

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

3,600

하향

현재주가

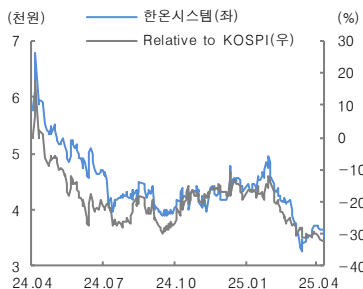
3,395

(25.05.08)

자동차업종

KOSPI	2579.48
시가총액	2,304십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	68십억원
52주 최고/최저	5,710원 / 3,160원
120일 평균거래대금	55억원
외국인자본율	5.34%
주요주주	한국타이어 외 2인 54.77% 한앤코오토홀딩스 21.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-21.0	-16.0	-40.0
상대수익률	-4.6	-22.8	-16.6	-36.2



중첩된 불확실성

- 주가 트리거는 1) 구조조정 마무리, 2) EV플랫폼 런칭 및 3) 업황 개선
- 1Q25 R&D 자본화 비율 축소로 OP 컨센 대비 쇼크/추정 대비 하회
- 2026년 이후, 실적 개선 가시성 확대에 따른 주가 관심 높일 필요

투자의견 Marketperform 유지, 적정주가 3,600원 하향(-5%)

적정주가는 실적 개선 본격화 예상되는 2026년 BPS 대비 1배 수준. 1) 구조조정 관련 일회성 비용 반영 및 2) 추가 구조조정 가능성, 3) R&D비용 자산화 규모 축소에 따른 단기 수익성 악화, 4) 관세 불확실성 지속. **2025~26년 1) 구조조정 비용 반영 마무리, 2) 2H25 유럽 고객향 신규 EV플랫폼 솔루션 납품, 3) BEV 업황 개선 여부에 주목할 필요**

1Q25 매출 2.6조(YoY +9%, 이하 YoY), OP 209억(-68%), NP -226억(적전)

매출은 우호적인 환율과 생산량 증가로 컨센/당사 추정(2.5조)에 부합. 영업이익은 1) R&D비용 자산화 비중 축소(217억 추정), 2) 미국/중국 관세 영향(100억 추정)으로 컨센(448억) 대비 쇼크/당사 추정(236억) 하회하는 부진한 실적 기록. 영업외단에서 이자부담 지속되고있으나, 1Q25 외환손익 +220억 반영되며 우려 대비 양호한 실적 기록

구조조정/운영효율화/관세 관련 불확실성 중첩

2024년 한온시스템은 4,890억원(매출의 4.9%)의 R&D비용 집행하고, 이 중 2,738억/56% 자본화. 경영진 교체 이후, 1Q25 R&D비용(1,070억) 중 자본화 비율 52%로 축소. 자산화 비중 축소하며 중장기 D&A부담 완화 예상되나, 단기 수익성 부담은 불가피. 구조조정 자산/인력 관련하여 일회성 비용 반영 불확실성 또한 지속. 주요 원재료인 알루미늄과 미국 관세 또한 부담(멕시코 매출 중 미국향 비중 50%수준으로 추정). 불확실성 중첩되며 시장 내 관심 제한. **2026년 이후, 실적 개선 가시성 확대에 따른 주가 관심 높일 필요**

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전	잠정치	1Q25				2Q25			
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ		
매출액	2,405	2,536	2,497	2,617	8.8	3.2	2,509	2,611	2.0	-0.2		
영업이익	65	-138	24	21	-68.0	흑전	45	26	-63.6	24.6		
순이익	8	-316	-47	-23	적전	적지	-12	-51	적지	적지		

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,549	11,083	11,641
영업이익	284	96	132	295	472
세전순이익	151	-330	-139	37	225
총당기순이익	59	-359	-139	37	213
지배지분순이익	51	-363	-138	37	211
EPS	96	-676	-203	55	311
PER	76.3	NA	-	65.2	11.5
BPS	4,443	5,310	4,008	4,070	4,389
PBR	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	2.2	-13.9	-5.0	1.4	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	10,429	10,954	10,549	11,083	1.2	1.2
판매비와 관리비	717	740	742	832	3.4	12.5
영업이익	163	421	132	295	-18.7	-30.0
영업이익률	1.6	3.8	1.3	2.7	-0.3	-1.2
영업외손익	-277	-257	-272	-257	적자유지	적자유지
세전순이익	-114	163	-139	37	적자유지	-77.1
지배지분순이익	-122	153	-138	37	적자유지	-75.7
순이익률	-1.2	1.4	-1.3	0.3	적자유지	-1.1
EPS(지배지분순이익)	-180	225	-203	55	적자유지	-75.7

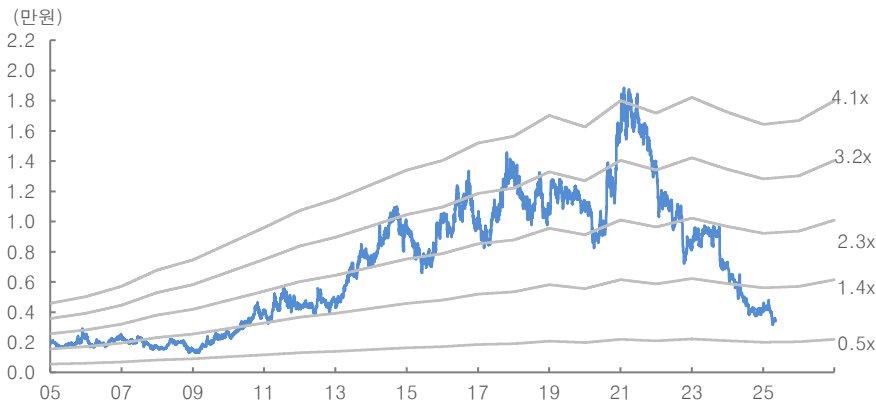
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 적정주가

비고		
'24년 BPS	5,310.1 원	
'25년 BPS	4,008.2 원	
'26년 BPS	4,070.4 원	
'26년 BPS	4,070.4 원	구조조정 마무리되고, 사업 정상화 예상되는 2026년 실적 적용
Target PBR	0.9 배	
적정 주가	3,600.0 원	
현재 주가	3,395.0 원	2025/05/08 종가 기준
적정 시총	2,443.5 십억원	
현재 시총	2,304.4 십억원	2025/05/08 종가 기준
과리율	6.0 %	

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	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,404.6	2,559.9	2,498.6	2,535.6	2,617.3	2,611.4	2,640.9	2,679.8	9,998.7	10,549.4	11,082.5
YoY	2.7%	5.4%	7.4%	4.6%	8.8%	2.0%	5.7%	5.7%	5.0%	5.5%	5.1%
QoQ	-2.4%	6.5%	-2.4%	1.5%	3.2%	-0.2%	1.1%	1.5%			
HMG	1,130.2	1,228.7	1,199.9	1,223.9	1,256.3	1,270.3	1,257.8	1,277.8	4,782.7	5,062.2	5,368.2
Ford	288.6	307.2	300.0	306.0	314.1	335.1	331.9	329.8	1,201.7	1,310.9	1,370.5
VW	264.5	256.0	250.0	280.5	314.1	260.8	261.1	293.5	1,051.0	1,129.4	1,180.8
GM	144.3	179.2	175.0	178.5	183.2	196.4	194.5	193.3	676.9	767.5	814.2
FCA	96.2	102.4	75.0	76.5	78.5	103.3	75.2	79.3	350.1	336.2	349.8
Daimler	48.1	102.4	50.0	51.0	52.3	58.8	58.6	62.1	251.5	231.9	248.4
BMW	120.2	51.2	125.0	102.0	104.7	52.2	135.2	110.8	398.4	402.9	435.8
영업이익	65.3	71.6	96.2	-137.6	20.9	26.1	39.1	46.3	95.5	132.4	294.7
OPM	2.7%	2.8%	3.9%	-5.4%	0.8%	1.0%	1.5%	1.7%	1.0%	1.3%	2.7%
YoY	8.5%	-50.1%	373.9%	적전	-68.0%	-63.6%	-59.3%	흑전	-66.3%	38.6%	122.6%
QoQ	22.5%	9.6%	34.4%	적전	흑전	24.6%	50.1%	18.3%			
당기순이익	10.1	-31.2	-19.4	-318.1	-22.6	-51.8	-38.8	-26.7	-358.6	-139.9	37.5
지배순이익	8.3	-34.1	-21.6	-315.8	-24.0	-51.0	-36.1	-27.4	-363.2	-138.5	37.1
NPM	0.3%	-1.3%	-0.9%	-12.5%	-0.9%	-2.0%	-1.4%	-1.0%	-3.6%	-1.3%	0.3%
YoY	-81.1%	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	-813.6%	-61.9%	-126.8%
QoQ	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지			

자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 글로벌 부품사 Peer Group Table (백만달러, %)

		한온시스템	현대모비스	덴소	토요타 자동차	아이신 정기	콘티넨탈	마그나	발레오	합산/평균
시가총액		1,718.2	17,254.1	38,238.7	38,276.7	10,144.6	16,265.6	9,345.6	2,429.0	133,672.4
수익률	1M	-1.4	-3.2	2.2	30.0	10.6	22.9	-1.0	14.5	
	3M	-17.8	-0.8	-10.2	29.1	5.7	12.2	-15.7	-18.1	
	6M	-12.2	5.2	-10.1	64.8	17.0	33.9	-20.2	-0.9	
	1Y	-40.1	16.1	-26.7	13.1	-1.4	19.2	-24.8	-27.2	
매출액	2023	7,291.1	45,373.5	49,482.7	26,547.8	34,002.4	44,797.7	42,797.0	23,841.3	274,133.6
	2024E	7,332.9	41,976.9	50,523.0	28,317.5	34,375.1	42,967.3	42,836.0	23,249.7	271,578.4
	2025E	7,620.5	42,235.4	50,678.8	29,140.1	34,537.3	44,595.8	39,687.8	24,129.2	272,624.9
	2026E	8,039.7	44,994.8	52,665.7	30,508.8	35,383.1	45,739.8	40,796.7	25,135.9	283,264.4
영업이익	2023	217.2	1,757.6	2,635.9	1,388.0	993.1	1,954.6	2,038.0	786.3	11,770.7
	2024E	70.1	2,254.0	4,026.0	1,666.4	1,421.4	2,439.4	2,116.0	655.6	14,648.8
	2025E	149.7	2,408.2	4,463.5	1,797.0	1,654.5	2,878.9	2,011.2	908.3	16,271.3
	2026E	226.8	2,657.2	4,966.4	2,006.1	1,863.5	3,406.9	2,342.6	1,240.2	18,709.6
EBITDA	2023	675.4	2,464.9	5,228.0	3,361.4	2,892.9	4,299.3	4,139.0	2,770.9	25,831.7
	2024E	547.6	2,975.1	6,659.4	2,960.2	3,292.1	4,791.2	4,454.0	2,807.2	28,486.9
	2025E	613.5	3,172.7	7,186.5	2,991.6	3,510.9	5,133.4	3,566.9	3,269.9	29,445.4
	2026E	715.2	3,471.9	7,897.0	3,276.9	3,732.2	5,873.2	3,941.5	3,499.3	32,407.2
당기순익	2023	39.0	2,620.8	2,166.3	1,584.5	628.9	1,250.7	1,213.0	239.0	9,742.3
	2024E	-266.4	2,974.4	3,167.3	1,932.8	764.8	1,263.5	1,009.0	175.2	11,020.6
	2025E	-22.4	2,986.9	3,448.6	1,940.2	1,063.7	1,648.4	1,287.5	364.5	12,717.5
	2026E	48.0	3,169.0	3,843.8	2,137.8	1,205.0	2,113.0	1,552.8	572.9	14,642.2
PER	2023	66.9	6.3	27.5	21.2	18.5	13.3	10.3	15.3	16.0
	2024E	-	5.3	12.2	18.8	13.0	11.1	8.0	13.9	11.7
	2025E	-	5.5	10.6	18.2	8.7	9.5	7.2	7.2	9.6
	2026E	30.2	5.2	9.3	16.1	7.2	7.5	5.8	4.3	7.9
PBR	2023	1.6	0.5	1.5	0.8	0.8	1.1	1.4	0.9	1.0
	2024E	1.0	0.5	1.0	0.9	0.7	0.9	1.0	0.6	0.8
	2025E	0.9	0.5	1.0	0.9	0.6	1.0	0.8	0.6	0.8
	2026E	0.9	0.4	0.9	0.9	0.3	0.9	0.7	0.5	0.7
EV/EBITDA	2023	8.4	4.5	11.3	12.4	5.0	5.3	5.2	3.1	6.7
	2024E	8.1	3.4	5.3	15.8	4.2	3.7	3.6	2.3	5.5
	2025E	7.2	4.3	4.9	15.5	4.1	4.0	4.2	2.3	5.6
	2026E	6.1	3.7	4.3	13.8	3.8	3.4	3.8	2.1	5.0
ROE	2023	2.2	8.7	6.3	4.6	4.7	8.6	10.6	6.0	7.1
	2024E	-13.9	9.4	8.4	4.7	5.2	8.3	8.6	4.4	7.0
	2025E	-0.7	9.0	9.8	5.3	8.1	10.0	11.0	7.5	8.7
	2026E	2.9	9.0	10.6	5.7	8.8	11.9	12.3	11.7	10.0
배당성향	2023	0.0	9.3	51.9	32.6	50.5	38.1	43.0	41.9	20.8
	2024E	-	13.4	41.8	31.3	43.3	42.8	53.4	60.0	23.7
	2025E	-	15.4	38.3	32.5	32.6	32.7	42.0	38.8	23.7
	2026E	122.4	15.2	36.2	31.3	32.2	33.8	34.9	30.3	23.4

주: 2025/05/07 증가 기준
자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,549	11,083	11,641
매출원가	8,612	9,187	9,675	9,956	10,310
매출총이익	910	812	874	1,127	1,331
판매비와관리비	626	717	742	832	858
영업이익	284	96	132	295	472
영업이익률	3.0	1.0	1.3	2.7	4.1
EBITDA	882	747	783	944	1,122
영업외손익	-133	-425	-272	-257	-248
관계기업손익	12	13	13	13	13
금융수익	131	189	191	191	194
외환관련이익	222	300	324	300	300
금융비용	-218	-470	-426	-411	-405
외환관련손실	19	113	113	113	113
기타	-58	-157	-50	-50	-50
법인세비용차감전순손익	151	-330	-139	37	225
법인세비용	-85	-20	0	0	-11
계속사업순손익	66	-349	-139	37	213
중단사업순손익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-139	37	213
당기순이익률	0.6	-3.6	-1.3	0.3	1.8
비지배지분순이익	8	5	-1	0	2
지배지분순이익	51	-363	-138	37	211
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	26	30	30	30	31
포괄순이익	322	-60	162	342	521
비지배지분포괄이익	8	19	5	3	5
지배지분포괄이익	314	-80	157	338	516

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	96	-676	-203	55	311
PER	76.3	-	-	65.2	11.5
BPS	4,443	5,310	4,008	4,070	4,389
PBR	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
EBITDAPS	1,652	1,390	1,153	1,391	1,653
EV/EBITDA	8.4	7.5	7.5	6.0	4.7
SPS	17,837	18,607	15,542	16,328	17,150
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	1,787	1,581	1,392	1,664	1,925
DPS	316	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	10.4	5.0	5.5	5.1	5.0
영업이익 증가율	10.5	-66.3	38.5	122.6	60.3
순이익 증가율	120.2	적전	적지	흑전	469.1
수익성					
ROIC	2.1	1.6	2.0	4.6	7.2
ROA	3.1	1.0	1.2	2.7	4.2
ROE	2.2	-13.9	-5.0	1.4	7.4
안정성					
부채비율	268.5	254.2	270.2	274.8	263.1
순차입금비율	134.6	111.6	120.8	110.6	89.6
이자보상배율	1.5	0.4	0.6	1.4	2.4

자료: 한온시스템 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,492	5,043	5,765
현금및현금성자산	779	1,346	1,261	1,678	2,258
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,419	1,487	1,558
재고자산	1,140	1,241	1,310	1,376	1,445
기타유동자산	490	502	502	503	503
비유동자산	5,548	6,181	6,092	5,840	5,604
유형자산	2,716	2,864	2,779	2,663	2,563
관계기업투자금	81	95	108	121	134
기타비유동자산	2,750	3,222	3,205	3,056	2,907
자산총계	9,244	10,620	10,584	10,883	11,368
유동부채	3,576	5,034	5,192	5,251	5,314
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,270	2,343	2,418
차입금	967	1,959	1,941	1,924	1,907
유동성채무	500	483	580	580	580
기타유동부채	203	396	400	404	409
비유동부채	3,160	2,588	2,533	2,728	2,924
차입금	2,679	2,126	2,067	2,257	2,448
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	481	462	466	471	476
부채총계	6,736	7,622	7,725	7,980	8,237
자배지분	2,372	2,853	2,721	2,763	2,979
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,564	1,601	1,812
기타지분변동	238	523	528	533	539
비자배지분	137	145	139	141	152
자본총계	2,508	2,999	2,859	2,904	3,131
순차입금	3,377	3,345	3,453	3,211	2,805

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	816	1,023	1,196
당기순이익	59	-359	-139	37	213
비현금항목의 가감	895	1,208	1,084	1,092	1,093
감가상각비	598	651	651	650	650
외환손익	-54	-62	-108	-79	-79
지분법평가손익	-12	-13	-13	-13	-13
기타	363	632	555	534	535
자산부채의 증감	-194	31	60	62	59
기타현금흐름	-243	-311	-189	-169	-170
투자활동 현금흐름	-677	-733	-563	-398	-415
투자자산	6	-6	-13	-13	-13
유형자산	-416	-372	-369	-332	-349
기타	-267	-354	-181	-53	-53
재무활동 현금흐름	-480	651	-54	98	98
단기차입금	-390	-17	-17	-17	-17
사채	-95	-102	-352	-102	-102
장기차입금	262	293	293	293	293
유상증자	0	599	0	0	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타	-72	-75	22	-75	-75
현금의 증감	-651	568	-86	417	581
기초 현금	1,429	779	1,346	1,261	1,678
기말 현금	779	1,346	1,261	1,678	2,258
NOPLAT	124	101	132	295	449
FCF	-76	19	240	567	704

[Compliance Notice]

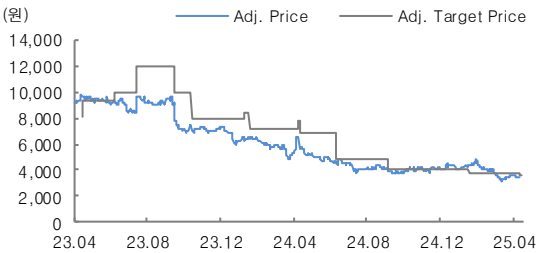
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.05.09	25.02.14	24.11.16	24.11.14	24.10.02	24.07.08
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform
목표주가	3,600	3,800	4,000	4,000	4,000	4,900
과리율(평균%)		1.27	4.58	(4.00)	(2.27)	(13.52)
과리율(최대/최소%)		(16.84)	15.00	(4.00)	(6.50)	(0.10)
제시일자	24.05.09	24.05.06	24.02.14	24.02.05	23.11.10	23.10.12
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	6,900	7,900	7,200	8,400	8,000	10,000
과리율(평균%)	(27.36)	(27.69)	(18.80)	(24.14)	(14.23)	(27.53)
과리율(최대/최소%)	(17.25)	(27.44)	(9.86)	(22.38)	(8.63)	(21.80)
제시일자	23.08.11	23.07.04	23.05.12	23.05.11		
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform		
목표주가	12,000	10,000	9,300	8,100		
과리율(평균%)	(23.09)	(11.09)	0.93			
과리율(최대/최소%)	(19.58)	(3.10)	(2.69)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

(기준일자:20250506)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	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