(구조조정), 2) 수익성 개선 전략 본격 진행 예상. 이에 따른 실적 변동성 확대 불가피. 주가의 반등 트리거는 1) 구조조정 관련 비용 반영 마무리, 2) 1H25 이후 유럽OEM/BEV 업황 개선 여부가 될 것

2Q24 매출 2.5조(YoY +4%, 이하 YoY), OP -988억, NP -2,939억 기록

매출액은 우호적인 환효과/인플레 반영에 따른 단가 상승으로 컨센 및 당사 추정치에 부합. 영업이익은 -988억원으로 컨센(+470억) 대비 낮았던 당사 추정(-613억) 대비해서도 부진. 구조조정 관련 빅베스 비용(-652억) 외에도 합병/물류비/법률 비용 등 일회성 비용(-608억) 반영되며 큰 폭의 적자 기록. 관련 일회성 제외한 조정 OP 272억/OPM 1.1%. 영업외에서 대규모 손상차손 -1,300억 반영되며 당기(-2,939억) 및 연간(-3,344억) 순손실 기록. 손상차손 관련, 무형(-800억)/유형(-110억)/기타비유동(-380억)/미수(-10억)자산 손실 반영. 캐즘에 따른 발주 물량 지연으로 무형자산 손상 영향 컸던 것으로 판단

주가 반등의 조건: 1) 구조조정 마무리, 2) BEV 업황 개선

동사는 2025년 10조원 상회하는 매출/OPM 2% 초반의 실적 목표 언급. 1H25 1) 국내외 법인 구조조정, 2) 미국 관세 리스크, 3) BEV 캐즘 영향으로 가시성 제한적. 동사의 대규모 무형자산(2.4조) 관련한 추가 상각 및 개발비 회계처리 변화(자산화 비중 축소) 가능성 감안 시, 1H25 보수적인 접근 필요.

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24					1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,463	2,499	2,495	2,550	3.5	2.0	2,537	2,521	4.8	-1.1
영업이익	53	96	-61	-99	적전	적전	47	37	-42.7	흑전
순이익	-55	-22	-119	-292	적지	적지	0	-27	적전	적지

자료: 한온시스템, FrnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	10,013	10,377	10,866
영업이익	257	277	134	202	398
세전순이익	97	145	-306	-58	159
총당기순이익	27	59	-334	-58	151
지배지분순이익	20	51	-339	-57	148
EPS	38	96	-631	-84	218
PER	211.3	76.3	NA	NA	20.3
BPS	4,189	4,443	4,617	3,574	3,795
PBR	1.9	1.6	0.9	1.2	1.1
ROE	0.9	2.2	-14.0	-2.3	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,958	10,346	10,013	10,377	0.6	0.3
판매비와 관리비	697	718	705	710	1.2	-1.1
영업이익	172	241	134	202	-21.8	-16.3
영업이익률	1.7	2.3	1.3	1.9	-0.4	-0.4
영업외손익	-312	-260	-441	-260	적자유지	적자유지
세전순이익	-140	-19	-306	-58	적자유지	적자유지
지배지분순이익	-166	-19	-339	-57	적자유지	적자유지
순이익률	-1.5	-0.2	-3.3	-0.6	적자유지	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-309	-28	-631	-84	적자유지	적자유지

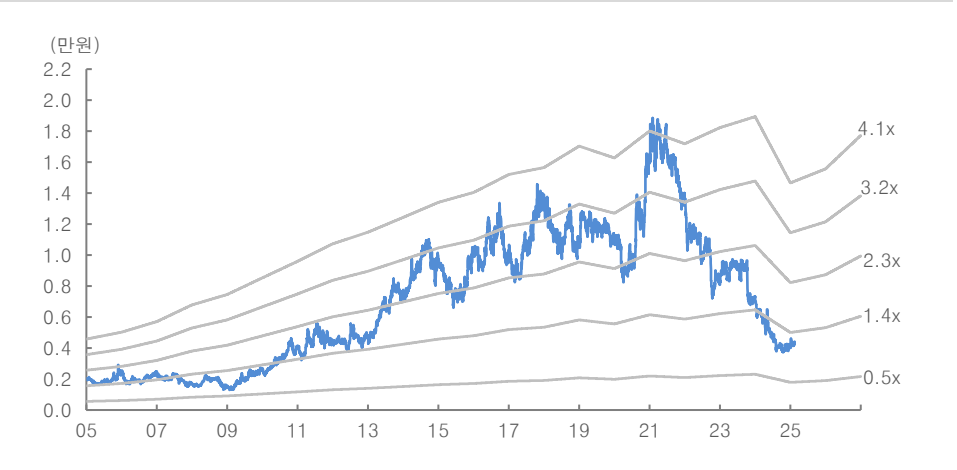
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 적정주가

비고		
'23년 BPS	4,443.0 원	
'24년 BPS	4,616.6 원	
'25년 BPS	3,573.9 원	
'26년 BPS	3,794.8 원	
'26년 BPS	3,794.8 원	구조조정 마무리되고, 사업 정상화 예상되는 2026년 실적 적용
Target PBR	1.0 배	
적정 주가	3,800.0 원	
현재 주가	4,360.0 원	2025/02/13 종가 기준
적정 시총	2,579.3 십억원	
현재 시총	2,959.4 십억원	2025/02/13 종가 기준
과리율	-12.8 %	

자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 12MF PBR Band Chart



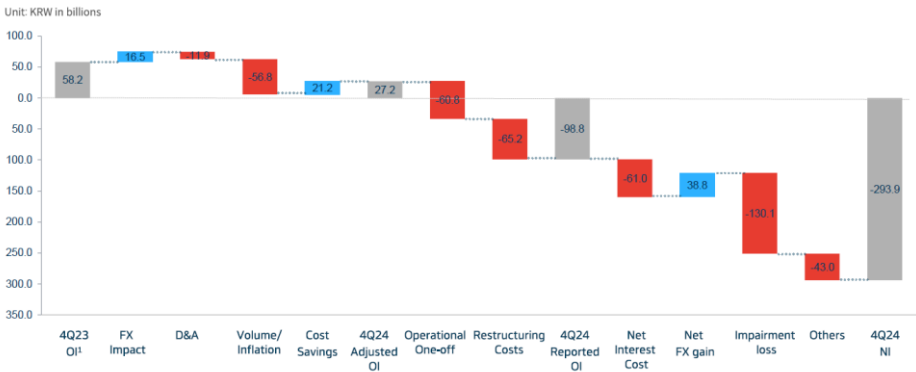
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q2P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	2,404.6	2,559.9	2,498.6	2,549.8	2,521.0	2,588.8	2,614.9	2,651.9	9,559.4	10,012.9	10,376.6
YoY	2.7%	5.4%	7.4%	3.5%	4.8%	1.1%	4.7%	4.0%	10.8%	4.7%	3.6%
QoQ	-2.4%	6.5%	-2.4%	2.0%	-1.1%	2.7%	1.0%	1.4%			
HMG	1,130.2	1,228.7	1,199.9	1,223.9	1,176.3	1,279.3	1,262.7	1,281.5	4,492.9	4,782.7	4,999.8
Ford	288.6	307.2	300.0	306.0	312.2	321.9	318.7	316.8	1,147.1	1,201.7	1,269.6
VW	264.5	256.0	250.0	280.5	268.8	254.2	254.5	286.1	955.9	1,051.0	1,063.6
GM	144.3	179.2	175.0	178.5	156.8	188.7	186.8	185.7	669.2	676.9	718.0
FCA	96.2	102.4	75.0	76.5	94.8	100.7	73.3	77.3	382.4	350.1	346.0
Daimler	48.1	102.4	50.0	51.0	51.1	57.4	57.1	60.6	191.2	251.5	226.2
BMW	120.2	51.2	125.0	102.0	122.6	52.2	135.2	110.8	382.4	398.4	420.9
영업이익	65.3	71.6	96.2	-98.8	37.4	44.2	55.7	64.8	277.3	134.3	202.0
OPM	2.7%	2.8%	3.9%	-3.9%	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%	2.9%	1.3%	1.9%
YoY	8.5%	-50.1%	373.9%	적전	-42.7%	-38.3%	-42.1%	흑전	8.0%	-51.6%	50.4%
QoQ	22.5%	9.6%	34.4%	적전	흑전	18.0%	26.1%	16.3%			
당기순이익	10.1	-31.2	-19.4	-293.9	-27.7	-20.9	-9.4	-0.3	58.8	-334.4	-58.4
지배순이익	8.3	-34.1	-21.6	-291.6	-27.1	-20.5	-9.2	-0.3	50.9	-339.0	-57.2
NPM	0.3%	-1.3%	-0.9%	-11.4%	-1.1%	-0.8%	-0.4%	0.0%	0.5%	-3.4%	-0.6%
YoY	-81.1%	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	148.3%	-766.1%	-83.1%
QoQ	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지			

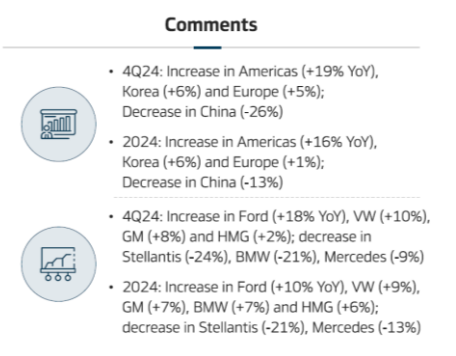
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 실적 Breakdown: 구조조정 -652 억/일회성 -608 억/손상차손 -1,301 억 반영



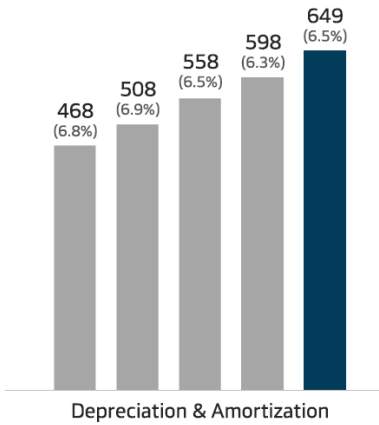
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 5. 지역/고객별 매출 변동



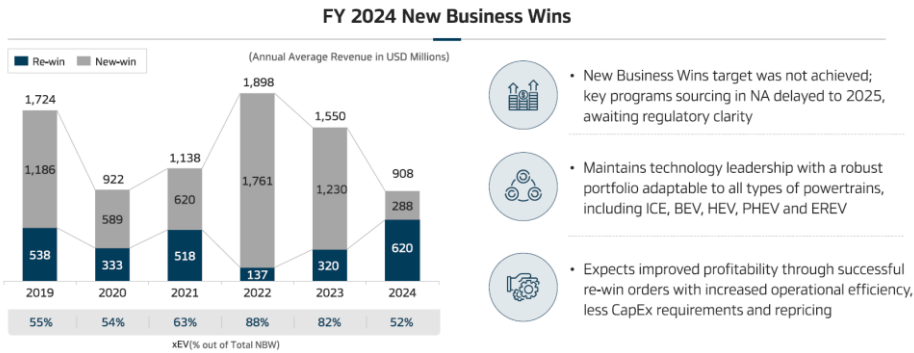
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 6. 감가상각비: 2025년 7,000억 상회 예상



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 7. 24년 수주 9.1억달러: 전기차 캐즘/미국 관세 불확실성으로 연간 목표 \$15억 미달



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 8. 글로벌 부품사 Peer Group Table (백만달러, %)

		한온시스템	현대모비스	덴소	토요타 자동차	아이신 정기	콘티넨탈	마그나	발레오	합산/평균
시가총액		1,943.3	16,946.2	41,426.5	27,776.0	9,050.3	14,370.5	11,823.2	2,799.8	126,135.8
수익률	1M	-1.8	8.4	-0.8	2.3	-2.8	4.6	-2.7	21.0	
	3M	7.5	5.4	-0.2	13.4	2.2	18.3	3.3	20.3	
	6M	-6.9	17.4	-5.5	5.3	4.0	18.8	-0.2	7.1	
	1Y	-32.4	31.1	-3.3	5.0	-2.2	-8.8	-18.8	-6.7	
매출액	2022	6,696.9	40,289.9	47,349.9	25,000.7	32,567.2	41,508.5	37,840.0	21,104.5	252,357.7
	2023	7,320.0	45,373.4	45,925.7	24,406.9	31,928.3	44,797.5	42,797.0	23,841.2	266,389.9
	2024E	6,944.8	39,891.2	46,408.0	25,850.4	31,305.6	41,833.0	42,546.3	22,359.0	257,138.3
	2025E	7,335.1	41,959.7	48,882.3	26,828.0	32,860.4	42,906.5	42,532.8	23,118.4	266,423.2
영업이익	2022	199.2	1,574.0	3,151.8	1,256.8	428.6	765.2	1,573.0	557.2	9,505.7
	2023	212.3	1,757.6	3,118.3	1,421.6	991.2	1,954.6	2,038.0	786.3	12,279.9
	2024E	207.5	2,000.6	3,776.8	1,569.3	1,296.8	2,562.3	2,250.6	840.8	14,504.7
	2025E	272.6	2,374.4	4,464.1	1,676.8	1,696.7	3,018.5	2,367.1	1,019.6	16,889.9
EBITDA	2022	632.2	2,269.1	5,849.0	3,163.4	2,478.9	3,129.4	3,505.0	2,434.1	23,461.1
	2023	670.6	2,464.9	5,405.3	2,383.3	2,682.3	4,299.3	4,139.0	2,770.9	24,815.5
	2024E	664.8	2,704.2	6,224.6	2,702.8	2,988.9	4,818.3	3,830.5	2,812.0	26,746.0
	2025E	735.2	3,133.2	7,009.4	2,881.0	3,401.1	5,338.7	3,972.8	2,991.9	29,463.2
당기순익	2022	15.9	1,929.1	2,327.3	1,426.6	278.6	70.1	592.0	242.3	6,881.9
	2023	39.0	2,620.8	2,399.9	1,518.2	630.2	1,250.7	1,213.0	239.0	9,910.8
	2024E	2.5	2,631.4	2,955.2	1,743.1	707.3	1,507.8	1,482.6	292.3	11,322.2
	2025E	108.9	2,949.9	3,427.9	1,814.7	1,110.3	1,914.9	1,610.0	427.1	13,363.7
PER	2022	212.9	7.4	17.9	11.8	26.1	169.6	13.4	17.6	37.7
	2023	75.9	6.3	17.3	17.4	14.3	13.3	10.3	15.3	13.5
	2024E	184.0	6.4	14.0	14.9	12.4	9.8	7.9	9.8	10.7
	2025E	13.5	5.7	11.8	14.1	7.7	7.6	7.0	6.6	8.6
PBR	2022	1.9	0.5	1.3	0.6	0.6	0.8	1.5	1.1	0.9
	2023	1.6	0.5	1.4	0.9	0.8	1.1	1.4	0.9	1.0
	2024E	0.9	0.6	1.2	0.8	0.7	1.0	1.0	0.7	0.8
	2025E	0.9	0.5	1.1	0.7	0.6	0.9	0.9	0.7	0.8
EV/EBITDA	2022	8.9	4.1	7.5	8.3	4.9	3.9	4.8	3.6	5.3
	2023	8.4	4.5	7.6	14.5	4.5	5.3	5.2	3.1	6.4
	2024E	6.6	4.9	6.4	12.8	3.7	3.8	4.4	2.4	5.5
	2025E	5.9	3.9	5.7	11.7	3.2	3.3	4.3	2.3	4.9
ROE	2022	0.9	6.8	7.3	5.0	2.1	0.5	5.2	6.1	4.7
	2023	2.2	8.7	8.0	5.8	5.5	8.6	10.6	6.0	7.6
	2024E	0.8	8.9	8.4	4.7	5.3	10.2	11.9	7.5	8.1
	2025E	6.4	9.2	10.2	5.4	8.7	11.8	12.2	9.4	9.6
배당성향	2022	947.4	14.8	44.2	30.6	121.6	450.5	86.8	39.8	112.6
	2023	329.2	9.3	0.4	0.3	0.5	38.1	43.0	41.9	19.1
	2024E	1,056.3	12.6	0.4	0.3	0.4	31.5	36.1	38.1	17.1
	2025E	80.8	14.7	0.4	0.3	0.3	33.3	32.8	34.5	16.6

주: 2025/01/31 증가 기준
자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	10,013	10,377	10,866
매출원가	7,781	8,651	9,173	9,464	9,743
매출총이익	847	908	840	912	1,123
판매비와관리비	590	631	705	710	725
영업이익	257	277	134	202	398
영업이익률	30	29	13	19	37
EBITDA	814	876	806	853	1,047
영업외손익	-159	-133	-441	-260	-239
관계기업손익	9	12	12	12	12
금융수익	98	132	98	100	103
외환관련이익	273	222	186	186	186
금융비용	-201	-218	-298	-223	-214
외환관련손실	54	19	17	17	17
기타	-65	-59	-254	-150	-140
법인세비용차감전순이익	97	145	-306	-58	159
법인세비용	-70	-86	-28	0	-8
계속사업순이익	27	59	-334	-58	151
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	59	-334	-58	151
당기순이익률	0.3	0.6	-3.3	-0.6	1.4
비배지분순이익	6	8	5	-1	3
지배지분순이익	20	51	-339	-57	148
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	26	27	27	27
포괄순이익	86	322	-69	210	422
비배지분포괄이익	3	8	-2	6	8
지배지분포괄이익	84	314	-67	204	413

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	38	96	-631	-84	218
PBR	211.3	76.3	NA	NA	20.3
BPS	4,189	4,443	4,617	3,574	3,795
PBR	1.9	1.6	0.9	1.2	1.1
EBITDAPS	1,526	1,640	1,500	1,256	1,543
EV/EBITDA	9.0	8.5	7.9	7.4	5.5
SPS	16,163	17,908	18,633	15,287	16,008
PSR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
CFPS	1,684	1,787	1,317	1,265	1,566
DPS	360	316	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.4	10.8	4.7	3.6	4.7
영업이익 증가율	-21.2	8.1	-51.6	50.4	96.8
순이익 증가율	-91.4	120.2	적전	적지	흑전
수익성					
ROIC	1.3	1.9	2.4	3.3	6.3
ROA	3.0	3.0	1.4	2.1	4.1
ROE	0.9	2.2	-14.0	-2.3	5.9
안정성					
부채비율	283.9	268.5	273.9	269.2	262.8
순차입금비율	120.5	134.6	125.7	124.3	99.0
이자보상배율	2.4	1.5	0.5	1.1	2.2

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	4,181	3,939	4,612
현금및현금성자산	1,429	779	1,144	802	1,341
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,345	1,392	1,454
재고자산	972	1,140	1,194	1,238	1,296
기타유동자산	531	490	497	507	521
비유동자산	4,904	5,548	5,630	5,533	5,271
유형자산	2,371	2,716	2,624	2,533	2,411
관계기업투자금	72	81	93	106	118
기타비유동자산	2,461	2,750	2,913	2,894	2,742
자산총계	9,099	9,244	9,812	9,472	9,883
유동부채	4,021	3,576	3,786	3,500	3,483
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	1,968	2,018	2,065
차입금	1,515	967	860	752	644
유동상채무	460	500	735	485	485
기타유동부채	196	203	223	245	269
비유동부채	2,708	3,160	3,402	3,407	3,676
차입금	2,305	2,679	2,846	2,763	2,930
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	402	481	556	643	746
부채총계	6,729	6,736	7,188	6,906	7,158
자배지분	2,236	2,372	2,481	2,426	2,576
자본금	53	53	82	82	82
자본잉여금	-23	-23	562	562	562
이익잉여금	2,243	2,103	1,595	1,538	1,686
기타지분변동	-38	238	241	243	245
비배지분	134	137	143	140	149
자본총계	2,370	2,508	2,624	2,566	2,724
순차입금	2,856	3,377	3,299	3,190	2,697

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	318	582	777
당기순이익	27	59	-334	-58	151
비현금항목의 가감	872	895	1,042	917	912
감가상각비	558	598	672	651	650
외환손익	-7	-54	-24	-24	-24
지분법평가손익	-9	-12	-12	-12	-12
기타	330	363	407	303	299
자산부채의 증감	-373	-194	-109	-99	-113
기타현금흐름	-148	-243	-281	-177	-173
투자활동 현금흐름	-643	-677	-726	-528	-367
투자자산	-10	6	-13	-13	-13
유형자산	-375	-416	-393	-363	-326
기타	-258	-267	-321	-152	-28
재무활동 현금흐름	262	-480	669	-513	-13
단기차입금	322	-390	-108	-108	-108
사채	9	-95	-95	-345	-95
장기차입금	193	262	262	262	262
유상증자	0	0	614	0	0
현금배당	-194	-185	-169	0	0
기타	-67	-72	164	-322	-72
현금의 증감	25	-651	366	-342	538
기초 현금	1,404	1,429	779	1,144	802
기말 현금	1,429	779	1,144	802	1,341
NOPLAT	71	113	147	202	378
FCF	-13	-87	80	317	656

[Compliance Notice]

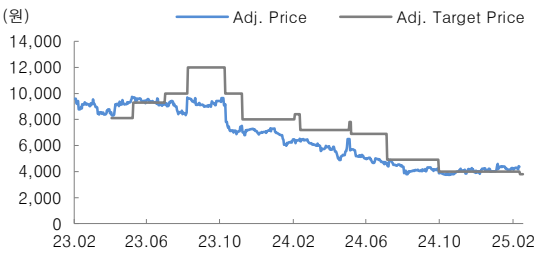
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한온시스템(018880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.14	25.01.13	24.11.16	24.11.14	24.11.04	24.10.02
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform
목표주가	3,800	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
과리율(평균.%)		4.51	3.25	(4.00)	(2.06)	(3.84)
과리율(최대/최소.%)		(4.75)	15.00	(4.00)	(6.50)	(6.50)
제시일자	24.08.09	24.07.22	24.07.12	24.07.08	24.05.09	24.05.06
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	4,900	4,900	4,900	4,900	6,900	7,800
과리율(평균.%)	(13.52)	(9.25)	(5.45)	(7.45)	(27.36)	(27.69)
과리율(최대/최소.%)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(1.84)	(17.25)	(27.44)
제시일자	24.02.14	24.02.05	24.01.12	23.12.02	23.11.10	23.10.12
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	7,200	8,400	8,000	8,000	8,000	10,000
과리율(평균.%)	(18.80)	(24.14)	(14.23)	(11.55)	(10.61)	(27.53)
과리율(최대/최소.%)	(9.86)	(22.38)	(8.63)	(8.63)	(9.00)	(21.80)
제시일자	23.08.11	23.07.04	23.05.12	23.05.11	23.04.06	00.06.29
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	
목표주가	12,000	10,000	9,300	8,100	8,100	
과리율(평균.%)	(23.09)	(11.09)	0.93	13.55	13.27	
과리율(최대/최소.%)	(19.58)	(3.10)	(2.69)	2.59	2.59	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일
자:20250211)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상