



한온시스템 (018880)

[4Q24 Review] 실적 부진 장기화 전망

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Hold (하향)

목표주가(하향): 4,800원

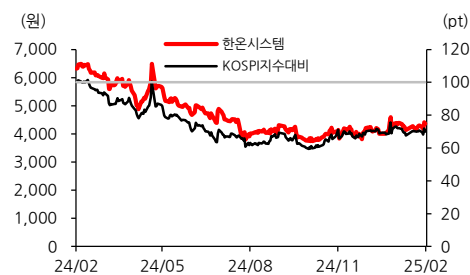
현재 주가(2/13)	4,360원
상승여력	▲10.1%
시가총액	21,699억원
발행주식수	533,800천주
52 주 최고가 / 최저가	9,690 / 3,870원
90 일 일평균 거래대금	130.16억원
외국인 지분율	10.4%
주주 구성	
한국타이어엔테크놀로지(외 4인)	76.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%
강성욱 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.5	7.9	11.5	-33.1
상대수익률(KOSPI)	-4.2	1.0	13.0	-30.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	9,559	10,013	10,717	11,416
영업이익	277	134	164	309
EBITDA	876	783	873	1,033
지배주주순이익	51	-339	-50	-8
EPS	96	-626	-74	-12
순차입금	3,391	3,316	4,172	4,625
PER	76.3	-8.5	-58.8	-353.4
PBR	1.6	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.3	7.8	8.2	7.3
배당수익률	4.4	n/a	7.3	7.3
ROE	2.2	-12.9	-1.8	-0.3

주가 추이



4Q 어닝쇼크

4Q 동사 매출액은 2,553억원(+3.5% 이하 YoY) 기록하며 시장 컨센서스에 부합했으나 영업이익 및 순이익은 시장 기대치를 각각 -145%, -99.6% 큰 폭으로 하회. 매출은 글로벌 고객사 전반 수요 둔화 영향으로 생산량이 전년 대비 7% 감소했음에도 긍정적 환율 효과와 단가 재산정 등을 통해 전년 대비 3.5% 증가.

4Q 영업이익은 일회성 비용과 구조조정 비용 지출 등에 따라 988억원 적자(OPM -3.9%) 기록. 일회성 비용은 한국타이어 합병 격려금(167억원), 해외 생산 거점의 일회성 영업손실(285억원) 등 포함하여 608억원 발생했으며, 구조조정 비용은 거점 합리화 등을 포함하여 652억원 지출 발생. 그러나, 일회성 요인을 제외하더라도 전동화 부진에 따른 고객사의 주문 물량 감소, 신규 프로그램 취소로 인한 설비 가동률 하락(69% 수준) 영향 등으로 동사의 4Q 수정 OPM은 1.1% 수준에 불과.

실적 부진 장기화 전망

4Q에 지연되었던 포드/GM 프로그램 매출이 올해 중에 발생하고, BMW/벤츠 등의 신규 전동화 플랫폼 출시 계획 등 주요 고객사의 BEV/HEV 신차 확대에 대한 기대는 유효. 그러나, 글로벌 경기 둔화에 따른 고객사의 생산량 부진 및 친환경차 정책 불확실성에 따른 매출/수익성 개선 영향 지속 가능성 또한 상존하는 상황. 특히, 전동화 전환에 따른 동사 수혜 확대가 본격화될 것으로 예상되었던 1)전동 컴프레서의 공급량 '23년 307만대 대비 '24년 301만대로 기대에 못미쳤으며, 동사의 '24년 전동화 매출 비중은 상승(28% 수준)했으나, 이를 견인하는 2)차종 매출이 BEV보다는 HEV 중심인 점 또한 단위 공급 물량에 대한 단가 개선 및 수익성 기여도 측면에서는 아쉬운 상황.

또한, '25년에도 해외 거점 합리화 등 동사의 구조조정 지속에 따라, 3)인력 보상금 및 자산 처분 손실 등 일회성 비용 발생에 대한 고려 필요.

투자의견 Hold, TP 4,800원으로 하향

한국타이어엔테크놀로지 인수에 따른 글로벌 SCM 통합 및 모회사에 준하는 신용등급 획득을 통한 차환 금리 조정 및 이자비용 부담 완화 등은 재무구조 개선에 있어 기대 요소. 그러나, 향후 구조조정에 따른 대규모 일회성 비용 발생 지속 및 북미/유럽 주요 고객사 전동화 물량 확대 지연에 따른 전동컴프레서 등 동사 통합 열관리 공급 물량 속도의 저하는 동사 손익 구조 개선시점에 대한 불확실성을 점증시키는 요인 '26년까지 연간 당기 순손실은 불가피할 전망. 12M BPS 3,750원에 Target PBR 1.3(PBR Band 하단) 적용하여 TP 4,800원 제시. 종전 대비 800원 하향

[표1] 한온시스템 4Q24 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	4Q23*	3Q24	4Q24P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,463	2,499	2,550	2,535	2,541	3.5	2.0	0.6	0.4
영업이익	53.3	96.2	-98.8	79.6	44.6	-285.4	-202.6	-180.5	-145.2
세전이익	-30.4	-6.6	-285.7	53.1	18.5	840.1	4261.1	-118.6	-106.5
지배주주 순이익	-54.8	-21.6	-291.6	37.5	-1.2	432.5	1249.5	-112.8	-99.6
영업이익률	2.2	3.9	-3.9	3.1	1.8	-6.0	-7.7	-7.0	-5.6
순이익률(지배주주)	-2.2	-0.9	-11.4	1.5	0.0	-9.2	-10.6	-12.9	-11.4

자료: 한온시스템, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

* 주: 중단사업손익 미반영 기준

[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	2,405	2,560	2,499	2,550	2,552	2,676	2,705	2,784	10,013	10,717	11,416
% YoY	2.7	5.4	7.4	3.5	6.1	4.5	8.2	9.2	4.7	7.0	6.5
매출총이익	220.1	232.8	251.9	134.8	187.6	197.7	244.4	206.8	840	837	1,027
% YoY	2.7	-17.9	33.2	-39.0	-14.8	-15.1	-3.0	53.4	-7.6	-0.4	22.7
영업이익	65	72	96	-99	21	25	79	39	134	164	309
% YoY	8.5	-50.1	374.5	적전	-68.5	-65.0	-17.6	흑전	-51.5	22.3	88.2
세전이익	21	-33	-7	-286	-44	-52	12	13	-304	-70	-12
% YoY	-68.8	적전	n/a	n/a	적전	n/a	흑전	흑전	-310.4	-77.1	-83.4
지배주주순이익	8	-34	-22	-292	-31	-37	9	10	-339	-50	-8
% YoY	-81.1	적전	n/a	n/a	적전	n/a	흑전	흑전	-765.1	-85.1	-83.4
GPM	9.2	9.1	10.1	5.3	7.4	7.4	9.0	7.4	8.4	7.8	9.0
OPM	2.7	2.8	3.9	-3.9	0.8	0.9	2.9	1.4	1.3	1.5	2.7
NPM	0.3	-1.3	-0.9	-11.4	-1.2	-1.4	0.3	0.3	-3.4	-0.5	-0.1

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

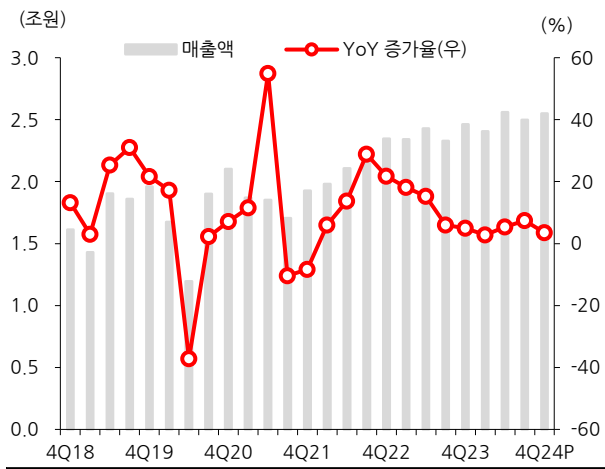
[표3] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전	변동	변동률	설명
매출액(FY1)	9,999	10,013	0.1	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	310	134	-56.7	- 전동화 생산량 부진 및 경영 효율화 비용 등 고려
EPS(FY1)	1	(626)	-62739.7	지배주주순이익, 보통주 기준
EPS(12M FWD)	169	(68)	-140.0	(단위: 원)
BPS(FY1)	4,046	4,280	5.8	- 4Q 영업외비용(손상차손,
BPS(12M FWD)	4,016	3,750	-6.6	이자비용 등) 고려한 추정치 조정

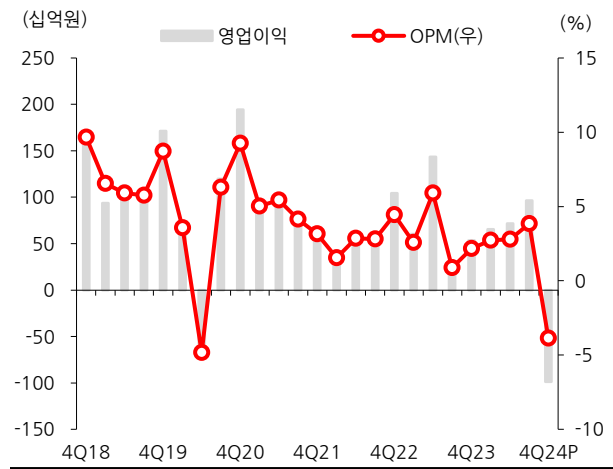
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	8,628	9,559	10,013	10,717	11,416
매출총이익	847	908	840	837	1,027
영업이익	257	277	134	164	309
EBITDA	814	876	783	873	1,033
순이자손익	-93	-157	-232	-185	-240
외화관련손익	34	64	3	44	63
지분법손익	9	12	12	8	2
세전계속사업손익	97	145	-304	-70	-12
당기순이익	27	59	-334	-51	-8
지배주주순이익	20	51	-339	-50	-8
증가율(%)					
매출액	58.2	10.8	4.7	7.0	6.5
영업이익	-30.7	8.1	-51.5	22.3	88.2
EBITDA	52.0	7.5	-10.6	11.4	18.4
순이익	-90.8	120.2	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	9.5	8.4	7.8	9.0
영업이익률	3.0	2.9	1.3	1.5	2.7
EBITDA 이익률	9.4	9.2	7.8	8.1	9.1
세전이익률	1.1	1.5	-3.0	-0.7	-0.1
순이익률	0.3	0.6	-3.3	-0.5	-0.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	378	517	736	202	595
당기순이익	27	59	-334	-51	-8
자산상각비	558	598	649	709	724
운전자본증감	-373	-194	94	-198	-268
매출채권 감소(증가)	-218	-21	-75	-90	-102
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-92	-57	-124
매입채무 증가(감소)	239	28	221	16	-15
투자현금흐름	-643	-677	-1,061	-1,061	-829
유형자산처분(취득)	-375	-416	-543	-603	-345
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-376	-446	-454
투자자산 감소(증가)	-12	24	1	0	0
재무현금흐름	262	-480	912	621	166
차입금의 증가(감소)	456	-295	354	618	384
자본의 증가(감소)	-194	-324	558	3	-217
배당금의 지급	-194	-324	-36	0	-217
총현금흐름	899	954	642	400	863
(-)운전자본증가(감소)	228	75	16	198	268
(-)설비투자	385	481	545	603	345
(+)자산매각	-246	-252	-375	-446	-454
Free Cash Flow	40	146	-293	-848	-204
(-)기타투자	146	87	33	12	31
잉여현금	-106	59	-326	-859	-235
NOPLAT	71	113	97	119	224
(+) Dep	558	598	649	709	724
(-)운전자본투자	228	75	16	198	268
(-)Capex	385	481	545	603	345
OpFCF	16	156	186	26	335

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	4,195	3,697	4,550	4,573	4,826
현금성자산	1,441	795	1,368	1,129	1,061
매출채권	1,262	1,288	1,411	1,501	1,604
재고자산	972	1,140	1,243	1,301	1,425
비유동자산	4,904	5,548	6,068	6,429	6,536
투자자산	609	705	859	879	912
유형자산	2,371	2,716	2,862	2,988	2,860
무형자산	1,923	2,126	2,347	2,562	2,765
자산총계	9,099	9,244	10,617	11,002	11,362
유동부채	4,021	3,576	4,376	4,805	4,935
매입채무	1,850	1,906	2,149	2,164	2,149
유동성이자부채	1,994	1,476	2,012	2,377	2,454
비유동부채	2,708	3,160	3,198	3,500	3,860
비유동이자부채	2,323	2,710	2,672	2,925	3,231
부채총계	6,729	6,736	7,574	8,305	8,795
자본금	53	53	68	68	68
자본잉여금	-23	-23	562	562	562
이익잉여금	2,243	2,103	1,731	1,680	1,455
자본조정	-38	238	544	248	344
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,370	2,508	3,044	2,697	2,567

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	38	96	-626	-74	-12
BPS	4,189	4,443	4,280	3,770	3,578
DPS	360	320	0	320	320
CFPS	1,684	1,787	1,186	590	1,272
ROA(%)	0.2	0.6	-3.4	-0.5	-0.1
ROE(%)	0.9	2.2	-12.9	-1.8	-0.3
ROIC(%)	1.4	2.1	1.6	1.8	3.2
Multiples(x, %)					
PER	211.3	76.3	-8.5	-58.8	-353.4
PBR	1.9	1.6	1.2	1.2	1.2
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	4.8	4.1	4.5	7.4	3.4
EV/EBITDA	8.8	8.3	7.8	8.2	7.3
배당수익률	4.4	4.4	n/a	7.3	7.3
안정성(%)					
부채비율	283.9	268.5	248.8	307.9	342.6
Net debt/Equity	121.4	135.2	108.9	154.7	180.1
Net debt/EBITDA	353.1	387.2	423.4	478.0	447.6
유동비율	104.3	103.4	104.0	95.2	97.8
이자보상배율(배)	2.4	1.5	0.5	0.8	1.3
자산구조(%)					
투자자본	71.6	79.5	73.8	77.2	78.3
현금+투자자산	28.4	20.5	26.2	22.8	21.7
자본구조(%)					
차입금	64.6	62.5	60.6	66.3	68.9
자기자본	35.4	37.5	39.4	33.7	31.1

[Compliance Notice]

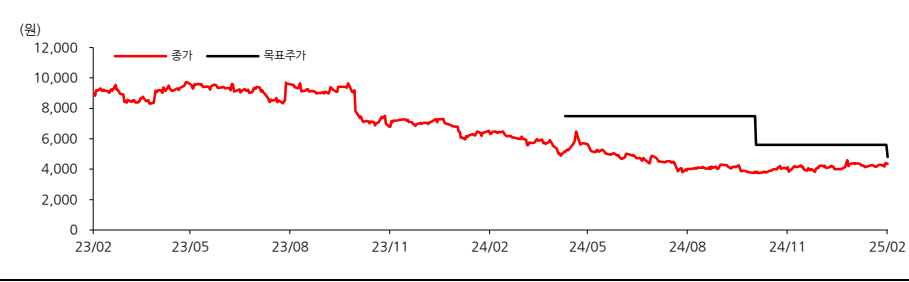
(공표일: 2025년 2월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	7,500	7,500	7,500	7,500

일시	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	
목표가격	7,500	7,500	5,600	5,600	4,800	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500	-38.64	-13.47
2024.10.16	Buy	5,600	-26.63	-17.86
2025.02.14	Hold	4,800		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%