



한온시스템 (018880)

재무구조 개선 가시성 확인, 이제는 성장성이 관건

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (상향)

목표주가(상향): 4,800원

현재 주가(1/26)	3,305원
상승여력	▲45.2%
시가총액	33,918억원
발행주식수	1,026,263천주
52 주 최고가 / 최저가	4,434 / 2,775원
90 일 일평균 거래대금	200.23억원
외국인 지분율	8.7%

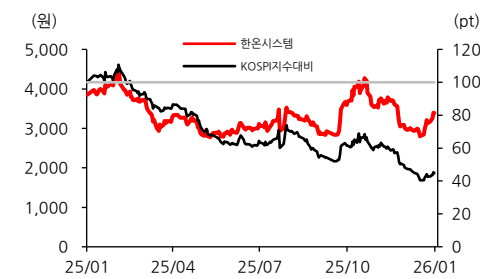
주주 구성	
한국타이어앤테크놀로지 (외)	51.1%
NH 투자증권 (외 1인)	7.0%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.7	-10.2	7.8	-14.1
상대수익률(KOSPI)	-8.2	-35.8	-47.1	-109.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,999	10,880	11,261	12,025
영업이익	96	244	314	431
EBITDA	747	972	1,020	1,094
지배주주순이익	-363	50	84	168
EPS	-535	74	82	164
순차입금	3,358	2,985	2,624	2,526
PER	-7.5	54.5	40.4	20.2
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.4	5.9	5.9	5.4
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-13.9	1.5	2.3	4.3

주가 추이



4Q 영업이익과 '25년 순이익 흑자 전환 전망

4Q 동사 매출액은 2.7조원(+6.4% 이하 YoY) 기록 전망하며 영업이익은 634억원으로 전년 동기 대비 흑자 전환을 기대. 지배주주 순이익도 3Q에 6개 분기만에 흑자 전환한 기조를 유지할 전망. 현대차/기아 등 주요 고객항 물량 증가와 긍정적 환율효과 등이 4Q 매출 및 손익 개선에 기여하고, 고객 으로부터의 관세 비용 리커버리 효과도 지속될 것으로 기대. 4Q24부터 진행 된 R&D비용 자산화 비중 축소 등 경영 정상화 방침에 따른 판관비 및 감가 상각비 기저 효과가 반영되면서 이번 분기 OPM은 2.4%(+7.0%) 기록하며 개선세로 전환될 전망.

재무구조 개선 속도 긍정적

경영 정상화를 위한 동사의 수익성 개선 활동 추진에 있어 관세 15%로의 완 화 등 긍정적 상황 전개로 '25년 유의미한 재무구조 개선 흐름이 확인되면 서 '25년이 마무리될 전망. 4Q24에 구조조정을 위해 일회성으로 발생되었던 충당부채 집행률이 높지 않은 것으로 파악됨에 따라 향후 일회성 비용에 대 한 추가적인 발생 가능성도 완화되었고, 지난 9월 제시되었던 유상증자 계획 도 지난 12월 9,834억원 이행 완료되면서, 조달된 자금을 부채 상환 활용 (8,834억원)을 통해 채권단 대상 차입금 약정사항인 부채비율 225% 이하, 레버리지 비율(순차입/EBITDA) 4 이하 유지 요건도 4Q25 기말 기준 부채 비율 170%, 레버리지 비율 3.07로 모두 개선되며 충족 전망.

이제는 성장성에 대한 증명 필요한 시점,

투자의견 Buy 상향, TP 4,800원 제시

운영 효율화를 통한 수익성 개선 효과가 예상 대비 빠르게 가시화된 부분 긍 정적. 이제는 성장성에 대한 증명이 필요한 시점. 미국 전기차 수요 둔화와 주요 고객사의 신모델 출시 지연 등으로 수주 실적이 다소 둔화되는 부분은 추가적인 확인 필요. 3Q 기준 올해 수주 달성도는 \$5.7억불(\$15억 계획 대 비 38%) 수준으로 연 내 목표 달성에 대한 기대가 어렵고, '22년 \$19억을 기 점으로 매년 수주 실적이 낮아지고 있어 수주 잔고를 기반으로 한 Top line 성장에 대한 우려는 해소가 필요한 상황. 올해 가장 중요한 모멘텀은 '28년 양산을 앞둔 현대차그룹의 볼륨 전기차 모델에 대한 eM 플랫폼 통합열관리 시스템 수주 여부. 이는 동사 주가의 향방을 결정지을 것으로 판단.

동사의 재무구조 안정성 및 수익성 개선 가시성이 확인된 부분 고려하여 투 자의견 Buy로 상향. 관세 15% 인하 이후 자동차부품 업종 멀티플 개선 (10%) 반영하여 목표주가 4,800원 제시(400원 ↑).

[표1] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,699	2,722	2,956	2,750	2,831	10,880	11,261	12,025
% YoY	8.8	11.7	8.3	6.4	4.0	3.4	1.7	4.9	8.8	3.5	6.8
매출총이익	190.1	254.1	287.7	255.7	230.2	297.3	294.7	274.2	987	1,096	1,271
% YoY	-13.6	9.1	14.2	138.1	21.1	17.0	2.5	7.2	21.6	11.0	16.0
영업이익	21	64	95	63	58	91	92	72	244	314	431
% YoY	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	173.1	42.2	-3.4	14.2	155.5	28.4	37.6
세전이익	-17	-26	91	57	24	26	46	19	105	114	232
% YoY	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-49.5	-67.4	흑전	8.4	104.0
지배주주순이익	-22	-16	55	34	17	19	34	14	50	84	168
% YoY	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-38.0	-59.9	흑전	67.7	100.4
GPM	7.3	8.9	10.6	9.5	8.5	10.1	10.7	9.7	9.1	9.7	10.6
OPM	0.8	2.3	3.5	2.4	2.1	3.1	3.3	2.6	2.2	2.8	3.6
NPM	-0.9	-0.6	2.0	1.3	0.6	0.6	1.2	0.5	0.5	0.7	1.4

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한온시스템 재무상태, 약정 비율 대비 부채/레버리지 비율 추정

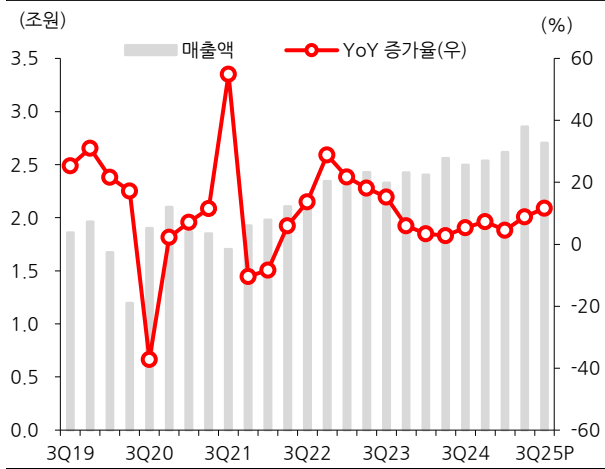
(단위: 십억원, 배수)

	4Q25E	3Q25	1H25	2024	2023
자산	10,123	10,562	10,314	10,620	9,244
부채	6,373	7,650	7,427	7,621	6,736
자본	3,750	2,912	2,887	2,999	2,508
부채 비율					
1H25 기준	1.70	2.63	2.57	2.54	2.69
약정 비율 Target	2.125	<2.125	<2.125*	<3.0	<3.0
부채 Target	7,969	6,188	6,135	8,997	7,524
부채 절감 규모	N/A	1,462	1,292	N/A	N/A
레버리지 비율	3.07	5.21	5.32	4.33	3.84
순차입	2,985	3,957	3,883	3,221	3,368
EBITDA	972	759	730	744	876
약정 비율 Target	4	<4	<4	<4	<4
순차입 Target	3,889	3,036	2,920	2,976	3,504
순차입 절감 규모	N/A	921	963	245	N/A

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

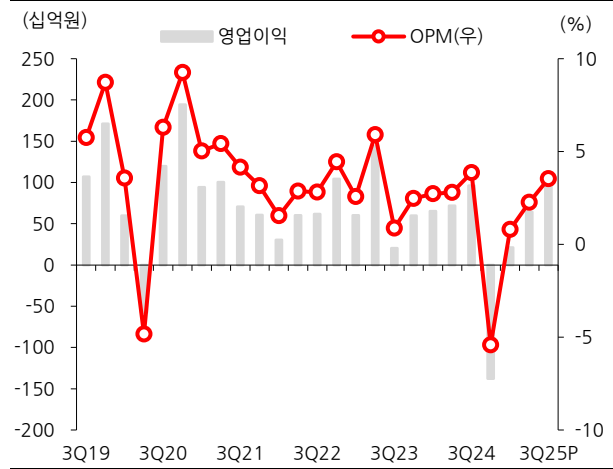
* 주: 2025년과 2026년 약정 부채비율 평균(25년 225%, '26년 200%)

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

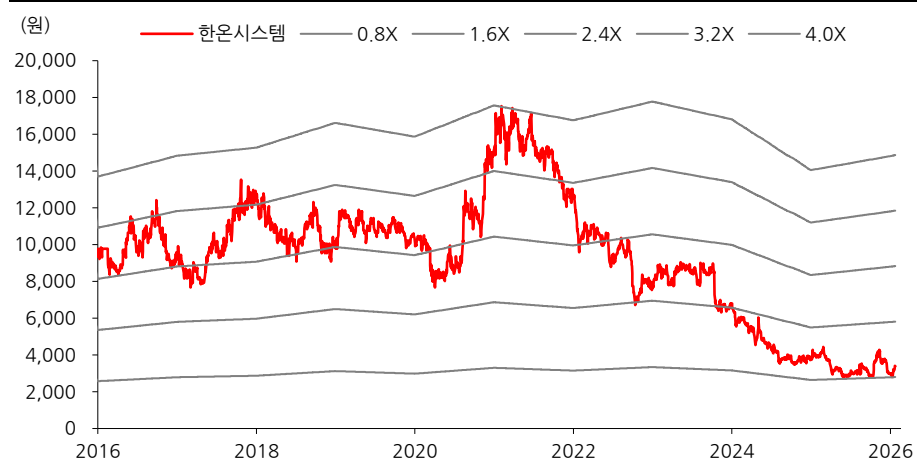
[표3] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (25/10/30)	변동 (26/1/27)	변동률	설명
매출액(FY1)	10,924	10,880	-0.4	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	219	244	11.5	
BPS(FY1)	3,785	3,513	-7.2	
BPS(12M FWD)	3,762	3,698	-1.7	
Target PBR	1.18	1.30	10.0	관세 15% 완화 이후 자동차부품 업종 멀티플 개선(10%) 반영
적정주가	4,439	4,800	8.1	
목표주가	4,400	4,800	9.1	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,880	11,261	12,025
매출총이익	910	812	987	1,096	1,271
영업이익	284	96	244	314	431
EBITDA	882	747	972	1,020	1,094
순이자손익	-157	-231	-175	-135	-122
외화관련손익	64	79	79	54	31
지분법손익	12	13	10	15	14
세전계속사업손익	151	-330	105	114	232
당기순이익	59	-359	52	85	169
지배주주순이익	51	-363	50	84	168
증가율(%)					
매출액	10.4	5.0	8.8	3.5	6.8
영업이익	10.5	-66.3	155.5	28.4	37.6
EBITDA	8.3	-15.3	30.2	4.9	7.2
순이익	120.2	적전	흑전	63.2	100.4
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	8.1	9.1	9.7	10.6
영업이익률	3.0	1.0	2.2	2.8	3.6
EBITDA 이익률	9.3	7.5	8.9	9.1	9.1
세전이익률	1.6	-3.3	1.0	1.0	1.9
순이익률	0.6	-3.6	0.5	0.8	1.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	517	870	-160	807	568
당기순이익	59	-359	52	85	169
자산상각비	598	651	728	707	663
운전자본증감	-194	0	-689	-108	-332
매출채권 감소(증가)	-21	177	-248	19	-106
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-60	-59	-112
매입채무 증가(감소)	28	-221	-331	-60	-6
투자현금흐름	-677	-962	-449	-445	-469
유형자산처분(취득)	-416	-372	-240	-226	-245
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-192	-189	-192
투자자산 감소(증가)	24	1	1	1	1
재무현금흐름	-480	660	-34	16	-411
차입금의 증가(감소)	-295	98	-1,018	16	-411
자본의 증가(감소)	-324	561	983	0	0
배당금의 지급	-324	-36	0	0	0
총현금흐름	954	870	529	915	900
(-)운전자본증가(감소)	75	-170	689	108	332
(-)설비투자	481	374	240	226	245
(+)자산매각	-252	-346	-192	-189	-192
Free Cash Flow	146	321	-592	392	131
(-)기타투자	87	414	19	31	33
잉여현금	59	-93	-611	361	98
NOPLAT	124	69	120	233	315
(+) Dep	598	651	728	707	663
(-)운전자본투자	75	-170	689	108	332
(-)Capex	481	374	240	226	245
OpFCF	167	517	-81	605	400

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,209	4,716	4,744
현금성자산	795	1,357	712	1,089	776
매출채권	1,288	1,349	1,597	1,578	1,685
재고자산	1,140	1,241	1,301	1,360	1,472
비유동자산	5,548	6,181	5,914	5,668	5,489
투자자산	705	966	995	1,041	1,087
유형자산	2,716	2,864	2,612	2,373	2,192
무형자산	2,126	2,351	2,307	2,255	2,210
자산총계	9,244	10,620	10,123	10,384	10,233
유동부채	3,576	5,034	3,975	4,046	3,750
매입채무	1,906	2,196	1,864	1,804	1,798
유동성이자부채	1,476	2,584	1,799	1,849	1,543
비유동부채	3,160	2,588	2,397	2,410	2,356
비유동이자부채	2,710	2,131	1,898	1,864	1,759
부채총계	6,736	7,622	6,373	6,456	6,106
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,510	1,510	1,510
이익잉여금	2,103	1,702	1,752	1,836	2,004
자본조정	238	523	241	334	366
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,508	2,999	3,750	3,927	4,127

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	96	-535	74	82	164
BPS	4,443	4,204	3,513	3,685	3,880
DPS	320	0	0	0	0
CFPS	1,787	1,282	779	892	877
ROA(%)	0.6	-3.7	0.5	0.8	1.6
ROE(%)	2.2	-13.9	1.5	2.3	4.3
ROIC(%)	2.3	1.1	1.9	3.6	4.8
Multiples(x, %)					
PER	76.3	-7.5	54.5	40.4	20.2
PBR	1.6	1.0	1.1	0.9	0.9
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	4.1	3.1	5.1	3.7	3.8
EV/EBITDA	8.3	7.4	5.9	5.9	5.4
배당수익률	4.4	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	268.5	254.2	169.9	164.4	147.9
Net debt/Equity	135.2	112.0	79.6	66.8	61.2
Net debt/EBITDA	384.5	449.7	307.0	257.3	230.9
유동비율	103.4	88.2	105.9	116.5	126.5
이자보상배율(배)	1.5	0.4	1.2	1.8	2.7
자산구조(%)					
투자자본	79.5	72.9	79.6	75.2	77.8
현금+투자자산	20.5	27.1	20.4	24.8	22.2
자본구조(%)					
차입금	62.5	61.1	49.6	48.6	44.4
자기자본	37.5	38.9	50.4	51.4	55.6

[Compliance Notice]

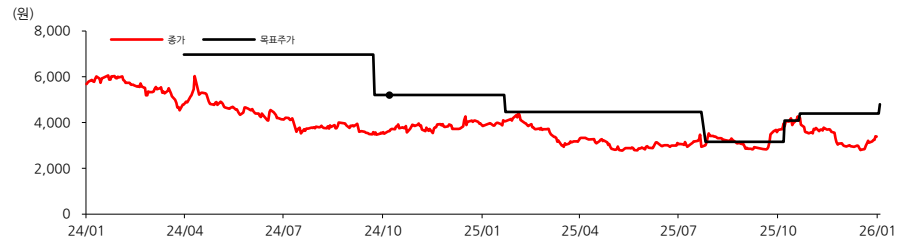
(공표일: 2026년 1월 27일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08
투자 의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	7,500	7,500	7,500	7,500
일 시	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14	2025.08.18
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	7,500	7,500	5,600	5,600	4,800	3,400
일 시	2025.10.30	2026.01.27				
투자 의견	Hold	Buy				
목표가격	4,400	4,800				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	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	-26.57	-17.85
2025.02.14	Hold	4,800	-26.78	-0.63
2025.08.18	Hold	3,400	2.34	25.47
2025.10.30	Hold	4,400	-14.96	4.43
2026.01.27	Buy	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. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%