

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

3,800

상향

현재주가

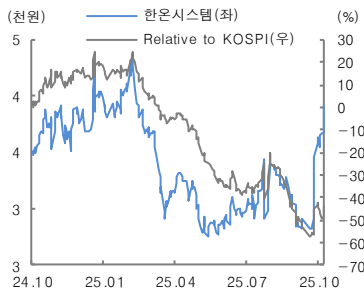
4,265

(25.10.29)

자동차업종

KOSPI	4081.15
시가총액	2,895십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	68십억원
52주 최고/최저	4,770원 / 2,985원
120일 평균거래대금	46억원
외국인지분율	5.25%
주요주주	한국타이어 외 9 인 54.79% 한앤코오토홀딩스 21.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	38.7	31.0	18.8	9.5
상대수익률	16.6	3.7	-25.3	-29.8



변동성 대응 구간

- 관세/비용 효율화 효과 반영하여 이익추정치 및 TP 소폭 상향
- 유증/미국 EV 수요/구조조정 가능성 감안 시, 변동성 대응 필수
- 2026년 인력 구조조정 정책 확정 시점에 따라 이익체력 확인될 것

투자의견 Marketperform 유지, 적정주가 3,800원 상향(+5%)

1) 관세 보전, 2) 비용 효율화 효과로 이익추정치 및 TP 소폭 상향. 10/29일 15% 관세 서명에 따라 자동차 업종과 동반 상승 가능성 존재. 다만, 1) 12/30일 유증(주금 납입)에 따른 지분 희석, 2) 4Q 미국 EV 수요 둔화, 3) 2026년 추가 구조조정 가능성 감안 시, 2025년말/2026년 추가 변동성 확대 가능성 높음. 단기 변동성 대응 => 2H26 이익체력 가시화에 따른 투자 전략 유효할 것

3Q25 매출 2.7조(YoY +8%, 이하 YoY), OP 953억(-1%), NP 553억(흑전)

OP 컨센(541억)/당사 추정(679억) 상회하는 실적 서프 시현. 예상 대비 1) 글로벌 고객사의 관세 리커버리 효과, 2) 원재료/운송비 등 비용 효율화 영향으로 판단. 3Q25 미국 관세 손익(-495억) 중 95%(470억) 리커버리 받은 것으로 파악. 3Q25 이자비용(-513억)을 환영향(+509억)으로 상쇄하며 당기순 이익 흑자 기록. 3Q25 누적 주주는 신규 \$3.4억(타겟 \$5억)으로 양호했으나, 지정학적 불확실성으로 기존 주주 \$2.3억(타겟 \$10억) 다소 부진

4Q25 매출 2.7조, OP 803억 => 2026년 매출 11조/OP 3,206억 추정

관세 비용 관련 리커버리 활동 지속할 계획이나, 1) 협상에 따른 불확실성, 2) 4Q25 미국 BEV 판매 감소 가능성 감안 시, QoQ 실적 개선 가시성은 제한적이라 판단. 추가 구조조정은 유럽 작업 마무리된 이후, 구체적인 인력 정책 확정 예상. 이에 따라, 추가 구조조정 비용 반영 가능성 존재하며, 현재 전체 인력(2.2만명) 중 20% 감원 계획은 변함없는 것으로 파악. 당사 이익체력은 2H26 인력 정책 확정됨에 따라 재차 가시화될 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2025	직전	잠정치	3Q25			4Q25		
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,499	2,858	2,763	2,706	8.3	-5.3	2,691	2,707	6.7	0.0
영업이익	96	64	68	95	-1.0	48.2	54	80	흑전	-15.7
순이익	-22	-16	-13	55	흑전	흑전	-1	33	흑전	-39.6

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,888	11,426	12,048
영업이익	284	96	261	321	514
세전순이익	151	-330	62	74	300
총당기순이익	59	-359	48	57	229
지배지분순이익	51	-363	47	56	227
EPS	96	-676	70	55	221
PER	76.3	NA	51.3	65.4	16.2
BPS	4,443	5,310	4,281	3,772	3,994
PBR	1.6	0.8	1.0	1.1	1.1
ROE	2.2	-13.9	1.6	1.7	5.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	10,942	11,482	10,888	11,426	-0.5	-0.5
판매비와 관리비	722	726	746	735	3.3	1.2
영업이익	225	368	261	321	16.0	-12.8
영업이익률	2.1	3.2	2.4	2.8	0.3	-0.4
영업외손익	-288	-247	-199	-247	적자유지	적자유지
세전순이익	-63	121	62	74	흑자조정	-38.9
지배지분순이익	-63	92	47	56	흑자조정	-38.9
순이익률	-0.6	0.8	0.4	0.5	흑자조정	-0.3
EPS(지배지분순이익)	-92	89	70	55	흑자조정	-38.9

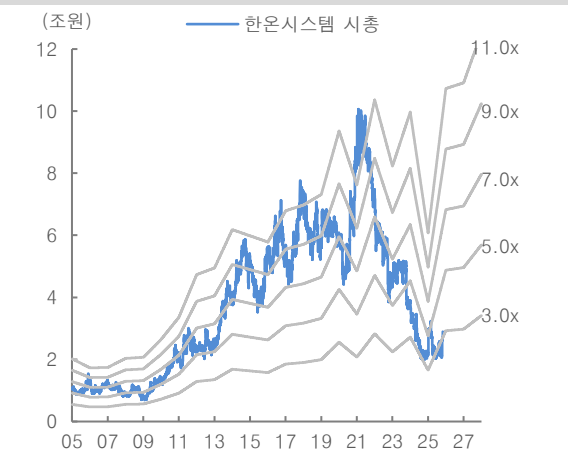
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 1. 한온시스템 적정주가

		비고
'24년 EPS	-676.0 원	
'25년 EPS	69.7 원	
'26년 EPS	54.7 원	
'27년 EPS	221.1 원	
2027년 EPS	221.1 원	
Target PER	17.1 배	2015년 대주주 변경 당시 밸류. 2H15~1H16 피크 밸류는 20.4배
적정 주가	3,800.0 원	
적정 시총	2,579.3 십억원	
현재 주가	4,265.0 원	2025/10/29 종가 기준
현재 시총	2,894.9 십억원	
과리율	-10.9 %	

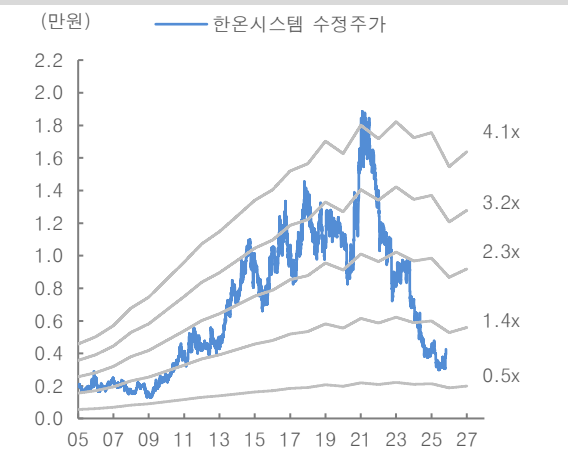
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 한온시스템 12개월 선행 EV/EBITDA Band



자료: Quantilise 대신증권 Research Center

그림 3. 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantilise 대신증권 Research Center

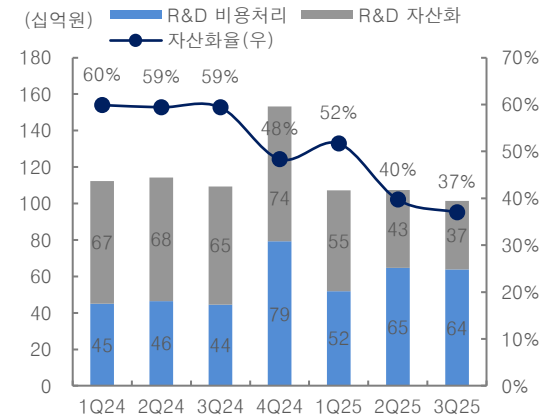
그림 4. 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	2,617.3	2,858.2	2,705.7	2,706.5	2,736.2	2,992.7	2,848.1	2,849.4	9,998.7	10,887.8	11,426.3
YoY	8.8%	11.7%	8.3%	6.7%	4.5%	4.7%	5.3%	5.3%	5.0%	8.9%	4.9%
QoQ	3.2%	9.2%	-5.3%	0.0%	1.1%	9.4%	-4.8%	0.0%			
HMG	1,256.3	1,400.5	1,325.8	1,298.4	1,310.2	1,467.2	1,404.8	1,368.5	4,782.7	5,281.0	5,550.7
Ford	314.1	343.0	351.7	307.8	315.1	355.7	370.0	326.0	1,201.7	1,316.6	1,366.9
VW	314.1	343.0	297.6	319.7	348.8	365.8	311.9	338.9	1,051.0	1,274.4	1,365.3
GM	183.2	200.1	189.4	190.3	186.2	210.2	201.8	204.2	676.9	763.0	802.3
FCA	78.5	85.7	81.2	83.0	87.2	91.4	85.1	88.0	350.1	328.5	351.7
Daimler	52.3	57.2	54.1	63.3	59.9	62.8	58.4	69.1	251.5	226.9	250.1
BMW	104.7	114.3	108.2	110.8	113.2	123.6	117.0	119.9	398.4	438.1	473.8
영업이익	21.1	64.3	95.3	80.3	81.6	60.7	84.6	93.7	95.5	261.0	320.6
OPM	0.8%	2.2%	3.5%	3.0%	3.0%	2.0%	3.0%	3.3%	1.0%	2.4%	2.8%
YoY	-67.7%	-10.2%	-1.0%	흑전	287.3%	-5.6%	-11.3%	16.8%	-66.3%	173.1%	22.9%
QoQ	흑전	205.2%	48.2%	-15.7%	1.6%	-25.6%	39.3%	10.9%			
당기순이익	-22.6	-15.1	55.3	30.2	15.3	-0.7	17.5	24.5	-358.6	47.8	56.6
지배순이익	-24.0	-16.4	54.7	33.0	14.9	-0.7	17.2	24.6	-363.3	47.3	56.0
NPM	-0.9%	-0.6%	2.0%	1.2%	0.5%	0.0%	0.6%	0.9%	-3.6%	0.4%	0.5%
YoY	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-68.6%	-25.4%	적전	흑전	18.5%
QoQ	적지	적지	흑전	-39.6%	-54.7%	적전	흑전	43.4%			

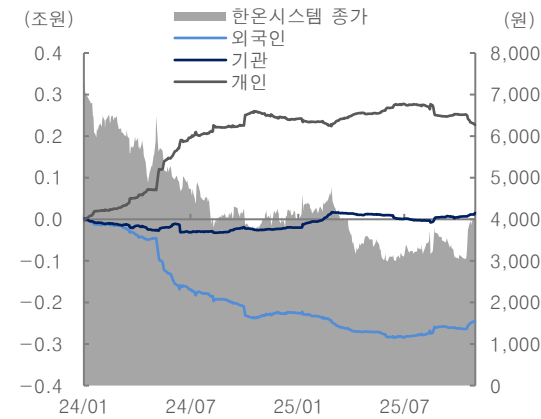
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 한온시스템 R&D 자산화 현황



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 6. 한온시스템 투자자별 수급 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 7. 한온시스템 조달 자금 사용 계획: 인력 수 20% 감축 계획

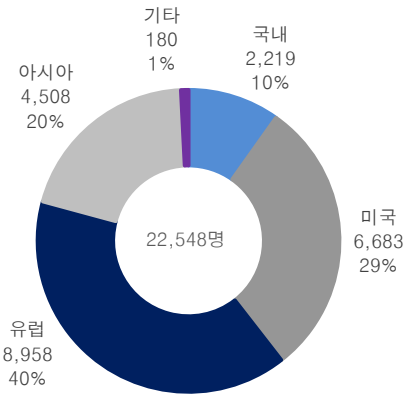
■ 현재 중장기 실적 턴어라운드를 위하여 다양한 수익성 개선 활동 추진 중이며, 자금 조달을 통해 수익구조 개선 가속화 예정

구분	설명	기대효과
공급망 다변화	• Low Cost 지역 소재 공급채널 확보 및 공급망 다변화를 통한 재료비 절감 추진	매출원가율 ~85% 달성 (’24년 92%)
운영 우수성 확보	• Working Shift 등 운영 최적화, 효율화를 통한 Operational Excellency 확보	
Repricing & Recovery	Repricing 비용 제고 • OEM 협상을 통해 공급계약서 Repricing 및 Recovery 극대화 추진	
공장 통합합 & 구조조정	인력 수 20% 감축 • 공장 통합합 및 구조조정을 통한 고정비 슬림화 추진 • 인건비 절감 효과 1년 내 반영 예상	
주요공장 Buyback	• 자산 재취득을 통한 임차료 부담 해소 및 운영 안정화	
Make or Buy	• 전략 재검토를 통해 비용 최적화 및 리스크 관리 (CAPEX 및 생산원가 vs. 외부조달 비용)	안정적인 FCF 달성
채무상환	이자비용 절감 • 만기/이율 등을 고려하여 전략적 채무상환 예정	
투자비용 관리	CAPEX 감축 • 투자 우선순위 및 필요성 재검토를 통한 선별적, 전략적 자본 집행	

조달자금 활용하여 추진 예정

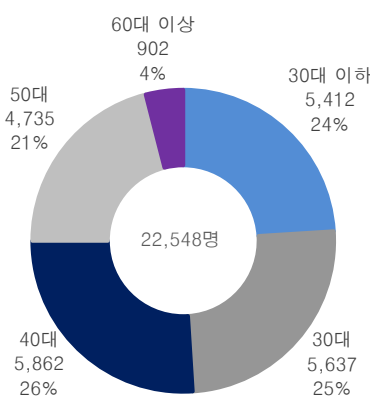
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 8. 한온시스템 지역별 인력 현황



자료: DART, 지속가능보고서, 대신증권 Research Center

그림 9. 한온시스템 연령대별 인력 현황



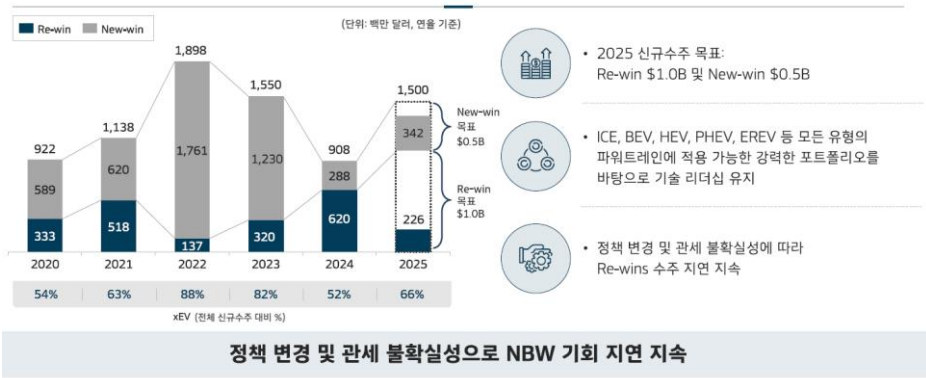
자료: DART, 지속가능보고서, 대신증권 Research Center

그림 10.한온시스템 인력 감축에 따른 비용 단순 추정

구분		비고
전체인력	22,548 명	
인력 감축 계획	20 %	
감축 계획 인원	4,510 명	
– 자연감소	3,270 명	*60대 이상 + 50대의 50% 구조조정 가정
추가 감축 인원	1,240 명	
인당 평균 임금	113 백만원	*2024년 사업보고서 기준
인당 명예퇴직 총당금	235 백만원	
– 2년치 급여	225 백만원	*명예퇴직에 따른 2년치 급여 일시 지급 가정
– 전직지원금 등 기타 인센	10 백만원	*전직지원금, 위로금 등 비용 가정
명예퇴직 총당금	292 십억원	

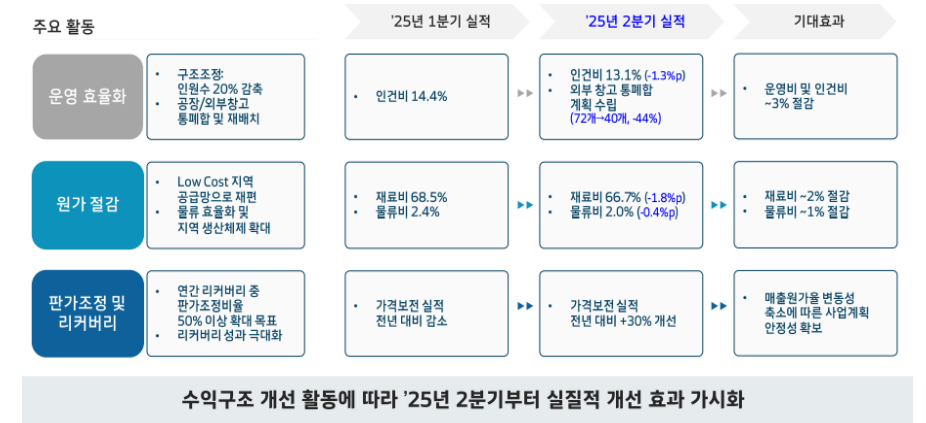
자료: DART, 지속가능보고서, 대신증권 Research Center

그림 11.한온시스템 2025 년 수주 현황



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 12.한온시스템 수익성 개선 활동



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 13.한온시스템 재무현황: 2Q25 말 순부채 3.9 조원

(단위: 십억원, 배)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2H25
순부채	654.0	2,047.0	2,104.0	2,319.0	2,844.0	3,368.0	3,221.0	3,957
순부채비율	0.3	0.9	0.9	0.9	1.2	1.34	1.07	1.30
부채비율	0.8	1.2	1.5	1.5	1.81	1.65	1.52	1.55
EBITDA	701	864	784	834	814	876	900	914
부채/EBITDA	2.40	3.00	4.40	4.50	5.26	4.74	5.08	5.17
순부채/EBITDA	0.90	2.20	2.70	2.80	3.49	3.85	3.58	4.33
EBITDA/순이자비용	39.70	14.70	9.20	10.50	8.87	5.59	3.89	4.32

주1: 4Q24 구조조정 일회성 비용(1,560억) 제외
주2: 2H25 레버리지 비율은 2H25말 누적기준/연율화 기준 표기
자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

한온시스템 3Q25 실적 컨퍼런스콜 QnA

Q. 구조조정 일회성 비용 추가 발생 가능성

- 2024년 약 470억 규모의 구조조정 비용 중 약 300억 남아 있음
- 유럽 지역은 절차 복잡성으로 진행 지연 중이나 1Q26까지 대부분 반영 예정
- 향후 인원 감축 20% 목표로 추가 구조조정 가능성 존재
- 전체 감축 달성을 위해 추가로 약 500억~1,000억 원 수준의 비용 발생 예상
- 인건비 비중은 매출 대비 14%+이며, 감축 시 수익성 약 2%p 개선 기대
- 유럽 중심의 구조조정은 난이도가 높으나 장기적으로 큰 문제 없을 것으로 판단

Q. 완성차 전기차 전략 후퇴 및 정책 완화에 대한 대응 방안

- 경영진 교체 후 고객사와 미팅에서 기술력은 인정. 원가경쟁력 개선 필요 지적
- 유럽 OEM들과 기존 모델 연장 협의 + 신규 친환경차 수주 받기 위해 노력 중
- 전기차 수요 둔화에도 전 차종, 제품군 대응력 강화로 경쟁력 확보. 소극적으로 대응했던 완성차 업체에 적극 대응할 것
- 향후 완성차의 전략 변화(PHEV, EREV 등)에 유연하고 민첩하게 대응할 계획

Q. 유상증자 이후 손익 회복 속도가 목표 대비 빨라질 수 있는지

- 3Q25 COGS 91%, 2028년까지 85% 달성 목표
- 1) 해외인력 구조조정으로 인건비 -2%p, 2) 공장/창고/물류 효율화 등으로 1%p 개선
- 3) 재료비 절감이 핵심이며, 중국 신규 소싱 확대 및 기존 벤더 가격 인하 추진. 3년 내 재료비 3%p 절감 목표
- 원가혁신 CFT 운영 중. CAPEX 조정 등 내부 노력 통한 원가절감 추진할 것
- 유상증자는 신용등급 방어 목적, 약 9,000억 원 규모(기존 1조원 제안)로 최소화
- 이자비용은 주주변경 이후 스프레드 축소 작업 진행. 3Q25 누적 -200억 절감
- 전체적으로 원가 절감 + 재무개선 병행으로 손익 개선 가속화 예상

Q. 추가 유상증자 가능성

- 이번 유상증자는 단기 유동성 확보가 아닌 구조적 체질 개선, 신용등급 방어 목적
- 현재 원가 절감, 운영 효율화, 투자비 관리 등 자구책 병행 중이며, 현 조달로 중장기 자금 수요 충족 가능
- 따라서, 추가 대규모 자금 조달 계획 없음

Q. 리커버리 규모 (관세, 인플레이션 따른 원가 상승률 구분)

- 3Q25 기준 관세영향 500억원 중 95% 이상 수준의 관세 리커버리 효과 반영
- 다만, 리커버리를 실시간으로 받지 않아 2Q25부터 누적 관세영향 고려 시에는 미진
- 인플레이션 리커버리는 고객사별로 상이. 일부는 단가 인상으로 반영되고, 일부는 비용 보전 형태로 지급
- 관련 세부 내역은 IR팀 통해 후속 공개 예정

Q. 열관리 시스템 공헌이익 (EV, ICE 구분)

- ICE와 xEV 간 공헌이익률 차이는 없음
- 내부 요구수익률 15~20% 수준으로 고객 협상 중

Q. 운영 효율화 따른 수익성 개선 효과

- 공장 통폐합, 공급망 재편 등 구조조정 및 운영 효율화로 수익성 개선 추진
- 외부 창고 72개 => 최종 31개까지 축소 목표 (현재 19개 축소)
- 1Q25대비 3Q25 인건비 비중 -1.4%p / 재료비 -3.4%p / 물류비 -0.4%p 절감
- 향후 인건비, 운영비 -2~3%p / 재료비 -2%p / 물류비 -1%p 절감 목표
- 리커버리 및 평가조정 협상 지속 추진 중, 수익성 개선 효과 시장과 공유 예정

Q. 소형차 중심 유럽 전기차 시장 회복세. PT별 공헌이익 차이 없다면, 이에 따른 열관리시스템 수혜 가능성

- ICE와 xEV 간 공헌이익률 차이는 미미(요구수익률 15~20%)
- 소형차 중심으로 열관리시스템 수요 기대, VW 등 주요 OEM 대상 수주 성과 긍정적

Q. 고성능차 프로그램 진행 현황

- BMW·벤츠 등 고성능 프로그램은 아직 초기 단계
- 가동률 낮으나 향후 램프업 시 수익성 개선 기여 전망

Q. 한타 고객사 활용한 신규 고객 발굴 가능성

- 신규 경영진 부임 이후, 높은 원가 구조로 신규 수주 포기 사례 존재(기술력 충분하나 원가 이슈로 신규 수주 어려웠던 부분)
- 타이어보다 개발 기간이 길고, 개선된 원가 구조 기반으로 고객 방문 확대 진행하기 위해서는 장기적 접근 필요

Q. 3Q25 관세 관련 환입 효과 및 영업이익 반영 규모

- 3Q25 약 500억 규모의 관세 영향 발생. 고객사 협의 통해 발생분의 95% 이상 회수
- 관세 리커버리는 고객사 부담 원칙으로 구조적 합의 이뤄짐
- 다만, 관세 리커버리에 집중함에 따라 일반 리커버리는 일부 미달
- 고객사별로 단가 인상 비중 상이(예: 일부는 60%, 일부는 15%)
- 리커버리 총액보다 품질 개선에 중점. 26년도 사계에 단가 중심 리커버리 반영 예정

Q. 구조조정 관련 추가비용 집행 및 충당금 반영 계획

- 회계상 확정된 인원 감축 플랜 범위 내에서 충당금 인식
- 기존 470~500억 수준 충당금 설정 => 약 150억 집행. 잔여 충당금으로 현범위 내 인원 감축 커버 가능
- 추가 구조조정 검토 중인 법인은 내부 의사결정 후 2026년 사업계획에 반영
- 2026년 500억~1,000억 규모 추가 충당금 설정 가능성 존재

Q. 수주 감소 상황에서 2025~2027년 매출 성장 가능성

- 2026년 매출은 2025년과 유사한 수준 전망. 2027년은 매년 +5~10% 성장 예상
- 2024년말 수주잔고 490억 달러 (5~6년 라이프사이클 고려 시 11~12조 원 규모)
- 고객사 수요 지연 영향 있을 수 있으나, 2027년까지 12조 규모로 무리없이 성장 가능

그림 14.글로벌 부품사 Peer Group Table (백만달러, %)

		한온시스템	현대모비스	덴소	토요타 자동차	아이신 정기	콘티넨탈	마그나	발레오	합산/평균
시가총액		2,011.0	19,595.3	43,683.8	35,840.3	13,466.3	15,201.7	12,825.9	3,516.9	146,141.3
수익률	1M	30.1	2.7	3.9	-0.1	3.4	14.6	-2.4	14.9	
	3M	21.6	1.3	11.4	2.9	35.3	15.0	9.8	25.5	
	6M	11.3	21.3	26.2	3.3	51.1	29.2	37.0	45.7	
	1Y	3.1	22.6	10.0	47.6	63.9	54.7	11.4	37.6	
매출액	2023	7,291.1	45,373.5	49,482.7	26,547.8	34,002.4	44,797.7	42,797.0	23,841.3	274,133.6
	2024	7,332.9	41,976.9	47,016.0	26,817.3	32,142.2	42,967.3	42,836.0	23,249.7	264,338.2
	2025E	7,539.6	42,840.0	47,212.7	26,917.8	32,665.9	23,147.5	41,425.0	23,957.0	245,705.6
	2026E	7,911.9	45,552.9	48,619.0	27,956.3	33,672.9	30,233.3	41,790.8	24,597.1	260,334.2
영업이익	2023	217.2	1,757.6	2,698.3	1,437.1	1,099.7	2,041.4	2,426.0	895.5	12,572.8
	2024	70.1	2,254.0	3,258.2	1,465.3	1,348.9	2,713.1	2,743.0	1,105.6	14,958.1
	2025E	125.3	2,409.2	4,172.3	1,390.5	1,459.7	2,362.9	2,202.9	975.5	15,098.4
	2026E	214.9	2,650.7	4,597.1	1,584.9	1,715.2	2,867.0	2,414.3	1,210.8	17,254.9
EBITDA	2023	675.4	2,464.9	5,290.4	3,410.5	2,999.5	4,386.0	4,527.0	2,880.1	26,633.8
	2024	547.6	2,975.1	5,730.4	3,592.6	3,140.0	5,064.9	5,081.0	3,257.2	29,389.0
	2025E	614.3	3,207.6	6,620.4	2,632.8	3,149.7	3,772.9	3,786.3	3,313.5	27,097.5
	2026E	695.4	3,513.6	7,205.4	2,930.5	3,444.9	4,513.2	4,019.2	3,490.1	29,812.3
당기순익	2023	54.9	2,599.7	2,209.9	1,618.4	702.6	1,310.5	1,656.5	320.0	10,472.7
	2024	-185.3	2,990.0	2,654.7	1,728.9	717.7	1,455.1	1,504.3	509.0	11,374.4
	2025E	-39.5	2,845.0	3,202.7	1,634.5	949.1	1,251.5	1,450.9	347.3	11,641.6
	2026E	57.8	2,991.5	3,545.5	1,776.9	1,122.7	1,738.9	1,609.1	540.4	13,383.0
PER	2023	66.9	6.3	27.5	21.2	18.5	13.3	10.3	15.3	16.0
	2024	-	5.3	12.7	14.8	11.8	11.1	8.0	13.9	11.1
	2025E	-	6.9	12.9	20.0	13.3	11.3	8.8	10.1	11.9
	2026E	28.9	6.3	11.3	18.2	10.9	9.0	7.8	6.2	10.0
PBR	2023	1.6	0.5	1.5	0.8	0.8	1.1	1.4	0.9	1.0
	2024	1.0	0.5	1.0	0.8	0.6	0.9	1.0	0.6	0.8
	2025E	1.0	0.6	1.2	1.0	1.0	1.3	1.0	0.8	1.0
	2026E	1.0	0.5	1.2	0.9	0.9	1.2	0.9	0.7	0.9
EV/EBITDA	2023	8.4	4.5	11.3	12.4	5.0	5.3	5.2	3.1	6.7
	2024	8.1	3.4	5.8	9.8	3.6	3.7	3.6	2.3	4.6
	2025E	7.5	5.2	6.4	16.8	5.1	5.6	4.9	2.7	6.7
	2026E	6.4	4.5	5.8	14.9	4.7	4.6	4.5	2.4	5.9
ROE	2023	3.1	8.7	6.4	4.7	5.2	9.0	14.5	8.0	8.1
	2024	-9.7	9.4	8.4	4.7	5.1	9.6	12.9	12.9	9.0
	2025E	-2.0	8.6	9.6	4.9	7.7	10.6	11.6	7.1	8.6
	2026E	4.2	8.7	10.7	5.0	9.2	14.7	12.3	10.9	10.2
배당성향	2023	234.5	9.3	50.8	31.9	45.2	36.3	31.5	33.0	19.9
	2024	-	13.3	45.3	32.3	42.2	37.2	35.8	21.7	22.6
	2025E	-	14.8	37.7	34.5	32.6	41.2	37.3	36.6	24.0
	2026E	138.8	14.6	34.9	33.1	32.6	43.2	33.6	28.2	23.8

주: 2025/10/29 증가 기준
자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,888	11,426	12,048
매출원가	8,612	9,187	9,881	10,371	10,803
매출총이익	910	812	1,007	1,056	1,244
판매비와관리비	626	717	746	735	730
영업이익	284	96	261	321	514
영업이익률	30	10	24	28	43
EBITDA	882	747	975	992	1,138
영업외손익	-133	-425	-199	-247	-214
관계기업손익	12	13	13	13	13
금융수익	131	189	191	191	194
외환관련이익	222	300	324	300	300
금융비용	-218	-470	-433	-401	-371
외환관련손실	19	113	113	113	113
기타	-58	-157	30	-50	-50
법인세비용차감전순이익	151	-330	62	74	300
법인세비용	-85	-20	-15	-17	-70
계속사업순이익	66	-349	48	57	229
중단사업순이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	48	57	229
당기순이익률	0.6	-3.6	0.4	0.5	1.9
비배지분순이익	8	5	0	1	2
자배지분순이익	51	-363	47	56	227
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	26	30	30	30	31
포괄순이익	322	-60	349	361	537
비배지분포괄이익	8	19	10	4	5
자배지분포괄이익	314	-80	339	357	531

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	96	-676	70	55	221
PER	76.3	NA	51.3	65.4	16.2
BPS	4,443	5,310	4,281	3,772	3,994
PBR	1.6	0.8	1.0	1.1	1.1
EBITDAPS	1,652	1,390	1,437	967	1,109
EV/EBITDA	8.4	7.5	6.4	5.2	4.3
SPS	17,837	18,607	16,041	11,144	11,739
PSR	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
CFPS	1,787	1,581	1,793	1,148	1,289
DPS	316	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	10.4	5.0	8.9	4.9	5.4
영업이익 증가율	10.5	-66.3	173.2	22.9	60.3
순이익 증가율	120.2	적전	흑전	18.5	305.0
수익성					
ROIC	2.1	1.6	3.1	3.8	6.2
ROA	3.1	1.0	2.4	2.8	4.4
ROE	2.2	-13.9	1.6	1.7	5.7
안정성					
부채비율	268.5	254.2	265.8	191.5	173.0
순차입금비율	134.6	111.6	104.6	50.8	41.0
이자보상배율	1.5	0.4	1.1	1.7	3.1

자료: 한온시스템 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	5,183	6,028	6,067
현금및현금성자산	779	1,346	1,867	2,577	2,459
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,462	1,530	1,610
재고자산	1,140	1,241	1,352	1,418	1,496
기타유동자산	490	502	502	503	503
비유동자산	5,548	6,181	5,989	5,816	5,696
유형자산	2,716	2,864	2,672	2,502	2,382
관계기업투자금	81	95	108	121	134
기타비유동자산	2,750	3,222	3,210	3,194	3,180
자산총계	9,244	10,620	11,172	11,845	11,762
유동부채	3,576	5,034	5,658	5,718	5,789
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,316	2,389	2,473
차입금	967	1,959	1,941	1,924	1,907
유동상채무	500	483	1,000	1,000	1,000
기타유동부채	203	396	400	404	409
비유동부채	3,160	2,588	2,460	2,063	1,666
차입금	2,679	2,126	1,994	1,592	1,190
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	481	462	466	471	476
부채총계	6,736	7,622	8,118	7,781	7,454
자배지분	2,372	2,853	2,906	3,867	4,099
자본금	53	68	68	103	103
자본잉여금	-23	561	561	1,426	1,426
이익잉여금	2,103	1,702	1,749	1,805	2,032
기타지분변동	238	523	528	533	539
비자배지분	137	145	148	197	209
자본총계	2,508	2,999	3,054	4,064	4,308
순차입금	3,377	3,345	3,194	2,066	1,767

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	1,027	1,063	1,179
당기순이익	59	-359	48	57	229
비현금항목의 가감	895	1,208	1,169	1,121	1,093
감가상각비	598	651	714	671	624
외환손익	-54	-62	-108	-79	-79
지분법평가손익	-12	-13	-13	-13	-13
기타	363	632	576	541	561
자산부채의 증감	-194	31	21	61	52
기타현금흐름	-243	-311	-210	-176	-195
투자활동 현금흐름	-677	-733	-524	-500	-505
투자자산	6	-6	-13	-13	-13
유형자산	-416	-372	-311	-309	-313
기타	-267	-354	-200	-178	-179
재무활동 현금흐름	-480	651	293	406	-494
단기차입금	-390	-17	-17	-17	-17
사채	-95	-102	-352	-102	-102
장기차입금	262	293	220	-300	-300
유상증자	0	599	0	900	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타	-72	-75	442	-75	-75
현금의 증감	-651	568	521	710	-118
기초 현금	1,429	779	1,346	1,867	2,577
기말 현금	779	1,346	1,867	2,577	2,459
NOPLAT	124	101	200	245	393
FCF	-76	19	411	438	533

[Compliance Notice]

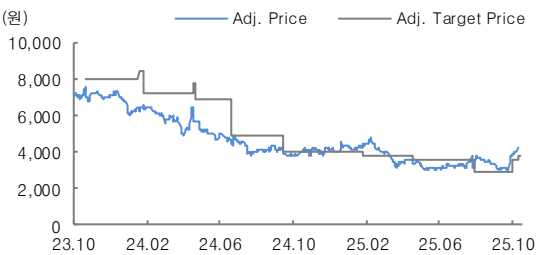
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한온시스템(018880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.30	25.10.20	25.08.18	25.05.08	25.02.14	24.11.16
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	3,800	3,600	2,900	3,600	3,800	4,000
과리율(평균.%)		10.91	17.10	(10.22)	1.49	4.51
과리율(최대/최소.%)		7.22	5.17	3.89	(16.84)	15.00
제시일자	24.11.14	24.10.02	24.07.08	24.05.09	24.05.06	24.02.14
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	4,000	4,000	4,900	6,900	7,800	7,200
과리율(평균.%)	(4.00)	(2.27)	(13.52)	(27.36)	(27.69)	(18.80)
과리율(최대/최소.%)	(4.00)	(6.50)	(0.10)	(17.25)	(27.44)	(9.86)
제시일자	24.02.05	23.11.10				
투자의견	Marketperform	Marketperform				
목표주가	8,400	8,000				
과리율(평균.%)	(24.14)	(14.23)				
과리율(최대/최소.%)	(22.38)	(8.63)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일 자:20251027)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상