

한온시스템 (018880)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

폭삭 녹았수다

BUY

TP 4,000원

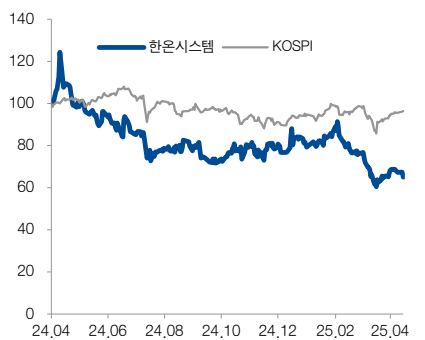
현재주가 (5/8)	3,395원
상승여력	17.8%
시가총액	2,304십억원
발행주식수	678,763천주
자본금/액면가	68십억원/100원
52주 최고가/최저가	5,710원/3,160원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	5.34%
주요주주 지분율	
한국타이어엔테크놀로지	
외2인	54.77%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.4	-21.0	-16.0
상대주가(%)	-4.6	-22.8	-16.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	37	187	5,000
After	-73	140	4,000
Consensus	-40	140	4,573
Cons. 차이	82.5%	0.0%	-12.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WISEF, 현대차증권

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 (%)
2023	9,522	284	51	882	96	149.5	76.3	1.6	8.4	2.2	4.3
2024	9,999	96	-363	747	-676	적전	NA	1.0	7.5	NA	0.0
2025F	10,671	124	-49	640	-73	적지	NA	0.8	9.6	NA	1.8
2026F	11,432	318	95	865	140	흑전	24.3	0.8	7.3	3.3	1.8
2027F	11,988	406	170	981	250	79.3	13.6	0.8	6.6	5.8	1.8

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 1Q25 영업이익 209억원(-68.0% yoy, OPM 0.8%) 기록해 시장 예상을 크게 하회. 생산 증가와 친환경차 비중 확대로 매출액은 사상 최대 분기 매출이나, 연구개발비 자산화 범위 축소로 전년동기비 217억원 비용이 증가. 감가비, 중국 증치세, 멕시코 관세 비용 증가가 부진 사유
- 비용 인식 기준 변경으로 자산화된 무형자산 상각 규모 감소 속도보다 빠른 당기 연구개발비 인식을 증가로 영업이익 레벨 크게 하향 조정해 목표가 4,000원으로 하향. 관세로 낮아진 주가 고려할 때 투자이건은 BUY 유지하나 낮아진 이익 수준에서 주가는 제한적으로 상승할 것

주요이슈 및 실적전망

- 1Q25 Review: 달라진 인식 기준으로 매출 증가에도 이익 감소
 - 1) 매출액 2.62조원(+8.8% yoy, +3.2% qoq), 영업이익 209억원(-68.0% yoy, 흑전 qoq, OPM 0.8%), 지배순자산 240억원(적전 yoy, 적지 qoq) 기록하며 시장 기대 크게 하회
 - 2) 요인: 한국타이어 그룹 편입 이후 리커버리, 연구개발비 인식 방법의 변경. 리커버리는 기존 일회성 비용 정산에서 구조적 단가 인상을 목표로, 연구개발비는 기존대비 자산화 범위를 제한적으로 운영해 전년동기비 217억원 당기 비용 증가. 이외 예정된 감가비 90억원 증가, 중국 증치세 폐지와 멕시코 관세 증가 영향으로 100억원 비용 증가
- Key Takeaways: 회계 인식 기준을 변경함에 따른 이익 추정치 하향 조정
 예정된 원화환산 유무형자산 증가에 따른 감가상각비(연간 7,100억원) 증가 외에도 리커버리, 연구개발비 인식 방법 변경으로 매출액 10조원대 기준 추정은 유지하나, 수익성 전망을 크게 하향. 현재 매출 증가에도 감소하는 이익에 대해 생산 거점 최적화와 초과 생산능력 합리화, 비용 구조 슬림화 등 손익 개선을 위한 대대적인 작업의 효과 확인해야 2H25 고객사 전동화 신규/기존 매출 증가로 이익은 회복의 신뢰도가 높아질 것으로 판단
- 시기적으로 사업 구조 합리화 종료(2027년)와 효과가 가시화 되는 구간, 2025년 유럽 규제 강화로 전기차 볼륨이 증가와 신규 수주가 가시화 되는 구간에서 주가 회복은 탄력적일 전망

주가전망 및 Valuation

〈표1〉 한온시스템 1Q25 Review: 영업이익은 209억원 기록해 컨센서스 53.3% 하회

(십억원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	1Q25P	1Q24	4Q24	(yoy)	(qoq)	1Q25	대비	1Q25	대비
매출액	2,617.3	2,404.6	2,535.6	8.8	3.2	2,454.8	6.6	2,509.3	4.3
영업이익	20.9	65.3	(137.6)	(68.0)	흑전	33.5	(37.6)	44.8	(53.3)
세전이익	(17.6)	20.8	(311.2)	적전	적지	16.4	-	(13.1)	-
지배순이익	(24.0)	8.3	(315.8)	적전	적지	12.6	-	(12.0)	-
영업이익률(%)	0.8	2.7	(5.4)	(1.9)	6.2	1.4	(0.6)	1.8	(1.0)
세전이익률(%)	(0.7)	0.9	(12.3)	(1.5)	11.6	0.7	(1.3)	(0.5)	(0.1)
지배순이익률(%)	(0.9)	0.3	(12.5)	(1.3)	11.5	0.5	(1.4)	(0.5)	(0.4)

자료: 한온시스템, Fnguide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 한온시스템 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	10,671	11,432	10,509	11,264	1.5%	1.5%
영업이익	124	318	196	359	-37.0%	-11.6%
세전이익	-61	122	32	163	-	-25.3%
당기순이익	-48	95	25	128	-	-25.3%

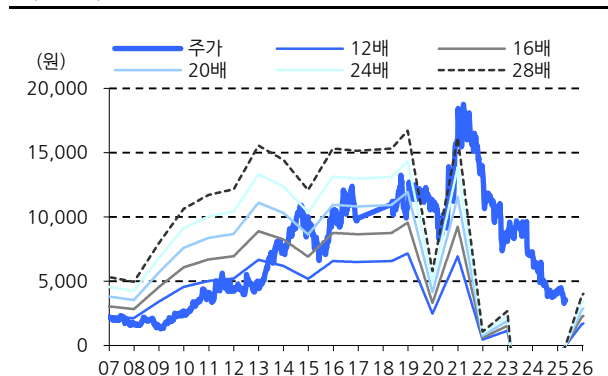
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	14.3	①, 글로벌 주요 공조업체 2024년 P/E 평균
적용 EPS(원)	250	②, 2027F EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	4,000	① X ②
전일 종가(원)	3,395	기준 주가 (2025.05.08)
Upside Potential(%)	17.8%	
투자의견	BUY	

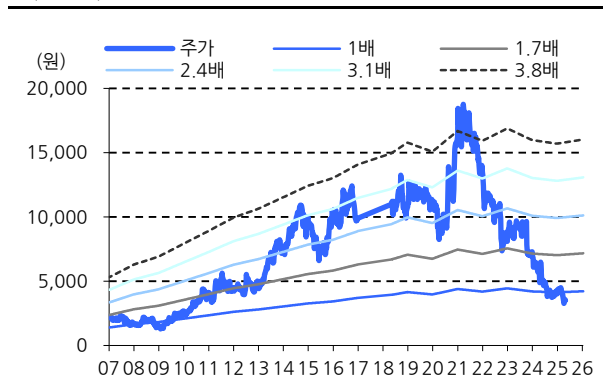
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

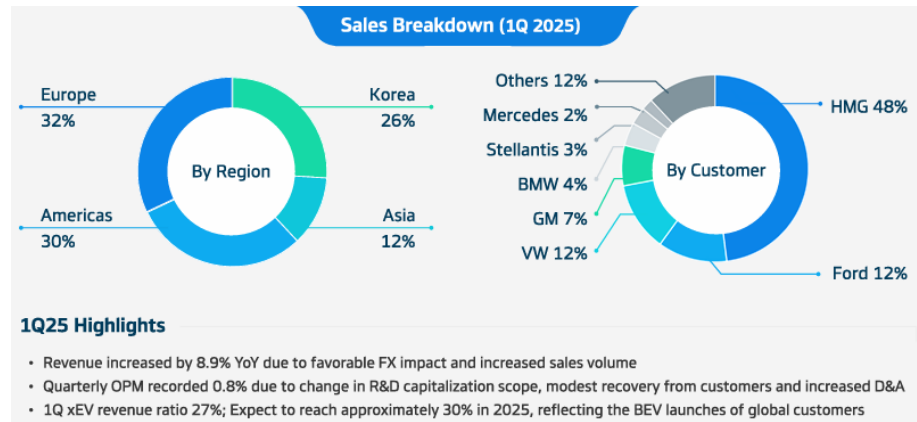
〈표4〉 한온시스템 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,404.6	2,559.9	2,498.6	2,535.6	2,617.3	2,607.5	2,692.2	2,754.1	9,998.7	10,671.1	11,431.9
>아시아	1,311.1	1,385.8	1,336.2	1,360.5	1,359.0	1,375.9	1,399.8	1,427.7	5,393.6	5,562.5	5,803.9
>미주	656.5	743.1	753.2	756.7	781.2	776.5	763.7	803.6	2,909.4	3,125.1	3,265.7
>유럽	1,264.5	1,273.4	1,297.8	1,272.4	1,353.1	1,339.6	1,417.2	1,376.7	5,108.1	5,486.6	5,952.9
>조정	(827.5)	(842.4)	(888.6)	(853.9)	(876.0)	(884.5)	(888.6)	(853.9)	(3,412.4)	(3,503.0)	(3,590.6)
영업이익	65.3	71.6	96.2	(137.6)	20.9	23.5	37.3	42.2	95.5	123.9	317.6
세전이익	20.8	(32.8)	(6.5)	(311.2)	(17.6)	(14.6)	(17.3)	(11.6)	(329.7)	(61.1)	121.5
지배순이익	10.1	(31.2)	(19.4)	(318.1)	(22.6)	(11.1)	(13.2)	(1.0)	(358.6)	(48.0)	94.8
영업이익률	2.7	2.8	3.9	(5.4)	0.8	0.9	1.4	1.5	1.0	1.2	2.8
세전이익률	0.9	(1.3)	(0.3)	(12.3)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(3.3)	(0.6)	1.1
순이익률	0.4	(1.2)	(0.8)	(12.5)	(0.9)	(0.4)	(0.5)	(0.0)	(3.6)	(0.4)	0.8
% yoy											
매출액	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	1.9	7.7	8.6	5.0	6.7	7.1
>아시아	1.9	4.0	(1.9)	(2.9)	3.7	(0.7)	4.8	4.9	0.2	3.1	4.3
>미주	13.2	15.2	15.2	21.3	19.0	4.5	1.4	6.2	16.3	7.4	4.5
>유럽	(1.6)	0.0	6.5	(1.2)	7.0	5.2	9.2	8.2	0.8	7.4	8.5
영업이익	8.5	(50.1)	374.3	적전	(68.0)	(67.2)	(61.3)	흑전	(66.3)	29.6	156.5
세전이익	(68.8)	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
지배순이익	(76.9)	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
% qoq											
매출액	(0.8)	6.5	(2.4)	1.5	3.2	(0.4)	3.2	2.3	-	-	-
>아시아	(6.4)	5.7	(3.6)	1.8	(0.1)	1.2	1.7	2.0	-	-	-
>미주	5.2	13.2	1.4	0.5	3.2	(0.6)	(1.6)	5.2	-	-	-
>유럽	(1.8)	0.7	1.9	(2.0)	6.3	(1.0)	5.8	(2.9)	-	-	-
영업이익	9.6	9.6	34.4	적전	흑전	12.3	58.6	13.3	-	-	-
세전이익	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-
지배순이익	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-

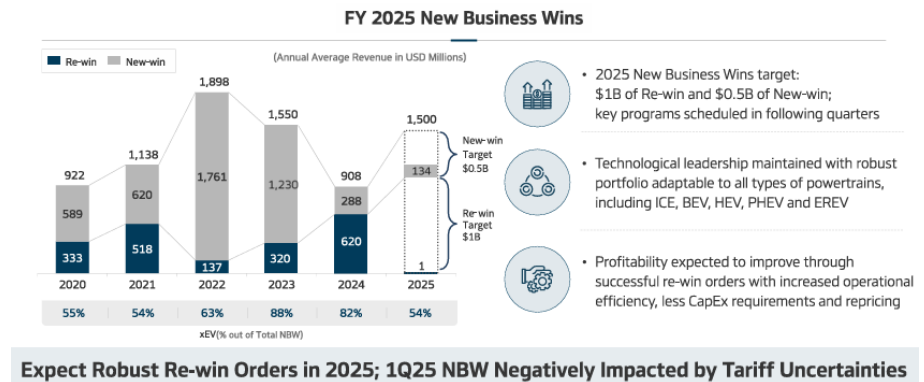
자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 1Q25 매출 비중



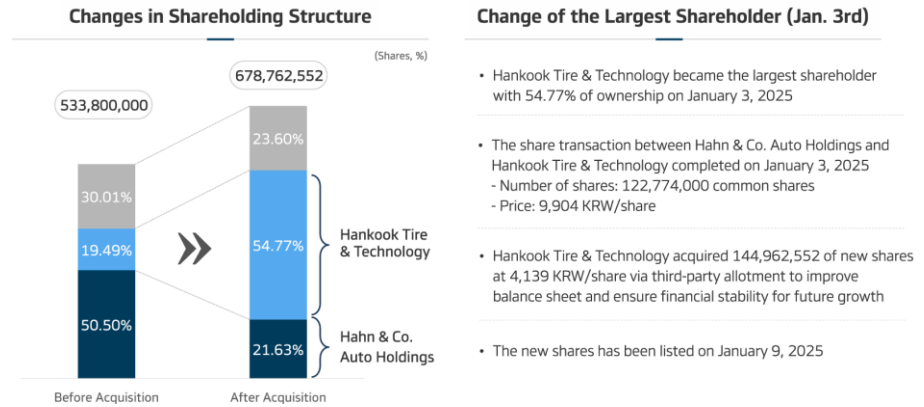
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림4〉 1Q25 신규 수주 현황: 관세 정책 불확실성으로 수주 지연



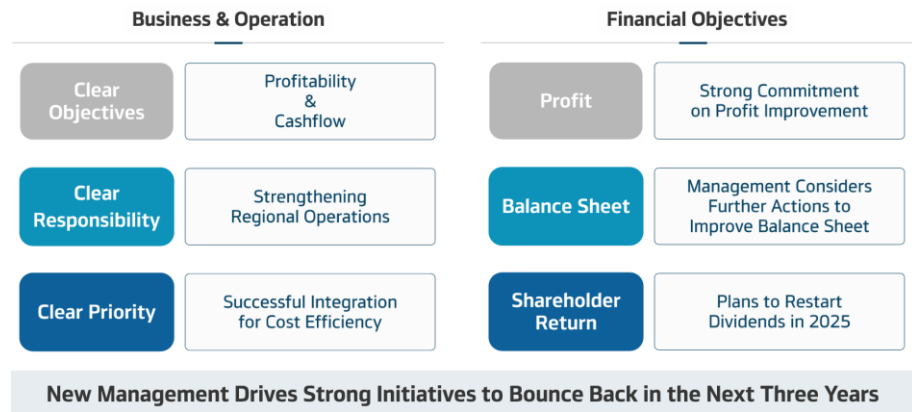
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림5〉 한국타이어앤테크놀로지 최대주주 변경



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림6〉 한온시스템의 사업 중점 사항



자료: 한온시스템, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,671	11,432	11,988
증가율 (%)	10.4	5.0	6.7	7.1	4.9
매출원가	8,612	9,187	9,795	10,304	10,746
매출원가율 (%)	90.4	91.9	91.8	90.1	89.6
매출총이익	910	812	876	1,128	1,242
매출이익률 (%)	9.6	8.1	8.2	9.9	10.4
증가율 (%)	7.4	-10.8	7.9	28.8	10.1
판매관리비	626	717	752	810	837
판매비율 (%)	6.6	7.2	7.0	7.1	7.0
EBITDA	882	747	640	865	981
EBITDA 이익률 (%)	9.3	7.5	6.0	7.6	8.2
증가율 (%)	8.4	-15.3	-14.3	35.2	13.4
영업이익	284	96	124	318	406
영업이익률 (%)	3.0	1.0	1.2	2.8	3.4
증가율 (%)	10.5	-66.2	29.2	156.5	27.7
영업외손익	-145	-438	-193	-205	-217
금융수익	131	189	202	200	178
금융비용	218	470	444	437	427
기타영업외손익	-58	-157	49	32	32
종속관계기업관련손익	12	13	8	8	9
세전계속사업이익	151	-330	-61	122	197
세전계속사업이익률	1.6	-3.3	-0.6	1.1	1.6
증가율 (%)	55.7	적전	적지	흑전	61.5
법인세비용	85	20	-13	26	26
계속사업이익	66	-349	-48	95	171
중단사업이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-48	95	171
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-0.4	0.8	1.4
증가율 (%)	118.5	적전	적지	흑전	80.0
지배주주지분 순이익	51	-363	-49	95	170
비지배주주지분 순이익	8	5	1	0	1
기타포괄이익	263	298	0	0	0
총포괄이익	322	-60	-48	95	171

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	517	569	417	566	656
당기순이익	59	-359	-48	95	171
유형자산 상각비	418	443	366	386	403
무형자산 상각비	180	208	150	162	173
외환손익	-54	-62	-84	-96	-99
운전자본의 감소(증가)	-194	31	41	27	17
기타	108	308	-8	-8	-9
투자활동으로인한현금흐름	-677	-733	-747	-719	-727
투자자산의 감소(증가)	19	-4	-10	-10	-10
유형자산의 감소	65	13	11	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-481	-386	-506	-506	-506
기타	-280	-356	-242	-214	-222
재무활동으로인한현금흐름	-480	651	-35	-153	-184
차입금의 증가(감소)	521	-503	-40	-40	-40
사채의증가(감소)	-133	-76	-79	-82	-85
자본의 증가	0	599	0	0	0
배당금	-185	-46	0	-41	-41
기타	-683	677	84	10	-18
기타현금흐름	-10	81	0	0	0
현금의증가(감소)	-651	568	-364	-307	-255
기초현금	1,429	779	1,346	982	675
기말현금	779	1,346	982	675	421

* K-IFRS 연결 기준

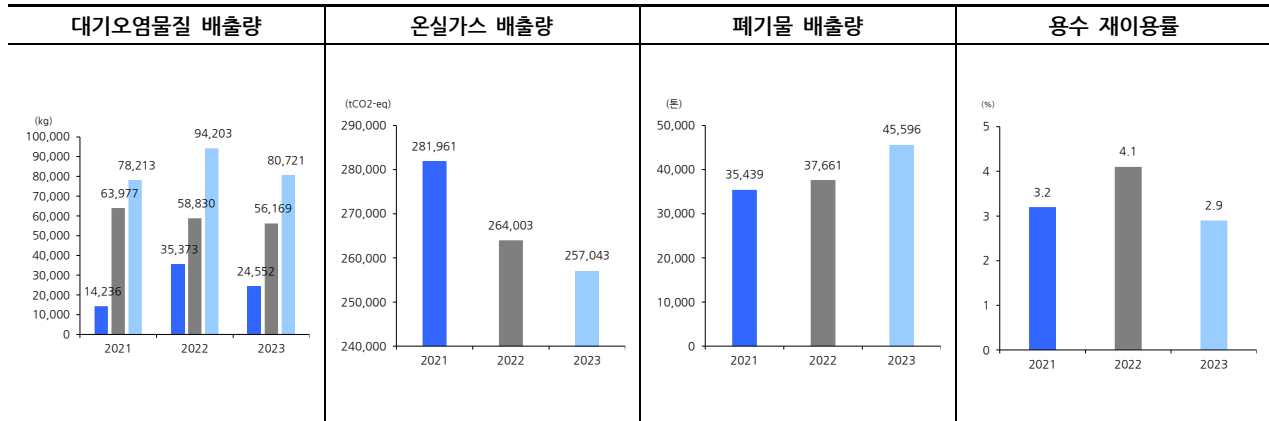
	(단위:십억원)				
재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,266	4,137	4,002
현금성자산	779	1,346	982	675	421
단기투자자산	16	11	11	11	11
매출채권	1,196	1,259	1,364	1,454	1,513
재고자산	1,140	1,241	1,325	1,412	1,469
기타유동자산	551	569	571	573	576
비유동자산	5,548	6,181	6,503	6,779	7,038
유형자산	2,716	2,864	2,993	3,103	3,196
무형자산	2,126	2,351	2,488	2,605	2,722
투자자산	92	113	132	150	169
기타비유동자산	614	853	890	921	951
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,244	10,620	10,769	10,917	11,040
유동부채	3,576	5,034	5,310	5,492	5,589
단기차입금	967	1,959	1,959	1,959	1,959
매입채무	1,308	1,354	1,451	1,547	1,609
유동성장기부채	500	483	554	553	529
기타유동부채	801	1,238	1,346	1,433	1,492
비유동부채	3,160	2,588	2,508	2,419	2,315
사채	1,413	1,338	1,259	1,177	1,092
장기차입금	1,266	788	748	708	668
장기금융부채	31	5	5	5	5
기타비유동부채	450	457	496	529	550
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,736	7,622	7,818	7,912	7,904
지배주주지분	2,371	2,854	2,804	2,858	2,987
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
자본조정 등	14	13	13	13	13
기타포괄이익누계액	224	510	510	510	510
이익잉여금	2,103	1,702	1,652	1,706	1,836
비지배주주지분	137	145	147	147	148
자본총계	2,508	2,999	2,951	3,005	3,135

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	110	-667	-71	140	252
EPS(지배순이익 기준)	96	-676	-73	140	250
BPS(자본총계 기준)	4,699	4,418	4,347	4,428	4,619
BPS(지배지분 기준)	4,443	4,204	4,131	4,211	4,402
DPS	316	0	60	60	60
P/E(당기순이익 기준)	66.1	-6.0	-48.0	24.2	13.5
P/E(지배순이익 기준)	76.3	-5.9	-46.8	24.3	13.6
P/B(자본총계 기준)	1.6	0.9	0.8	0.8	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	8.4	7.5	9.6	7.3	6.6
배당수익률	4.3	0.0	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	120.2	적전	적지	흑전	79.3
EPS(지배순이익 기준)	149.5	적전	적지	흑전	79.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.4	-13.0	-1.6	3.2	5.6
ROE(지배순이익 기준)	2.2	-13.9	-1.7	3.3	5.8
ROA	0.6	-3.6	-0.4	0.9	1.6
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	265.0	263.3	252.1
순차입금비율	134.6	111.6	124.5	128.7	126.9
이자보상배율	1.5	0.4	0.4	1.1	1.5

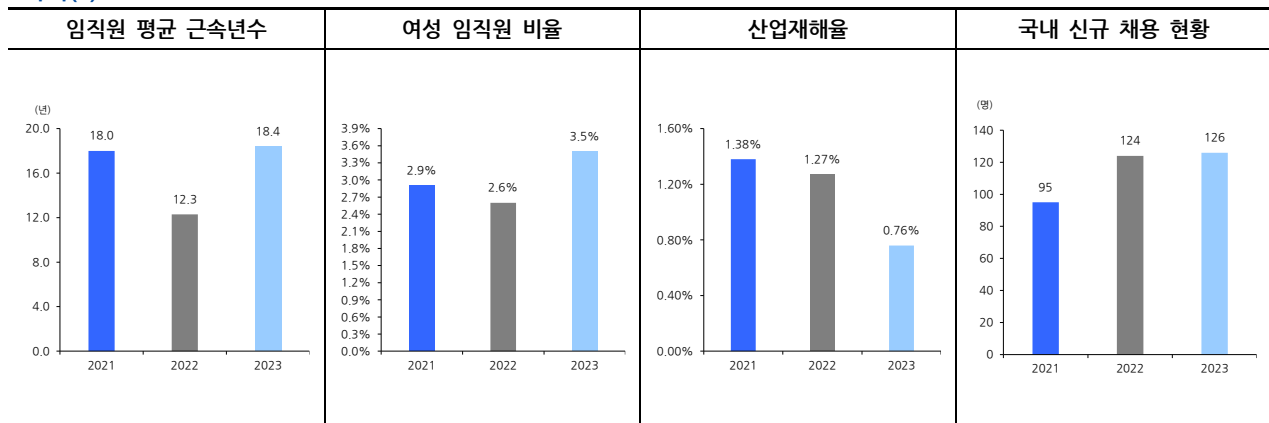
ESG Index & Summary Report

〈그림9〉 한온시스템 주요 ESG INDEX

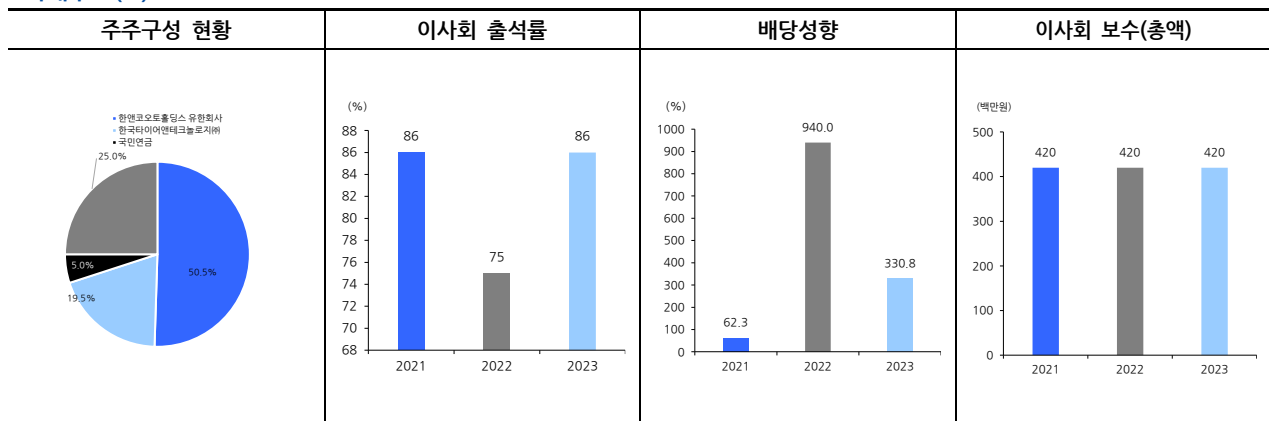
환경(E)



사회(S)



지배구조(G)



자료 : 한온시스템 지속가능경영보고서, Dart, 현대차증권

〈그림10〉 한온시스템 ESG Summary Report

한온시스템

ESG Rating Profile - 2024 상반기

Sector: 자동차및부품



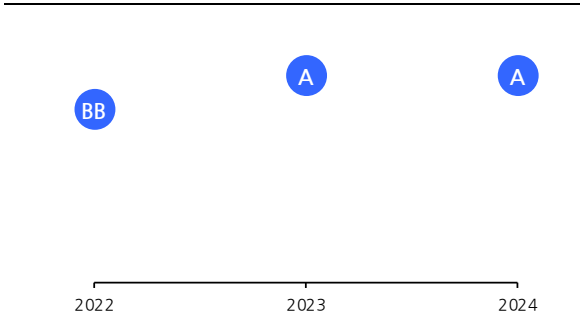
Company & Sector Performance

ESG 종합평가

ESG 총점	88.2
전체 순위	235/1284
섹터 순위	6/59

* 등급은 총 7등급(AA/A/BB/B/C/D/E)으로 구분됩니다.

연도별 성과



섹터 내 기업비교

	최상위 기업	최하위 기업
2조원이상	현대모비스	KG모빌리티
5천억원이상	DRB동일	인지컨트롤스
5천억원미만	동일고무벨트	에이애플

컨트론퍼시 이슈

내용
해당사항 없음

ESG 성과

	점수	섹터평균	가중치
환경 (E)	87.6	43.2	25%
사회 (S)	69.1	42.7	35%
지배구조 (G)	64.7	54.0	40%

ESG 브리프

2024 상반기 한온시스템의 ESG 등급은 A 등급으로 투자적격 등급에 해당됩니다.
전년 동기와 등급이 동일하여 ESG 성과향상을 위한 관리가 필요합니다.

부문별 성과

	점수	섹터평균	가중치
환경(E)			
혁신 활동	86.0	51.7	중
생산 공정	98.5	39.4	중
공급망 관리	100.0	73.3	하
생물다양성	24.0	38.4	하

	점수	섹터평균	가중치
사회(S)			
인적자원관리	56.2	47.3	상
공급망 관리	87.6	32.2	하
고객관리	82.0	55.4	하
사회공헌 및 지역사회	100.0	26.8	하

* 일반지주의 환경/사회는 계열회사의 가중치가 반영됨

	점수	섹터평균	가중치
지배구조(G)			
주주의 권리	64.8	49.5	중
정보의 투명성	61.9	62.0	하
이사회 구성과 활동	70.3	56.3	중
이사의 보수	86.0	70.0	하
관계사 위험	32.5	52.8	하
ESG경영 인프라	87.1	40.3	하

본 보고서는 ㈜서스틴베스트가 실시한 기업의 ESG 평가결과를 요약한 보고서입니다.

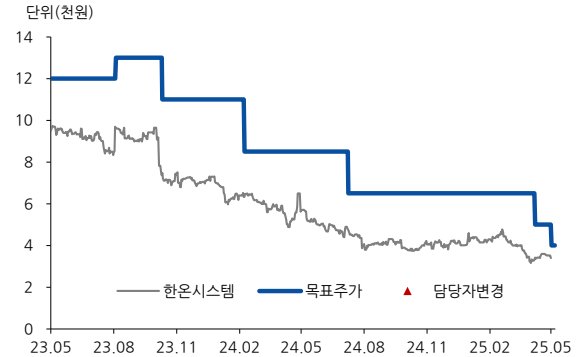
평가대상종목은 상장기업 1,072개 비상장기업 212개로 섹터별 특성이 고려된 평가지표와 가중치를 적용하였으며 섹터 특성 상 평가 대상에서 제외되는 항목의 가중치는 '평가제외'로 표시하였습니다.

본 자료의 내용은 현대차증권이 제시한 투자조건과 일치하지 않을 수 있습니다.

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.10	BUY	12,000	-26.41	-20.00
2023.05.10	AFTER 6M	12,000	-23.47	-19.25
2023.08.11	BUY	13,000	-29.95	-25.77
2023.10.18	BUY	11,000	-37.38	-31.73
2024.02.15	BUY	8,500	-35.98	-23.65
2024.07.16	BUY	6,500	-36.90	-28.31
2025.01.16	AFTER 6M	6,500	-37.39	-26.62
2025.04.15	BUY	5,000	-30.25	-28.20
2025.05.09	BUY	4,000		

▶ 최근 2년간 한온시스템 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 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 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
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.