한온시스템 (018880)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

신에게는 아직 한 번의 구조조정이 남아있사옵니다

BUY **TP 4,000원**

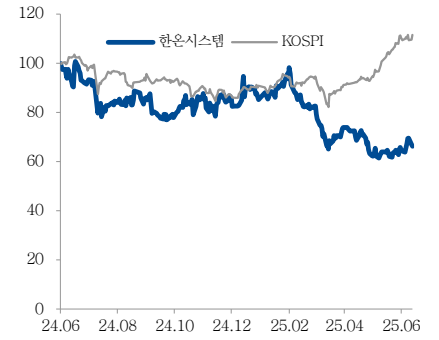
현재주가 (7/8)	3,215원
상승여력	24.4%
시가총액	2,182십억원
발행주식수	678,763천주
자본금/액면가	68십억원/100원
52주 최고가/최저가	4,895원/2,985원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인 지분율	5.01%
주요주주 지분율	
한국타이어앤테크놀로지 외2인	54.77%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.5	-0.2	-30.1
상대주가(%p)	-6.5	-25.2	-43.4

*K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	-73	140	4,000
After	-89	104	4,000
Consensus	-122	119	3,941
Cons. 차이	-27.0%	-12.6%	1.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q25 영업이익은 233억원(-67.5% yoy, OPM 0.9%) 기록하며 컨센서스 42.3% 하회할 전망. 수익성 높은 HEV 판매 확대와 고객사 볼륨 증가에도 개발비 자산화율 변동, 감가상각비 증가하며 수익성 부진 지속
- 비용 인식 기준 변경으로 자산화된 무형자산 상각 규모 감소 속도보다 빠른 당기 연구개발비 인식율 증가로 영업이익 기대가 하향, 2차 구조조정을 통한 비용 정상화가 예상되어 주가 상승 제한, 목표가 4,000원 유지. 낮아진 주가 수준 고려해 투자의견 BUY 유지

주요이슈 및 실적전망

- 2Q25 Preview: 매출 방향성과 따로 움직이는 이익 흐름

  1) 매출액 2.6조원(+2.1% yoy, -0.2% qoq), 영업이익 233억원(-67.5% yoy, +10.4% qoq, OPM 0.9%), 지배순적자 141억원(적지 yoy, 적지 qoq)으로 영업이익기준 컨센서스 403억원(OPM 1.5%)을 42.3% 하회

  2) 요인: 한국타이어 그룹 편입 이후 리커버리, 연구개발비 인식 방법의 변경. 리커버리는 기존 일회성 비용 정산에서 구조적 단가 인상을 목표하며 하반기 점진 효과 기대. 연구개발비는 기존대비 자산화 범위를 제한적으로 운영하며 당기 비용 증가함에 기인
- Key Takeaways: 회계 인식 기준을 변경 이후 낮아진 이익 기대

  원화환산 유무형자산 증가에 따른 감가상각비(연간 7,200억원) 증가 외에도 리커버리, 연구개발비 인식 방법 변경으로 매출액 10조원대 기대는 유지되나, 수익성 전망 하향. 현재 매출 증가에도 감소하는 이익에 대해 생산 거점 최적화와 초과 생산능력 합리화, 비용 구조 슬림화 등 손익 개선을 위한 대대적인 작업의 효과를 확인하는 과정에서 연속적인 구조조정의 일회성 비용 불확실성은 2H25 고객사 전동화 신규/기존 매출 증가로 인한 이익 증가 기대를 낮추는 요인

주가전망 및 Valuation

- 당초 예상했던 사업 구조 합리화가 장기화 될 가능성. 구조조정 이후 비용 구조 개선은 기대되나 2차 구조조정에 대한 4Q25 추가 비용 불확실성이 주가 상승을 제한할 전망. 한국타이어앤테크놀로지에 피인수된 이후 그룹 차원의 재무/손익구조 개선과 장기 전략에 대한 소통이 미흡해 주가 할인을 지속

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	10,709	119	-60	1,088	-89	적지	NA	0.8	5.2	NA	1.9
2026F	11,477	297	70	1,404	104	흑전	31.0	0.8	4.0	2.5	1.9
2027F	12,035	435	200	1,565	294	183.8	10.9	0.7	3.4	6.8	1.9

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 한온시스템 2Q25 Preview: 영업이익은 233억원 기록해 컨센서스 42.3% 하회 (단위: 십억 원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25E	% yoy	% qoq	Consensus	Diff (%)
매출액	2,559.9	2,617.3	2,612.7	2.1	(0.2)	2,650.0	(1.4)
영업이익	71.6	21.1	23.3	(67.5)	10.4	40.3	(42.3)
세전이익	(32.8)	(17.3)	(18.5)	적지	적지	(17.5)	-
지배순이익	(34.1)	(24.0)	(14.1)	적지	적지	(25.9)	-
영업이익률	2.8	0.8	0.9	(1.9)	0.1	1.5	(0.6)
세전이익률	(1.3)	(0.7)	(0.7)	0.6	(0.0)	(0.7)	(0.0)
지배순이익률	(1.3)	(0.9)	(0.5)	0.8	0.4	(1.0)	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	10,709	11,477	10,671	11,432	0.4%	0.4%
영업이익	119	297	124	318	-3.6%	-6.5%
세전이익	-75	90	-61	122	23.4%	-25.8%
당기순이익	-59	71	-48	95	23.4%	-25.8%

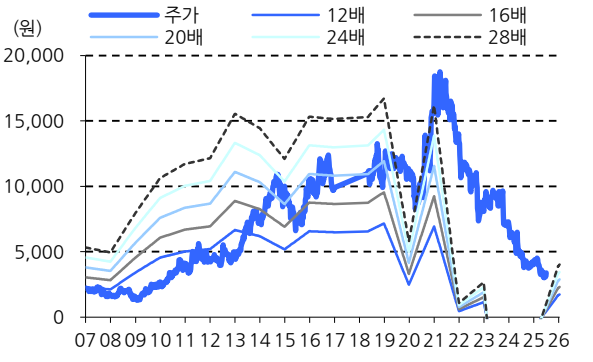
자료: 현대차증권

<표3> 목표주가 산정

목표 P/E(배)	14.3	①, 글로벌 주요 공조업체 2024년 P/E 평균
적용 EPS(원)	294	②, 2027F EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	4,000	① X ②
전일 종가(원)	3,215	기준 주가 (2025.07.08)
Upside Potential (%)	24.4%	
투자의견	BUY	

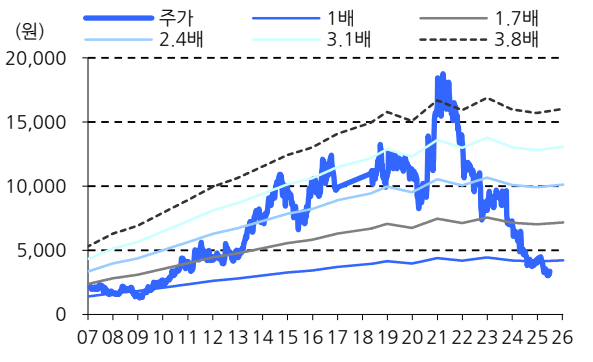
자료: 한온시스템, 현대차증권

<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	2,612.7	2,708.0	2,770.6	9,998.7	10,708.6	11,476.6
>아시아	1,311.1	1,385.8	1,336.2	1,360.5	1,403.4	1,375.9	1,399.8	1,427.7	5,393.6	5,606.9	5,850.2
>미주	656.5	743.1	753.2	756.7	771.5	781.7	779.6	803.6	2,909.4	3,136.4	3,277.5
>유럽	1,264.5	1,273.4	1,297.8	1,272.4	1,378.6	1,339.6	1,417.2	1,393.3	5,108.1	5,528.6	5,998.5
>조정	(827.5)	(842.4)	(888.6)	(853.9)	(936.2)	(884.5)	(888.6)	(853.9)	(3,412.4)	(3,563.2)	(3,649.6)
영업이익	65.3	71.6	96.2	(137.6)	21.1	23.3	35.9	39.2	95.5	119.5	297.0
세전이익	20.8	(32.8)	(6.5)	(311.2)	(17.3)	(18.5)	(21.9)	(17.7)	(329.7)	(75.4)	90.2
지배순이익	10.1	(31.2)	(19.4)	(318.1)	(22.6)	(14.1)	(16.7)	(5.8)	(358.6)	(59.2)	70.3
영업이익률	2.7	2.8	3.9	(5.4)	0.8	0.9	1.3	1.4	1.0	1.1	2.6
세전이익률	0.9	(1.3)	(0.3)	(12.3)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.6)	(3.3)	(0.7)	0.8
순이익률	0.4	(1.2)	(0.8)	(12.5)	(0.9)	(0.5)	(0.6)	(0.2)	(3.6)	(0.6)	0.6
% yoy											
매출액	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	2.1	8.4	9.3	5.0	7.1	7.2
>아시아	1.9	4.0	(1.9)	(2.9)	7.0	(0.7)	4.8	4.9	0.2	4.0	4.3
>미주	13.2	15.2	15.2	21.3	17.5	5.2	3.5	6.2	16.3	7.8	4.5
>유럽	(1.6)	0.0	6.5	(1.2)	9.0	5.2	9.2	9.5	0.8	8.2	8.5
영업이익	8.5	(50.1)	374.3	적전	(67.7)	(67.5)	(62.7)	흑전	(66.3)	25.0	148.6
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	(0.2)	3.6	2.3	-	-	-
>아시아	(6.4)	5.7	(3.6)	1.8	3.2	(2.0)	1.7	2.0	-	-	-
>미주	5.2	13.2	1.4	0.5	2.0	1.3	(0.3)	3.1	-	-	-
>유럽	(1.8)	0.7	1.9	(2.0)	8.3	(2.8)	5.8	(1.7)	-	-	-
영업이익	9.6	9.6	34.4	적전	흑전	10.4	54.2	9.3	-	-	-
세전이익	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-
지배순이익	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,709	11,477	12,035
증가율 (%)	10.4	5.0	7.1	7.2	4.9
매출원가	8,612	9,187	9,856	10,378	10,773
매출원가율 (%)	90.4	91.9	92.0	90.4	89.5
매출총이익	910	812	853	1,099	1,262
매출이익률 (%)	9.6	8.1	8.0	9.6	10.5
증가율 (%)	7.4	-10.8	5.0	28.8	14.8
판매관리비	626	717	733	802	827
판관비율(%)	6.6	7.2	6.8	7.0	6.9
EBITDA	882	747	1,088	1,404	1,565
EBITDA 이익률 (%)	9.3	7.5	10.2	12.2	13.0
증가율 (%)	8.4	-15.3	45.6	29.0	11.5
영업이익	284	96	119	297	435
영업이익률 (%)	3.0	1.0	1.1	2.6	3.6
증가율 (%)	10.5	-66.2	24.0	149.6	46.5
영업외손익	-145	-438	-206	-218	-226
금융수익	131	189	339	305	284
금융비용	218	470	568	555	542
기타영업외손익	-58	-157	23	32	32
종속/관계기업관련손익	12	13	11	11	12
세전계속사업이익	151	-330	-75	90	220
세전계속사업이익률	1.6	-3.3	-0.7	0.8	1.8
증가율 (%)	55.7	적전	적지	흑전	144.4
법인세비용	85	20	-16	19	19
계속사업이익	66	-349	-59	71	201
중단사업이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-59	71	201
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-0.6	0.6	1.7
증가율 (%)	118.5	적전	적지	흑전	183.1
지배주주지분 순이익	51	-363	-60	70	200
비지배주주지분 순이익	8	5	1	0	1
기타포괄이익	263	298	43	0	0
총포괄이익	322	-60	-16	71	201

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,927	5,130	5,250
현금성자산	779	1,346	1,614	1,637	1,637
단기투자자산	16	11	7	7	7
매출채권	1,196	1,259	1,372	1,463	1,522
재고자산	1,140	1,241	1,333	1,420	1,478
기타유동자산	551	569	588	591	593
비유동자산	5,548	6,181	6,219	6,168	6,111
유형자산	2,716	2,864	2,716	2,501	2,281
무형자산	2,126	2,351	2,443	2,558	2,673
투자자산	92	113	122	145	167
기타비유동자산	614	853	938	964	990
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,244	10,620	11,146	11,297	11,361
유동부채	3,576	5,034	5,703	6,017	6,132
단기차입금	967	1,959	1,962	1,962	1,962
매입채무	1,308	1,354	1,460	1,556	1,620
유동성장기부채	500	483	325	454	447
기타유동부채	801	1,238	1,956	2,045	2,103
비유동부채	3,160	2,588	2,460	2,267	2,056
사채	1,413	1,338	1,159	973	780
장기차입금	1,266	788	800	760	720
장기금융부채	31	5	2	2	2
기타비유동부채	450	457	499	532	554
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,736	7,622	8,163	8,285	8,188
지배주주지분	2,371	2,854	2,836	2,866	3,025
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
자본조정 등	14	13	13	13	13
기타포괄이익누계액	224	510	555	555	555
이익잉여금	2,103	1,702	1,639	1,669	1,828
비지배주주지분	137	145	147	147	148
자본총계	2,508	2,999	2,983	3,013	3,173

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	517	569	909	1,064	1,205
당기순이익	59	-359	-59	71	201
유형자산 상각비	418	443	629	710	715
무형자산 상각비	180	208	340	397	415
외환손익	-54	-62	-125	-130	-132
운전자본의 감소(증가)	-194	31	124	27	17
기타	108	308	0	-11	-11
투자활동으로인한현금흐름	-677	-733	-952	-914	-930
투자자산의 감소(증가)	19	-4	6	-11	-11
유형자산의 감소	65	13	11	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-481	-386	-512	-506	-506
기타	-280	-356	-457	-408	-424
재무활동으로인한현금흐름	-480	651	315	-127	-275
차입금의 증가(감소)	521	-503	9	-40	-40
사채의증가(감소)	-133	-76	424	-186	-193
자본의 증가	0	599	0	0	0
배당금	-185	-46	0	-41	-41
기타	-683	677	-118	140	-1
기타현금흐름	-10	81	-4	0	0
현금의증가(감소)	-651	568	268	23	-0
기초현금	1,429	779	1,346	1,614	1,637
기말현금	779	1,346	1,614	1,637	1,637

(단위:원, 배, %)

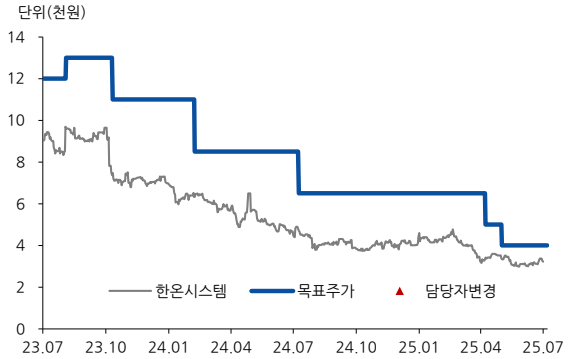
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	110	-667	-87	104	296
EPS(지배순이익 기준)	96	-676	-89	104	294
BPS(자본총계 기준)	4,699	4,418	4,395	4,439	4,674
BPS(지배지분 기준)	4,443	4,204	4,178	4,222	4,456
DPS	316	0	60	60	60
P/E(당기순이익 기준)	66.1	-6.0	-36.8	30.9	10.9
P/E(지배순이익 기준)	76.3	-5.9	-36.1	31.0	10.9
P/B(자본총계 기준)	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	8.4	7.5	5.2	4.0	3.4
배당수익률	4.3	0.0	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	120.2	적전	적지	흑전	183.8
EPS(지배순이익 기준)	149.5	적전	적지	흑전	183.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.4	-13.0	-2.0	2.4	6.5
ROE(지배순이익 기준)	2.2	-13.9	-2.1	2.5	6.8
ROA	0.6	-3.6	-0.5	0.6	1.8
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	273.7	275.0	258.1
순차입금비율	134.6	111.6	113.1	108.3	95.5
이자보상배율	1.5	0.4	0.5	1.2	1.8

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.10	BUY	12,000	-24.42	-18.92
2023.08.10	AFTER 6M	12,000		
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	-20.45	-11.88
2025.07.09	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.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 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 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
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.