

한온시스템 018880

길어지는 인고의 시간

1Q25P: 체질 개선을 위한 비용 증가로 영업이익 컨센서스 하회

1Q25P 매출액 2.6조원(+8.8% 이하 YoY), 영업이익 209억원(-67.9%)로 컨센서스 영업이익 450억원을 -53.1% 하회했다. 매출액은 우호적 환율 효과와 1Q25 유럽 전기차 시장 호조에 따른 완성차 생산량 증가로 역대 최대 매출을 기록했다. 그러나 체질 개선을 위한 일시적 비용 증가로 인해 부진한 이익을 시현했다. 1) 고객사 리커버리 100억원 감소, 2) 연구개발비 자산화 범위 축소에 따른 비용 217억원 인식이 주요했다. 이를 제외 시 조정 영업이익은 426억원으로 OPM 1.6%(-1.1%p)다.

체질 개선은 2026년까지 이뤄질 예정

2025F 매출액 10.6조원(+5.6%), 영업이익 1,779억원(+91.3%)를 전망한다. 1Q25와 유사하게 연중 연구개발비 자산화 범위 축소에 따른 무형자산 상각비 인식 구조 개선과 중장기적 단가 인상으로 단발적 리커버리 의존도를 줄여 실적 변동성을 완화하기 위한 체질 개선은 지속된다. 500억원 규모의 1차 구조조정 및 조직 효율화 비용 지출도 올해 인식되는 만큼 올해 큰 폭의 수익성 개선은 제한적이다. 실질적인 수익성 개선 효과는 2027년부터 확인 가능할 전망이다.

유럽 중심 전기차 수요 회복세 수혜 기대

밸류에이션 기준 연도를 2026년으로 변경하고 투자 의견 '중립', 목표주가 3,600원으로 하향한다. 수익성 개선이 지연되는 영향이다. 다만 유럽 전기차 수요가 회복됨에 따라 유럽 고객사향 수혜가 기대된다. 특히 신규 EV 플랫폼을 출시하는 BMW와 메르세데스 벤츠를 고객사로 보유한 점은 수혜 강도를 높일 수 있는 잠재적 요인이다. 정체되었던 EV 침투율이 회복될수록 열관리에 대한 중요성도 부각될 수 밖에 없다. 특히 독보적인 기술력을 보유했다는 점을 감안 시 Peer 대비 밸류에이션 프리미엄을 부여하는 것은 합당하다. 필요한 것은 실적을 통한 증명이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,628	9,522	10,000	10,560	10,966
영업이익	257	284	93	178	322
영업이익률(%)	3.0	3.0	1.0	1.7	2.9
세전이익	97	151	-330	-37	196
지배주주지분순이익	20	51	-363	-41	144
EPS(원)	38	96	-535	-28	213
증감률(%)	-93.4	149.5	적전	적지	흑전
ROE(%)	0.9	2.2	-13.9	-0.7	6.3
PER (배)	211.3	76.3	-7.5	-121.6	15.9
PBR (배)	1.9	1.6	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (배)	8.8	8.3	8.1	7.5	6.4

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2025.05.09

중립(하향)

목표주가(하향) 3,600원
현재주가(05/07) 3,520원
상승여력 2.3%

Stock Data

KOSPI	2,579.5pt
시가총액(보통주)	2,304십억원
발행주식수	678,763천주
액면가	100원
자본금	68십억원
60일 평균거래량	1,249천주
60일 평균거래대금	5,174백만원
외국인 지분율	5.3%
52주 최고가	5,920원
52주 최저가	3,115원
주요주주	
한국타이어앤테크놀로지(외 4인)	76.4%
자사주(외 1인)	0.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.4	-5.1
3M	-21.0	-23.3
6M	-16.0	-16.7

주가차트

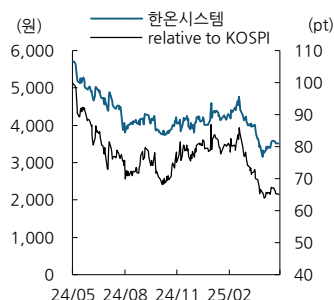


표1 한온시스템 1Q25P 실적 Review

(십억원, %)	1Q25P	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	2,617	2,536	2,405	3.2	8.8	2,509	4.3	2,571	1.8
유럽	837	786	769	6.5	8.8			642	30.4
미주	785	735	673	6.8	16.6			757	3.7
한국	680	685	673	(0.6)	1.1			901	(24.5)
아시아	21	(138)	65	흑전	(67.9)	45	(53.1)	68	(69.1)
영업이익	0.8	(5.4)	2.7	6.2	(1.9)	1.8	(1.0)	3.1	(2.3)
OPM	(24)	(316)	8	적지	적전	(12)	적지	38	적전
지배순이익	(0.9)	(12.5)	0.3	11.5	(1.3)	(0.5)	(0.4)	4.2	(5.2)
NPM	2,617	2,536	2,405	3.2	8.8	2,509	4.3	2,571	1.8

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

(십억원, %)	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	10,742	11,414	10,560	10,966	(1.7)	(3.9)
영업이익	298	378	178	322	(40.3)	(15.0)
OPM	2.8	3.3	1.7	2.9	(1.1)	(0.4)
지배순이익	70	192	(41)	144	적전	(25.2)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한온시스템 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	증감률
매출액	2,405	2,560	2,500	2,536	2,617	2,628	2,573	2,742	10,000	10,560	10,966	5.6
유럽	769	770	775	786	837	849	836	894	3,100	3,416	3,664	10.2
미주	673	717	775	735	785	802	772	795	2,900	3,154	3,284	8.7
한국	673	717	625	685	680	683	669	713	2,700	2,746	2,851	1.7
아시아	289	357	325	330	314	294	296	340	1,300	1,244	1,167	(4.3)
영업이익	65	72	94	(138)	21	42	58	56	93	178	322	91
OPM	2.7	2.8	3.7	(5.4)	0.8	1.6	2.3	2.0	0.9	1.7	2.9	0.8
지배순이익	8	(34)	(22)	(316)	(24)	(8)	(5)	(4)	(363)	(41)	144	적지
NPM	0.3	(1.3)	(0.9)	(12.5)	(0.9)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(3.6)	(0.4)	1.3	3.2
YoY												
매출액	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	2.7	2.9	8.1	5.0	5.6	3.9	-
영업이익	8.5	(50.1)	361.9	(330.9)	(67.9)	(40.9)	(37.6)	(140.8)	(67.2)	91.3	80.7	-
OPM	0.1	(3.1)	2.9	(7.9)	(1.9)	(1.2)	(1.5)	7.5	(2.0)	0.8	1.2	-
지배순이익	(81.1)	(131.8)	(52.3)	476.6	(389.7)	(77.9)	(75.3)	(98.8)	(812.4)	(88.8)	(452.6)	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한온시스템 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	144	26F 지배주주 순이익 적용
주식수	(천주)	678,763	
Target EPS	(원)	213	26F EPS 적용
Target P/E	(x)	17.2	주요 자동차 부품 업체 26F PER 피어 그룹 평균에 100% 할증 적용
목표주가	(원)	3,600	
현재주가	(원)	3,520	전일 종가
Upside	(%)	2.3	

자료: DS투자증권 리서치센터

[한온시스템 018880]

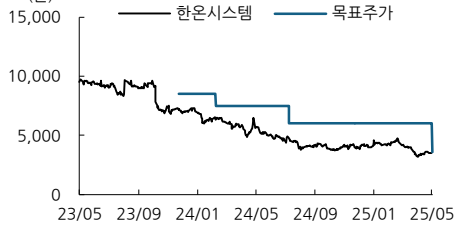
재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	4,439	3,814	3,913	매출액	8,628	9,522	10,000	10,560	10,966
현금 및 현금성자산	1,429	779	1,346	563	514	매출원가	7,781	8,612	9,187	9,646	9,861
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,349	1,470	1,530	매출총이익	847	910	812	914	1,105
재고자산	972	1,140	1,241	1,257	1,326	판매비 및 관리비	590	626	717	736	784
기타	531	490	502	523	544	영업이익	257	284	93	178	322
비유동자산	4,904	5,548	6,181	6,626	6,805	(EBITDA)	814	882	747	894	1,074
관계기업투자등	83	85	101	105	110	금융손익	-59	-93	-152	-137	-100
유형자산	2,371	2,716	2,864	3,158	3,174	이자비용	106	186	265	218	205
무형자산	1,923	2,126	2,351	2,463	2,584	관계기업등 투자손익	9	12	13	14	14
자산총계	9,099	9,244	10,620	10,440	10,718	기타영업외손익	-110	-52	-286	-64	-40
유동부채	4,021	3,576	5,034	5,152	5,413	세전계속사업이익	97	151	-330	-9	196
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	2,196	2,217	2,437	계속사업법인세비용	70	85	20	7	49
단기금융부채	1,994	1,476	2,584	2,670	2,701	계속사업이익	27	66	-349	-16	147
기타유동부채	176	194	254	265	275	중단사업이익	0	-7	-9	0	0
비유동부채	2,708	3,160	2,588	2,808	2,898	당기순이익	27	59	-359	-37	147
장기금융부채	2,323	2,710	2,131	2,334	2,405	지배주주	20	51	-363	-41	144
기타비유동부채	385	450	456	474	493	총포괄이익	43	333	-359	-37	147
부채총계	6,729	6,736	7,622	7,961	8,311	매출총이익률 (%)	9.8	9.6	8.1	8.7	10.1
지배주주지분	2,236	2,372	2,853	2,334	2,262	영업이익률 (%)	3.0	3.0	1.0	1.7	2.9
자본금	53	53	68	68	68	EBITDA마진률 (%)	9.4	9.3	7.5	8.5	9.8
자본잉여금	-23	-23	561	561	561	당기순이익률 (%)	0.3	0.6	-3.6	-0.1	1.3
이익잉여금	2,243	2,103	1,702	1,468	1,395	ROA (%)	0.2	0.6	-3.7	-0.2	1.4
비지배주주지분(연결)	134	137	145	145	145	ROE (%)	0.9	2.2	-13.9	-0.7	6.3
자본총계	2,370	2,508	2,999	2,480	2,407	ROIC (%)	1.4	2.3	1.1	2.0	3.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	569	305	983	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	27	59	-359	-16	147	P/E	211.3	76.3	-7.5	-121.6	15.9
비현금수익비용가감	872	895	1,208	447	754	P/B	1.9	1.6	1.0	1.0	1.0
유형자산감가상각비	398	418	443	506	533	P/S	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	159	180	208	210	219	EV/EBITDA	8.8	8.3	8.1	7.5	6.4
기타현금수익비용	314	297	-33	-303	-28	P/CF	4.8	4.1	3.2	5.3	2.6
영업활동 자산부채변동	-373	-194	31	-126	82	배당수익률 (%)	4.4	4.3	8.0	9.4	9.4
매출채권 감소(증가)	-218	-21	177	-121	-60	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-49	-16	-68	매출액	17.4	10.4	5.0	5.6	3.9
매입채무 증가(감소)	239	28	-221	21	220	영업이익	-21.2	10.5	-66.3	86.3	80.7
기타자산 부채변동	-226	-60	123	-10	-10	세전이익	-72.6	55.1	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-643	-677	-733	-1,163	-917	당기순이익	-91.4	120.2	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-375	-416	-372	-800	-550	EPS	-93.4	149.5	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-348	-322	-340	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-12	24	3	-6	10	부채비율	283.9	268.5	254.2	321.0	345.3
기타투자활동	0	32	-16	-35	-37	유동비율	104.3	103.4	88.2	74.0	72.3
재무활동 현금	262	-480	651	75	-116	순차입금/자기자본(x)	121.4	135.2	112.0	178.6	190.3
차입금의 증가(감소)	456	-295	98	289	101	영업이익/금융비용(x)	2.4	1.5	0.4	0.8	1.6
자본의 증가(감소)	-194	-185	430	-214	-217	총차입금 (십억원)	4,317	4,186	4,715	5,004	5,105
배당금의 지급	194	185	169	214	217	순차입금 (십억원)	2,876	3,391	3,358	4,430	4,580
기타재무활동	0	0	122	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	25	-651	568	-783	-50	EPS	38	96	-535	-28	213
기초현금	1,404	1,429	779	1,346	563	BPS	4,189	4,443	4,204	3,439	3,332
기말현금	1,429	779	1,346	563	514	SPS	16,163	17,837	14,731	15,558	16,157
NOPLAT	71	124	69	129	241	CFPS	1,684	1,787	1,252	635	1,328
FCF	-117	83	148	-858	67	DPS	360	316	320	320	320

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한온시스템 (018880) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-30	담당자변경				15,000
2023-11-30	매수	8,500	-20.9	-14.0	10,000
2024-02-15	매수	7,500	-27.3	-13.5	5,000
2024-07-16	매수	6,000	-32.5	-20.5	0
2024-09-03	매수	6,000	-33.1	-20.5	
2025-01-13	매수	6,000	-33.7	-20.5	
2025-05-09	매수	3,600			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 현재 당사에서 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.