

# 한온시스템 (018880)

2025.01.09

## 4Q24 Preview: 통국의 4분기

[자동차/자동차부품] 조희승  
2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

### 4Q24 Preview: 매출액 2.5조원, 영업이익 345억원(OPM 1.4%)

24년 4분기 매출액은 2.5조원(YoY +2.2%), 영업이익은 345억원(YoY -35.3%, OPM 1.4%)으로 시장 기대치(2.5조원, 783억원)을 하회할 전망이다.

매출의 47%를 차지하는 현대차그룹의 출고 대수는 YoY -2.2%였으며, 전기차 판매 대수는 YoY -7.3%를 기록했다. Ford/VW/GM/BMW의 판매 대수는 YoY +7.5%/+1.5%/-0.1%/-6.5%였으며, 전기차 판매 대수는 YoY +30.0%/-3.4%/+57.2%/-17.7%였다. 미주 지역에서는 고객사의 판매 호조와 우호적인 환율효과가 긍정적이었다. 그러나 3분기에 고객사로부터의 리커버리가 집중적으로 발생한 영향으로 4분기에는 리커버리가 부재했다. SCFI(상하이 컨테이너 운임 지수)는 3분기 대비 낮은 수준이지만, 여전히 전년 동기 대비해서는 높은 수준(4Q24 2,293 vs 4Q23 1,255)이다. 게다가 2025년 한국타이어로의 인수를 앞두고 4분기에 대규모의 비용 인식과 임직원 위로금 지급이 수익성에 악영향을 끼쳤다.

### 2025: 정상화로 가는 길

2024년 사업 목표는 매출액 10조원(YoY +4.6%), 영업이익 4,000억원(YoY +45.4%, OPM 4%)였다. 그러나 2024년 연간 매출액은 9.9조원(YoY +4.4%), 영업이익 2,651억원(YoY -3.6%, OPM 2.7%)로 마무리될 전망이다. 2024년에는 1) 고객사 생산 부진, 2) 물류비 부담, 3) 조직 효율화 관련 일회성 비용이 수익성 개선을 제한했다.

2025년 현대차그룹의 판매 목표는 YoY +2.2%이다. 또한 현대차그룹 미국 조지아 공장, Mercedes-benz향으로 시스템 단위의 납품이 더해질 예정이다. 그러나 고객사의 물량 부진이 중국 권역에서 두드러지고 있다. 이구환신 정책에 힘입어 중국 로컬 전기차에 대한 선호가 급격히 상승했으며, 이러한 추세를 쉽게 뒤집기는 어려워 보인다. 또한 고 비용의 유럽과 중국 지역의 공장 일부를 정리할 계획이며, 조직 효율화 관련한 비용 이슈가 2025년에도 이어질 것으로 예상된다.

### 목표주가 5,500원 하향, 투자 의견 Buy 유지

열관리 부품 시장에서의 과점적 위치와 기술력과는 별개로 전기차 전환 비용으로 인해 2019년부터 수익성 악화를 겪어왔다. 한국타이어테크놀로지로의 인수를 앞두고 24년 4분기에 대규모 비용 인식을 진행했으며, 2025년 내내 조직 효율화와 경영 정상화를 위해 노력할 예정이다. 2025년까지는 수익성이 2%대이겠지만, 2026년부터는 1) 조지아 공장, Mercedes-benz향 시스템 물량 효과 본격화, 2) 조직 효율화가 실적 개선을 이끌 것으로 기대된다. 과점적 위치와 기술력은 변함 없으며, 이는 주주 금액 추이에서 증명된다. 경영이 정상화되는 2026년 EPS 255원에 21.0x를 적용하여 목표주가는 5,500원으로 하향한다.

## Buy (Maintain)

|                |            |
|----------------|------------|
| 목표주가(12M)      | 5,500원(하향) |
| 증가(2025.01.08) | 4,600원     |
| 상승여력           | 19.6%      |

### Stock Indicator

|           |              |
|-----------|--------------|
| 자본금       | 53십억원        |
| 발행주식수     | 53,380만주     |
| 시가총액      | 2,455십억원     |
| 외국인지분율    | 8.4%         |
| 52주 주가    | 3,740~6,930원 |
| 60일평균거래량  | 1,430,673주   |
| 60일평균거래대금 | 5.8십억원       |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|------|------|------|-------|
| 절대수익률    | 14.7 | 20.1 | 2.6  | -33.6 |
| 상대수익률    | 10.9 | 22.9 | 14.3 | -31.8 |

### Price Trend



| FY           | 2023  | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|--------------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 9,559 | 9,979 | 10,573 | 11,477 |
| 영업이익(십억원)    | 277   | 265   | 259    | 326    |
| 순이익(십억원)     | 51    | -87   | 38     | 173    |
| EPS(원)       | 96    | -159  | 56     | 255    |
| BPS(원)       | 4,443 | 4,018 | 4,176  | 4,433  |
| PER(배)       | 76.3  |       | 81.8   | 18.0   |
| PBR(배)       | 1.6   | 1.1   | 1.1    | 1.0    |
| ROE(%)       | 2.2   | -3.4  | 1.4    | 5.9    |
| 배당수익률(%)     | 0.9   |       |        | 2.2    |
| EV/EBITDA(배) | 8.3   | 5.9   | 5.9    | 5.5    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한온시스템 실적 추이 및 전망

| (억원, %) | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24F  | 4Q24F  | 2023   | 2024F  | 2025F   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액     | 23,404 | 24,291 | 23,274 | 24,625 | 24,046 | 25,599 | 24,986 | 25,155 | 95,593 | 99,786 | 105,734 |
| 아시아     | 12,871 | 13,330 | 13,619 | 14,006 | 13,111 | 13,858 | 13,362 | 13,726 | 53,826 | 54,057 | 56,489  |
| 미주      | 5,798  | 6,449  | 6,538  | 6,240  | 6,565  | 7,431  | 7,532  | 7,176  | 25,025 | 28,703 | 30,431  |
| 유럽      | 12,853 | 12,733 | 12,183 | 12,882 | 12,645 | 12,734 | 12,978 | 13,011 | 50,652 | 51,368 | 55,218  |
| 비중      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 아시아     | 55.0   | 54.9   | 58.5   | 56.9   | 54.5   | 54.1   | 53.5   | 54.6   | 56.3   | 54.2   | 53.4    |
| 미주      | 24.8   | 26.5   | 28.1   | 25.3   | 27.3   | 29.0   | 30.1   | 28.5   | 26.2   | 28.8   | 28.8    |
| 유럽      | 54.9   | 52.4   | 52.3   | 52.3   | 52.6   | 49.7   | 51.9   | 51.7   | 53.0   | 51.5   | 52.2    |
| YoY     | 18.2   | 15.3   | 6.0    | 5.0    | 2.7    | 5.4    | 7.4    | 2.2    | 10.8   | 4.4    | 6.0     |
| 아시아     | 10.5   | 9.8    | 8.7    | 1.6    | 1.9    | 4.0    | -1.9   | -2.0   | 7.4    | 0.4    | 4.5     |
| 미주      | 16.1   | 17.6   | 8.6    | 7.5    | 13.2   | 15.2   | 15.2   | 15.0   | 12.2   | 14.7   | 6.0     |
| 유럽      | 22.1   | 20.1   | 10.4   | 1.9    | -1.6   | 0.0    | 6.5    | 1.0    | 13.1   | 1.4    | 7.5     |
| 매출총이익   | 2,142  | 2,837  | 1,892  | 2,211  | 2,201  | 2,328  | 2,491  | 2,264  | 9,082  | 9,283  | 11,103  |
| YoY     | 27.0   | 41.5   | -7.4   | -19.3  | 2.7    | -17.9  | 31.7   | 2.4    | 7.2    | 2.2    | 19.6    |
| GPM     | 9.2    | 11.7   | 8.1    | 9.0    | 9.2    | 9.1    | 10.0   | 9.0    | 9.5    | 9.3    | 10.5    |
| 영업이익    | 602    | 1,435  | 180    | 533    | 653    | 716    | 937    | 345    | 2,750  | 2,651  | 2,587   |
| YoY     | 97.7   | 138.9  | -70.8  | -48.9  | 8.4    | -50.1  | 419.5  | -35.3  | 7.2    | -3.6   | -2.4    |
| OPM     | 2.6    | 5.9    | 0.8    | 2.2    | 2.7    | 2.8    | 3.8    | 1.4    | 2.9    | 2.7    | 2.4     |
| 세전이익    | 666    | 1,352  | -291   | -304   | 208    | -328   | -88    | -496   | 1,424  | -704   | 588     |
| 지배주주순이익 | 439    | 1,072  | -454   | -548   | 83     | -341   | -168   | -520   | 510    | -946   | 382     |
| YoY     | 122.6  | 668.0  | 적전     | 적지     | -81.1  | 적전     | 적지     | 적지     | 149.4  | 적전     | 흑전      |
| NPM     | 1.9    | 4.4    | -1.9   | -2.2   | 0.3    | -1.3   | -0.7   | -2.1   | 0.5    | -0.9   | 0.4     |

자료: 한온시스템, iM증권 리서치본부

표2. 한온시스템 실적 추정치 변경

| (억원, %, %p) | 신규 추정(a) |         | 기존 추정(b) |         | GAP(a/b-1) |       |
|-------------|----------|---------|----------|---------|------------|-------|
|             | 2024E    | 2025E   | 2024E    | 2025E   | 2024E      | 2025E |
| 매출액         | 99,786   | 105,734 | 99,135   | 104,984 | 0.7        | 0.7   |
| 영업이익        | 2,651    | 2,587   | 2,849    | 3,818   | -7.0       | -32.3 |
| 세전이익        | -704     | 588     | 348      | 2,484   | -302.3     | -76.3 |
| 지배주주순이익     | -946     | 382     | 45       | 1,613   | -2182.2    | -76.3 |
| 영업이익률       | 2.7      | 2.4     | 2.9      | 3.6     | -0.2       | -1.2  |
| 세전이익률       | -0.7     | 0.6     | 0.4      | 2.4     | -1.1       | -1.8  |
| 지배주주순이익률    | -0.9     | 0.4     | 0.0      | 1.5     | -1.0       | -1.2  |

자료: iM증권 리서치본부

표3. 한온시스템의 Valuation Table

| (단위: 원, 배, %)       |       | 비고               |
|---------------------|-------|------------------|
| (a) EPS             | 255   | 2026년 EPS        |
| (b) Target Multiple | 21.0  | 15~17년 P/E 평균    |
| - 적정주가              | 5,353 | (a)*(b)          |
| 목표주가                | 5,500 |                  |
| 현재주가                | 4,600 | 2025-01-08 종가 기준 |
| 상승여력                | 19.6  |                  |

자료: iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

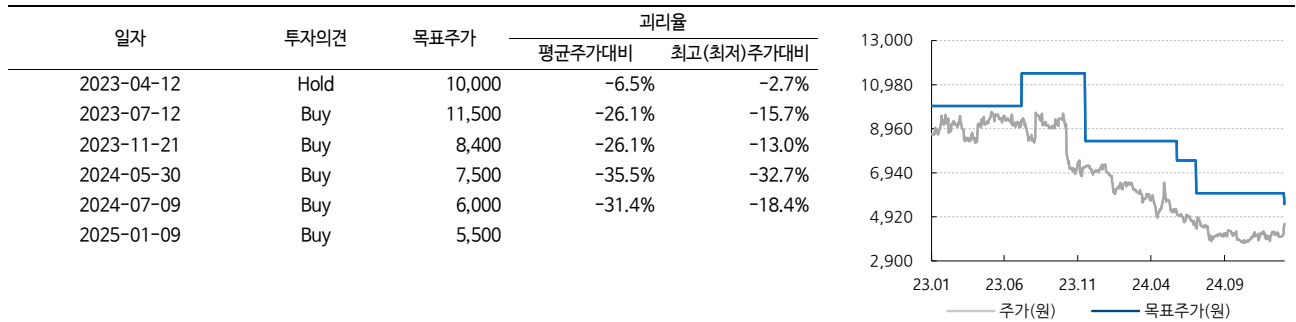
| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |        |        |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|--------|--------|
| (십억원)      | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | (십억원, %)    | 2023  | 2024E | 2025E  | 2026E  |
| 유동자산       | 3,697 | 3,545 | 3,614 | 3,904 | 매출액         | 9,559 | 9,979 | 10,573 | 11,477 |
| 현금 및 현금성자산 | 779   | 524   | 414   | 481   | 증가율(%)      | 10.8  | 4.4   | 6.0    | 8.5    |
| 단기금융자산     | 20    | 20    | 20    | 20    | 매출원가        | 8,651 | 9,050 | 9,463  | 10,243 |
| 매출채권       | 1,336 | 1,436 | 1,529 | 1,631 | 매출총이익       | 908   | 928   | 1,110  | 1,234  |
| 재고자산       | 1,140 | 1,138 | 1,219 | 1,334 | 판매비와관리비     | 631   | 663   | 852    | 908    |
| 비유동자산      | 5,548 | 5,363 | 5,145 | 4,984 | 연구개발비       | 186   | 194   | 206    | 223    |
| 유형자산       | 2,716 | 2,707 | 2,633 | 2,588 | 기타영업수익      | -     | -     | -      | -      |
| 무형자산       | 2,126 | 1,937 | 1,779 | 1,649 | 기타영업비용      | -     | -     | -      | -      |
| 자산총계       | 9,244 | 8,908 | 8,759 | 8,888 | 영업이익        | 277   | 265   | 259    | 326    |
| 유동부채       | 3,576 | 3,307 | 3,385 | 3,505 | 증가율(%)      | 8.1   | -4.4  | -2.4   | 26.0   |
| 매입채무       | 1,308 | 1,366 | 1,447 | 1,571 | 영업이익률(%)    | 2.9   | 2.7   | 2.4    | 2.8    |
| 단기차입금      | 967   | 958   | 948   | 939   | 이자수익        | 29    | 20    | 16     | 18     |
| 유동성장기부채    | 500   | 177   | 177   | 177   | 이자비용        | 186   | 152   | 137    | 128    |
| 비유동부채      | 3,160 | 2,751 | 2,410 | 2,218 | 지분법이익(손실)   | 12    | 14    | 14     | 15     |
| 사채         | 1,413 | 1,131 | 904   | 814   | 기타영업외손익     | -59   | -71   | -71    | -71    |
| 장기차입금      | 1,266 | 1,139 | 1,025 | 923   | 세전계속사업이익    | 145   | -70   | 59     | 266    |
| 부채총계       | 6,736 | 6,058 | 5,795 | 5,723 | 법인세비용       | 86    | 30    | 15     | 67     |
| 지배주주지분     | 2,372 | 2,727 | 2,835 | 3,009 | 세전계속이익률(%)  | 1.5   | -0.7  | 0.6    | 2.3    |
| 자본금        | 53    | 68    | 68    | 68    | 당기순이익       | 59    | -101  | 44     | 200    |
| 자본잉여금      | -23   | 336   | 336   | 336   | 순이익률(%)     | 0.6   | -1.0  | 0.4    | 1.7    |
| 이익잉여금      | 2,103 | 2,016 | 2,054 | 2,159 | 지배주주귀속 순이익  | 51    | -87   | 38     | 173    |
| 기타자본항목     | 238   | 308   | 377   | 446   | 기타포괄이익      | 263   | 69    | 69     | 69     |
| 비지배주주지분    | 137   | 123   | 129   | 156   | 총포괄이익       | 322   | -31   | 113    | 269    |
| 자본총계       | 2,508 | 2,850 | 2,964 | 3,165 | 지배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -      | -      |

| 현금흐름표        |       |       |       |       | 주요투자지표                 |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)        | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |                        | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업활동 현금흐름    | 517   | 589   | 609   | 651   | 주당지표(원)                |       |       |       |       |
| 당기순이익        | 59    | -101  | 44    | 200   | EPS                    | 96    | -159  | 56    | 255   |
| 유형자산감가상각비    | 418   | 426   | 424   | 408   | BPS                    | 4,443 | 4,018 | 4,176 | 4,433 |
| 무형자산상각비      | 180   | 211   | 177   | 148   | CFPS                   | 1,217 | 1,004 | 942   | 1,074 |
| 지분법관련손실(이익)  | 12    | 14    | 14    | 15    | DPS                    | 316   | -     | -     | 100   |
| 투자활동 현금흐름    | -677  | -398  | -329  | -340  | Valuation(배)           |       |       |       |       |
| 유형자산의 처분(취득) | -416  | -417  | -350  | -362  | PER                    | 76.3  |       | 81.8  | 18.0  |
| 무형자산의 처분(취득) | -317  | -21   | -19   | -18   | PBR                    | 1.6   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| 금융상품의 증감     | 11    | -     | -     | -     | PCR                    | 6.0   | 4.6   | 4.9   | 4.3   |
| 재무활동 현금흐름    | -480  | -441  | -422  | -275  | EV/EBITDA              | 8.3   | 5.9   | 5.9   | 5.5   |
| 단기금융부채의증감    | -390  | -332  | -10   | -9    | Key Financial Ratio(%) |       |       |       |       |
| 장기금융부채의증감    | 167   | -409  | -340  | -193  | ROE                    | 2.2   | -3.4  | 1.4   | 5.9   |
| 자본의증감        | -     | 373   | -     | -     | EBITDA이익률              | 9.2   | 9.0   | 8.1   | 7.7   |
| 배당금지급        | -185  | -     | -     | -     | 부채비율                   | 268.5 | 212.5 | 195.5 | 180.8 |
| 현금및현금성자산의증감  | -651  | -254  | -111  | 68    | 순부채비율                  | 133.5 | 100.4 | 88.4  | 74.3  |
| 기초현금및현금성자산   | 1,429 | 779   | 524   | 414   | 매출채권회전율(x)             | 7.3   | 7.2   | 7.1   | 7.3   |
| 기말현금및현금성자산   | 779   | 524   | 414   | 481   | 재고자산회전율(x)             | 9.1   | 8.8   | 9.0   | 9.0   |

자료 : 한온시스템, iM증권 리서치본부

## 한온시스템 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

## 종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
|-------|--------|------|
| 92.4% | 6.9%   | 0.7% |