한온시스템 (018880)

EARNINGS REVIEW | Company Analysis | 자동차/부품 | 2025.5.9

정상화로 가는 길

Analyst 이병근
bglee@ls-sec.co.kr

1Q25 Review

한온시스템은 1Q25P 매출액 2.6조원(+8.8% YoY, +3.3% QoQ), 영업이익 209억원(-67.9% YoY, 흑자전환 QoQ, OPM 0.8%)을 기록, 시장 컨센서스 영업이익 448억원을 하회했다. 1분기 환율은 우호적이었으나, 1) 예상 대비 적었던 생산 물량, 2) 고객사 리커버리 감소 영향으로 수익성은 악화됐다. 외화 관련 평가이익이 250억원 발생했으나, 이자 및 기타 비용이 690억원 반영되면서 당기순이익은 -226억원으로 적자 전환했다.

물량 증가가 절실한 시점

1분기 수주는 1억 3500만 달러를 기록, 관세 등 불확실한 정책 영향으로 수주가 지연되고 있는 상황이다. 지난 4분기부터 지연된 수주는 2분기부터 점차 본격화될 것으로 예상되며, 올해는 1) 벤츠와 BMW의 신규 전기차 플랫폼 런칭, 2) 현대차그룹 HMGMA 가동률 증가 등으로 친환경차 매출 비중은 30%를 기록할 전망이다. 1분기 운송비는 매출액 대비 2.8%를 기록했으나, 최근 컨테이너 운임이 안정화됨에 따라 점차 개선될 것이다. 2025년부터 차입금 축소와 구조조정 등을 통한 비용구조 개선이 본격화되고 있으며, 2027년부터 구조조정 및 조직 효율화 효과가 본격적으로 나타날 것으로 예상된다.

투자의견은 Buy를 유지, 목표주가는 4,500원으로 하향

한온시스템에 대해 투자의견은 Buy를 유지, 실적 추정치 하향에 따라 목표주가는 4,500원으로 하향한다. 더딘 수익성 개선과 전기차 업황 둔화로 주가 및 밸류에이션은 저점 수준이다. 2025년에는 1) 현대차와 벤츠 등 글로벌OEM들의 차세대 전기차 플렛폼 양산에 따른 물량 증가, 2) 물류비 및 감가상각비 감소로 인한 수익성 개선을 기대해 볼 수 있다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,494	10,720	10,869
영업이익	284	96	255	345	398
순이익	59	-359	85	172	221
EPS (원)	96	-535	120	247	277
증감률 (%)	149.5	적전	흑전	106.5	12.0
PER (x)	76.3	-7.5	28.4	13.7	12.3
PBR (x)	1.6	1.0	0.8	0.7	0.7
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.4	3.2	3.7
EBITDA 마진 (%)	9.3	7.5	8.4	9.2	9.7
ROE (%)	2.2	-13.9	2.8	5.6	5.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

Buy (유지)

목표주가 (하향)	4,500 원
현재주가	3,395 원
상승여력	32.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (5/8)	2,579.48 pt
시가총액	23,044 억원
발행주식수	678,763 천주
52 주 최고가/최저가	5,710 / 3,160 원
90 일 일평균거래대금	51.75 억원
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	4,324 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -5.1%
	6 개월 -16.7%
	12 개월 -34.0%
주주구성	한국타이어앤테크놀로지(외4인) 76.4%
	자사주 (외 1 인) 0.0%
	강성욱 (외 1 인) 0.0%

Stock Price

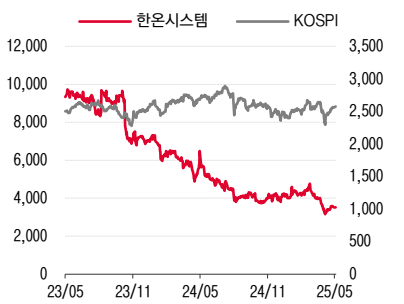


표1 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	**9,999**	**10,494**	**10,720**	**2,405**	**2,560**	**2,500**	**2,534**	**2,617**	**2,678**	**2,586**	**2,613**
%yoy	5.0%	4.9%	2.2%	2.7%	5.4%	8.2%	3.8%	8.8%	4.6%	3.4%	3.1%
%qoq				-1.5%	6.5%	-2.3%	1.4%	3.3%	2.3%	-3.4%	1.1%
영업이익	**96**	**255**	**345**	**65**	**72**	**94**	**-135**	**21**	**75**	**84**	**75**
%OPM	1.0%	2.4%	3.2%	2.7%	2.8%	3.7%	-5.3%	0.8%	2.8%	3.3%	2.9%
%yoy	-66.3%	167.1%	35.2%	8.5%	-50.1%	391.1%	적전	-67.9%	4.2%	-10.1%	흑전
%qoq				7.4%	9.6%	30.9%	적전	흑전	255.1%	13.0%	-10.6%
세전이익	**-330**	**122**	**225**	**21**	**-33**	**-9**	**-309**	**-18**	**42**	**53**	**45**
%yoy	-318.8%	-137.0%	84.6%	-68.8%	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전
%qoq				흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	26.2%	-14.6%
지배순이익	**-363**	**81**	**168**	**8**	**-34**	**-22**	**-316**	**-24**	**31**	**40**	**34**
%NPM	-3.6%	0.8%	1.6%	0.3%	-1.3%	-0.9%	-12.5%	-0.9%	1.2%	1.5%	1.3%
%yoy	적전	흑전	106.5%	-81.1%	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전
%qoq				흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	26.2%	-14.6%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

표2 한온시스템 1Q25 Review

(단위: 십억원)	분기실적			증감		Consensus	
	1Q24	4Q24	1Q25	(YoY)	(QoQ)	1Q25	Diff.
매출액	2,405	2,534	**2,617**	8.8%	3.3%	**2,509**	4.3%
영업이익	65	135	**21**	-67.9%	-115.5%	**45**	-53.1%
영업이익률	2.7%	-5.3%	**0.8%**	-1.9%	6.1%	**1.8%**	-1.0%
순이익	8	316	**-24**	-389.8%	-92.4%	**-12**	-

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

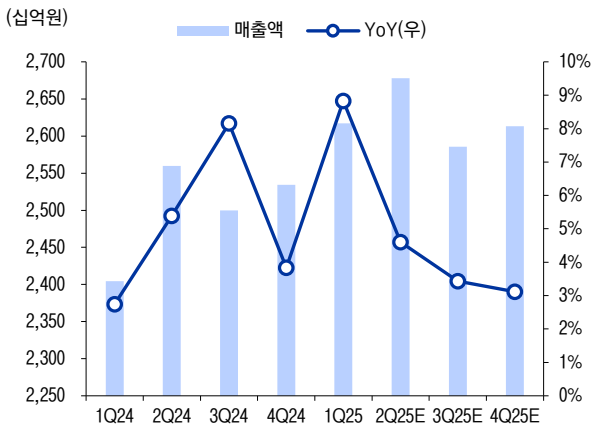
표3 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	10,494	10,720	10,288	10,554	2.0%	1.6%
영업이익	225	345	325	386	-30.8%	-10.6%
영업이익률	122	225	277	346	-56.0%	-35.0%
순이익	81	168	178	225	-54.5%	-25.3%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

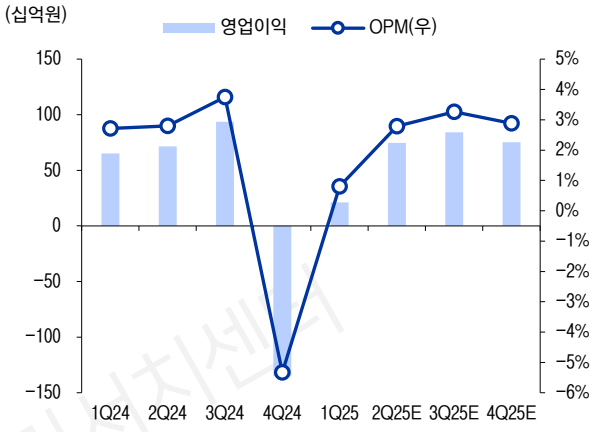
LS증권 리서치센터

그림1 한온시스템 매출액 추이 및 전망



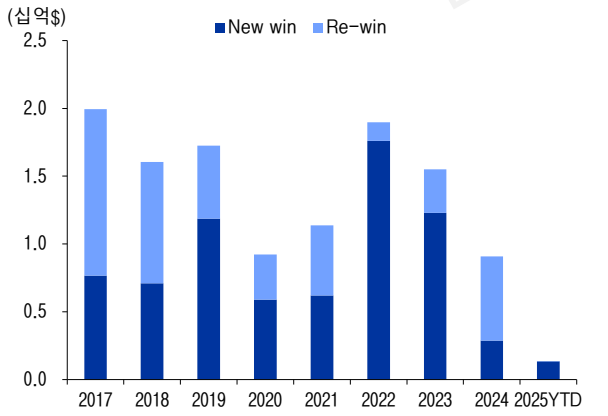
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림2 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



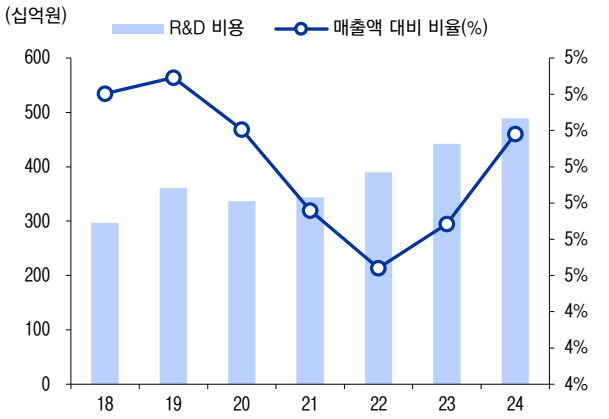
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림3 한온시스템 신규 수주 추이



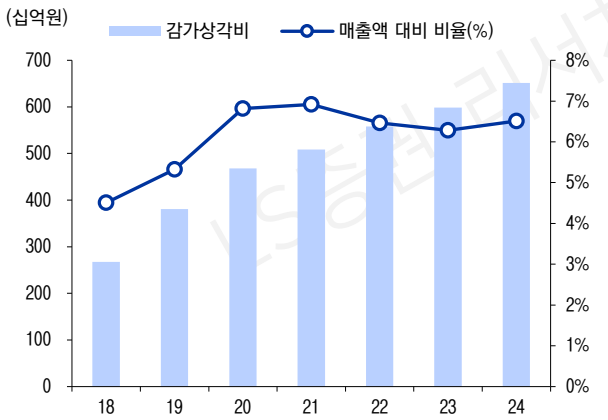
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림4 한온시스템 R&D 비용 추이



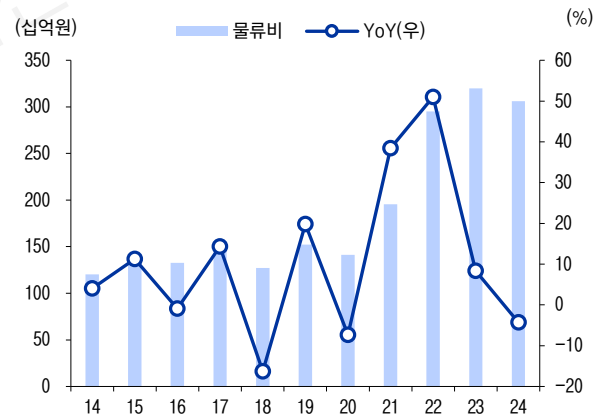
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림5 한온시스템 감가상각비 추이



자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림6 한온시스템 운반비 추이



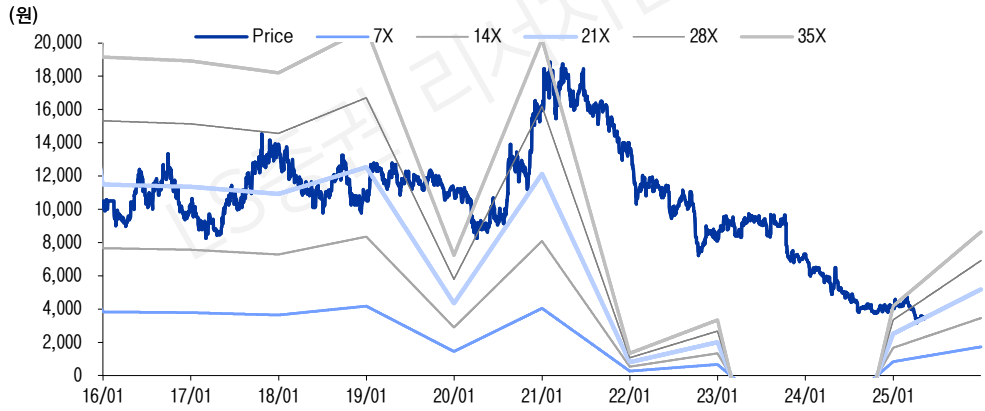
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

표4 한온시스템 목표주가 산정 Table

(단위: 원, 배)	
12M Fwd EPS	216
Target P/E ratio	× 21.0
Target Price	4,500
Current Price	3,395
Upside (%)	32.5

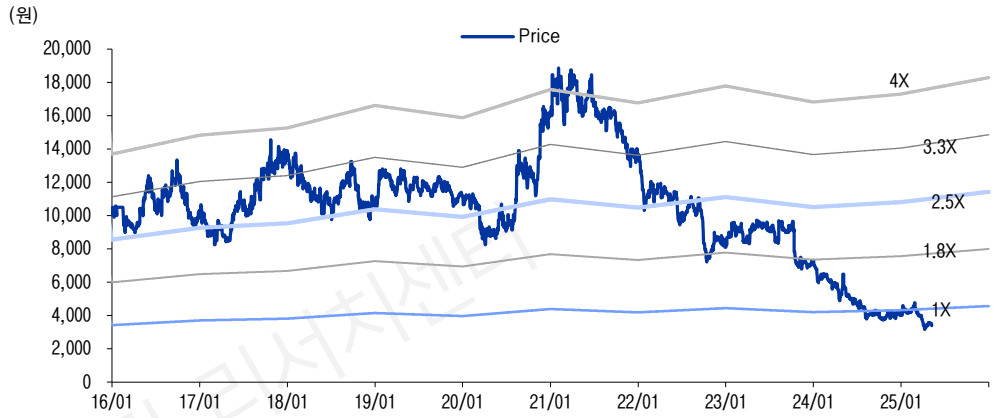
자료: LS증권 리서치센터

그림7 한온시스템 12M Fwd P/E Band



자료: LS증권 리서치센터

그림8 한온시스템 12M Fwd P/B Band



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,075	4,274	4,488
현금 및 현금성자산	779	1,346	894	1,016	1,171
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,402	1,431	1,450
재고자산	1,140	1,241	1,257	1,283	1,301
기타유동자산	490	502	523	544	566
비유동자산	5,548	6,181	6,402	6,521	6,633
관계기업투자등	85	101	105	110	114
유형자산	2,716	2,864	2,912	2,860	2,800
무형자산	2,126	2,351	2,484	2,615	2,744
자산총계	**9,244**	**10,620**	**10,477**	**10,795**	**11,120**
유동부채	3,576	5,034	4,896	5,017	5,124
매입채무 및 기타재무	1,906	2,196	2,113	2,157	2,187
단기금융부채	1,476	2,584	2,518	2,584	2,651
기타유동부채	194	254	265	275	286
비유동부채	3,160	2,588	2,501	2,531	2,561
장기금융부채	2,710	2,131	2,027	2,037	2,048
기타비유동부채	450	456	474	493	513
부채총계	**6,736**	**7,622**	**7,398**	**7,548**	**7,685**
지배주주지분	2,372	2,853	2,935	3,102	3,290
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,783	1,950	2,138
비지배주주지분(연결)	137	145	145	145	145
자본총계	**2,508**	**2,999**	**3,080**	**3,247**	**3,435**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**9,522**	**9,999**	**10,494**	**10,720**	**10,869**
매출원가	8,612	9,187	9,569	9,701	9,837
매출총이익	**910**	**812**	**925**	**1,018**	**1,033**
판매비 및 관리비	626	717	670	673	634
영업이익	**284**	**96**	**255**	**345**	**398**
(EBITDA)	882	747	878	985	1,051
금융손익	-93	-152	-110	-59	-50
이자비용	186	265	225	244	225
관계기업등 투자손익	12	13	11	13	22
기타영업외손익	-52	-286	-34	-74	-82
세전계속사업이익	**151**	**-330**	**122**	**225**	**289**
계속사업법인세비용	85	20	37	53	68
계속사업이익	66	-349	85	172	221
중단사업이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	**59**	**-359**	**85**	**172**	**221**
지배주주	51	-363	81	168	188
총포괄이익	**333**	**-73**	**85**	**172**	**221**
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	8.8	9.5	9.5
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.4	3.2	3.7
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.5	8.4	9.2	9.7
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	0.8	1.6	2.0
ROA (%)	0.6	-3.7	0.8	1.6	1.7
ROE (%)	2.2	-13.9	2.8	5.6	5.9
ROIC (%)	2.3	1.1	2.8	4.0	4.5

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**517**	**569**	**551**	**792**	**820**
당기순이익(손실)	59	-359	85	172	221
비현금수익비용가감	895	1,208	627	641	617
유형자산감가상각비	418	443	437	453	463
무형자산상각비	180	208	185	188	190
기타현금수익비용	297	557	-491	-505	-543
영업활동 자산부채변동	-194	31	-160	-21	-18
매출채권 감소(증가)	-21	177	-53	-29	-20
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-16	-26	-18
매입채무 증가(감소)	28	-221	-82	44	30
기타자산, 부채변동	-60	123	-10	-10	-10
투자활동 현금흐름	**-677**	**-733**	**-833**	**-747**	**-742**
유형자산처분(취득)	-416	-372	-486	-400	-403
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-318	-318	-318
투자자산 감소(증가)	24	3	6	8	17
기타투자활동	32	-16	-35	-37	-38
재무활동 현금흐름	**-480**	**651**	**-170**	**77**	**77**
차입금의 증가(감소)	-295	98	-170	77	77
자본의 증가(감소)	-185	552	0	0	0
배당금의 지급	185	46	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-651**	**568**	**-452**	**122**	**154**
기초현금	1,429	779	1,346	894	1,016
기말현금	779	1,346	894	1,016	1,171

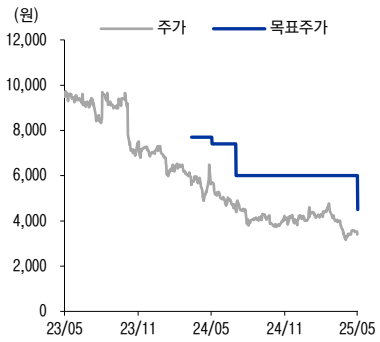
주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	76.3	-7.5	28.4	13.7	12.3
P/B	1.6	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.3	7.4	6.8	6.0	5.5
P/CF	4.1	3.2	3.2	2.8	2.8
배당수익률 (%)	4.3	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	10.4	5.0	4.9	2.2	1.4
영업이익	10.5	-66.3	167.1	35.2	15.5
세전이익	55.1	적전	흑전	84.6	28.4
당기순이익	120.2	적전	흑전	103.4	28.2
EPS	149.5	적전	흑전	106.5	12.0
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	240.2	232.4	223.7
유동비율	103.4	88.2	83.2	85.2	87.6
순차입금/자기자본(x)	135.2	112.0	118.2	110.7	102.3
영업이익/금융비용(x)	1.5	0.4	1.1	1.4	1.8
총차입금 (십억원)	4,186	4,715	4,545	4,622	4,699
순차입금 (십억원)	3,391	3,358	3,640	3,594	3,516
주당지표 (원)					
EPS	96	-535	120	247	277
BPS	4,443	4,204	4,324	4,570	4,847
CFPS	1,787	1,252	1,048	1,199	1,234
DPS	316	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한온시스템 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2024.03.20	변경	이병근									
2024.03.20	Buy	7,700	-15.7		-27.3						
2024.05.10	Buy	7,400	-22.8		-32.4						
2024.07.09	Buy	6,000	-18.4		-32.3						
2025.05.09	Buy	4,500									

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이병근).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.7%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	8.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.4.1 ~ 2025.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)