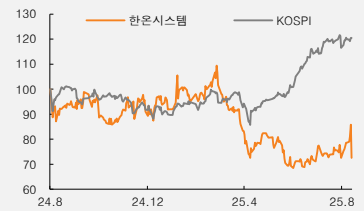


투자 의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 3,400원
현재주가(25/8/14)	3,160원
상승여력	7.6%

영업이익(25F,십억원)	217
Consensus 영업이익(25F,십억원)	110
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.5
P/E(25F,x)	116.7
MKT P/E(25F,x)	12.0
KOSPI	3,225.66
시가총액(십억원)	2,145
발행주식수(백만주)	679
유동주식비율(%)	23.6
외국인 보유비중(%)	4.8
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	2,985
52주 최고가(원)	4,770

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.5	-27.5	-21.4
상대주가	-3.2	-41.8	-35.6



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

한온시스템

우려 대비 양호한 실적, 아쉬운 증자 계획

2Q25 리뷰: 수익성 개선 활동과 고객사 보상으로 컨센서스 상회

매출액은 2.86조원(+11.7%YoY, 컨센서스 2.66조원 +7.5% 상회), 영업이익은 641억원(-10.2%YoY, 컨센서스 217억원 큰폭 상회), 영업이익률은 2.2%(-0.5%p YoY, +1.4%p QoQ)를 기록했다. 관세 영향 505억원, 감가상각비 231억원, R&D 비용의 자산화 범위 축소 영향 424억원의 부정적인 영향이 있었다. 그럼에도 수익성 개선 활동, 고객사 보상 효과로 우려 대비 양호한 실적을 기록했다. 영업외단에서는 여전히 높은 이자비용 490억원과 환손실 470억원으로 적자를 지속했다.

지역별 매출 변화는 유럽(2Q25 +17%, 1H25 매출 비중 32%), 미주(+14%, 30%), 국내(+6%, 27%), 중국(-11%, 국내 제외 아시아 11%). 유럽은 VW 물량 증가와 우호적인 환율효과, 미주는 HMG/GM 물량 증가와 환율효과이다. 고객사별 매출 변화는 HMG(+14%, 49%), Ford(+11%, 12%), VW(+30%, 12%), GM(+13%, 7%), BMW(+1%, 4%), 스텔란티스(+2%, 3%), 메르세데스(+67%, 2%)이다. 1H25 누적 수주는 4.26억불로 연간 목표 15억불 대비 달성률 28.4%이다. 회사는 작년 4분기부터 지연되는 수주가 본격화될 시 연간 목표 달성은 가능하다고 밝혔다. 또한, 다양한 수익성 개선 활동을 통해 매출원가율 85% 달성 목표를 제시했다. 한편, 회사는 재무구조 개선 등을 위해 주주배정 후 실권주 일반공모 방식의 유상증자를 검토하고 있다고 밝혔다. 참고로 작년 하반기 동사는 6천억원의 유상증자를 결정했었다.

수익성 개선 목표는 긍정적이지만, 아쉬운 개선 속도와 증자 계획

다양한 수익성 개선 활동 방안과 최대 매출처인 유럽에서의 정책발 BEV 수요 반등 가능성(독일/영국/프랑스/이탈리아 등)은 긍정적이다. 다만 높은 이자비용과 감가상각비가 지속되는 가운데, 여전히 전방산업 수요 둔화와 고객사 관세 부과로 비용 보전은 예상보다 더디게 진행될 가능성이 있다. 이번에 발표한 증자 계획도 아쉽다. 26년 EPS 218원에 Target P/E 15.5배(기준 19.4배 대비 20% 할인. 19.4배는 16년 평균 P/E)을 적용해 목표주가를 기존 4,400원에서 3,400원으로 하향한다. 9/23 임시주총-이사회에서 확정될 증자 규모와 유럽 BEV 수요 반등 폭이 중요하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,628	9,522	9,999	10,816	11,508
영업이익 (십억원)	257	284	96	217	334
영업이익률 (%)	3.0	3.0	1.0	2.0	2.9
순이익 (십억원)	20	51	-363	18	148
EPS (원)	38	96	-676	27	218
ROE (%)	0.9	2.2	-13.9	0.6	4.9
P/E (배)	211.3	76.3	-	116.7	14.5
P/B (배)	1.9	1.6	1.0	0.7	0.7
배당수익률 (%)	4.4	4.3	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한온시스템 2Q25 실적 요약 테이블

(십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25P			컨센서스	
			발표치	YoY (%)	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,560	2,617	2,858	11.6	9.2	2,658	7.5
영업이익	72	21	64	-10.2	205.1	22	196.3
지배순이익	-34	-24	-16	-52.0	-31.7	-45	-63.7
영업이익률(%)	2.8	0.8	2.2	-0.5%p	1.4%p	0.8	1.4%p
순이익률(%)	-1.3	-0.9	-0.6	0.8%p	0.3%p	-1.7	1.1%p

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

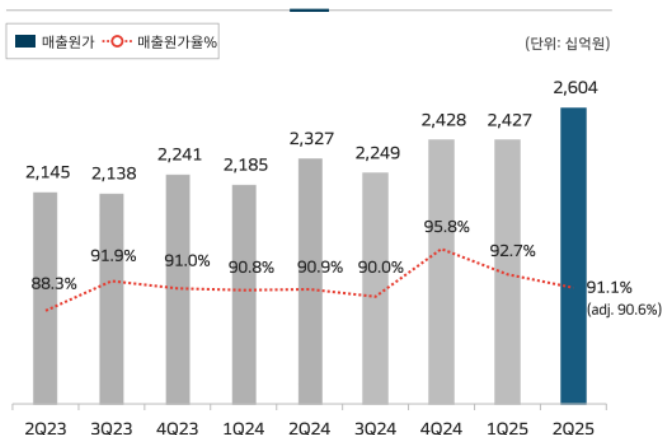
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,858	2,688	2,652	8,628	9,522	9,999	10,816	11,508
YoY (%)	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	11.7	7.6	4.6	17.4	10.4	5.0	8.2	6.4
매출총이익	219	233	252	107	190	254	237	265	847	910	812	946	1128
GPM (%)	9.1	9.1	10.1	4.2	7.3	8.9	8.8	10.0	9.8	9.6	8.1	8.7	9.8
영업이익	65	72	96	-99	21	64	58	74	257	284	96	217	334
YoY (%)	8.5	-50.1	374.3	적전	-67.7	-10.2	-39.9	흑전	-21.2	10.5	-66.3	127.6	53.5
OPM (%)	2.7	2.8	3.9	-3.9	0.8	2.2	2.1	2.8	3.0	3.0	1.0	2.0	2.9
지배순이익	8	-34	-22	-316	-24	-16	15	44	20	51	-363	18	148
YoY (%)	-81.1	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	-93.4	149.5	적전	흑전	703.5
NPM (%)	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-0.9	-0.6	0.5	1.7	0.2	0.5	-3.6	0.2	1.3

그림 1. 한온시스템 2Q25 매출원가 분석

매출원가 분석

HANON
SYSTEMS
a Hankook Company

분기별 매출원가



주요 설명

긍정적
요소

- 구조조정 포함 수익성 개선 활동에 따른 긍정적 효과
- 2025년 EU 신규 EV 플랫폼 런칭에 따른 매출 증가

부정적
요소

- 전기차 성장 둔화 및 소비 위축에 따른 판매량 부진
- 지속적인 공급망 비용 부담 및 미국 관세 영향

매출원가율 감소세 시작; 지속적인 비용 관리 노력으로 추가 개선 기대

※ R&D 자산화 범위 축소 영향 제외

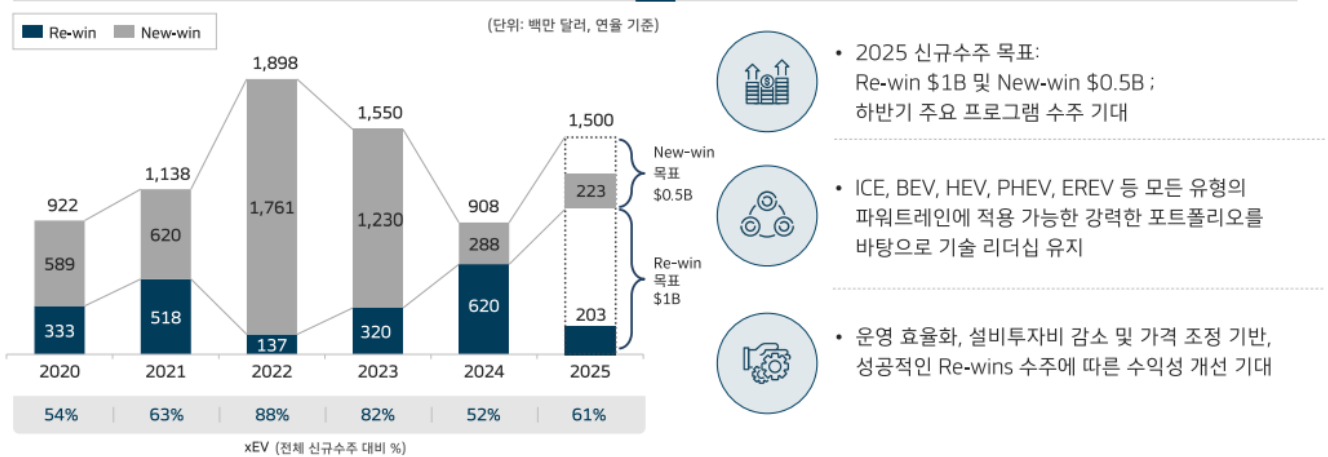
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한온시스템 연도별 신규 수주 추이

신규수주 현황

HANON
SYSTEMS
a Hankook Company

2025년 신규수주



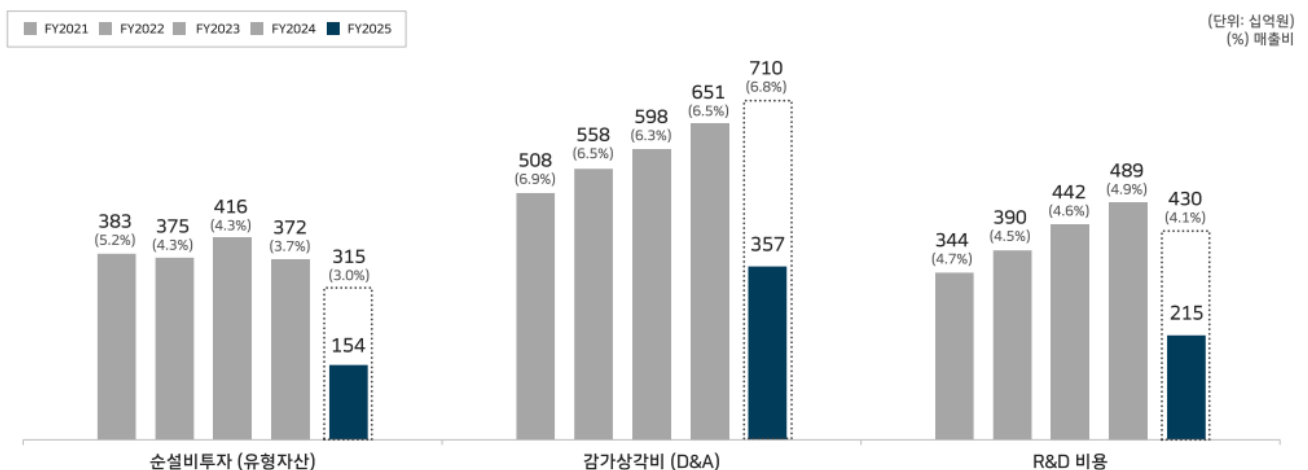
2025년 견조한 Re-win 수주 기대; 관세 불확실성으로 인해 상반기 신규수주는 다소 위축

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한온시스템 연도별 Capex, 감가상각비, 연구개발비 추이

설비투자, 감가상각비 및 R&D 비용 추이

HANON
SYSTEMS
a Hankook Company



설비투자 및 R&D 비용 최적화 이니셔티브 지속 추진

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한온시스템 수익성 개선 활동 및 성과 (1)

수익성 개선 활동 및 성과 (1)



- 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 통폐합 & 구조조정	인력 수 20% 감축 • 공장 통폐합 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, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 한온시스템 수익성 개선 활동 및 성과 (2)

수익성 개선 활동 및 성과 (2)

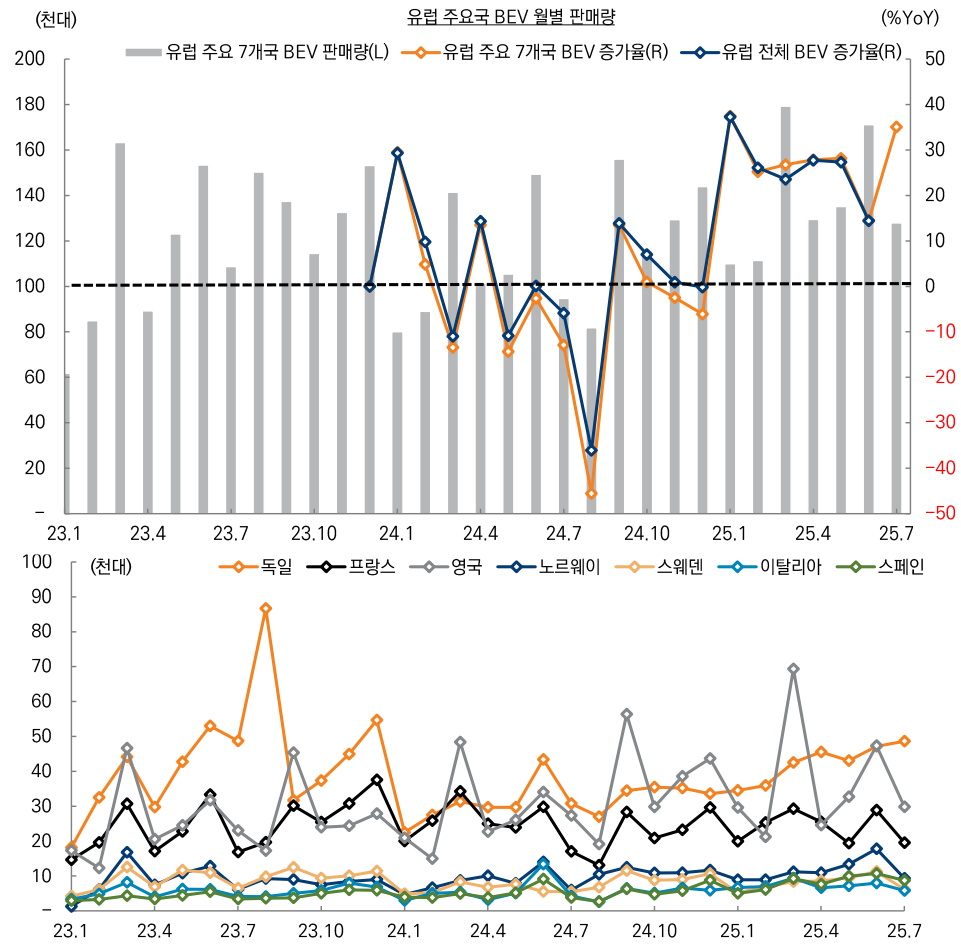


주요 활동		'25년 1분기 실적	'25년 2분기 실적	기대효과
운영 효율화	- 구조조정: 인원수 20% 감축 - 공장/외부창고 통폐합 및 재배치	인건비 14.4%	- 인건비 13.1% (-1.3pt) - 외부 창고 통폐합 계획 수립 (72개→40개, -44%)	운영비 및 인건비 ~3%pt 절감
원가 절감	- Low Cost 지역 공급망으로 재편 - 물류 효율화 및 지역 생산체제 확대	- 재료비 68.5% - 물류비 2.4%	- 재료비 66.7% (-1.8pt) - 물류비 2.0% (-0.4pt)	- 재료비 ~2%pt 절감 - 물류비 ~1%pt 절감
판가조정 및 리커버리	- 연간 리커버리 중 판가조정비율 50% 이상 확대 목표 - 리커버리 성과 극대화	가격보전 실적 전년 대비 감소	가격보전 실적 전년 대비 +30% 개선	매출원가율 변동성 축소에 따른 사업계획 안정성 확보

수익구조 개선 활동에 따라 '25년 2분기부터 실질적 개선 효과 가시화

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 유럽 주요국 BEV 월별 판매 추이



자료: 각 국 협회, ACEA, 미래에셋증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,522	9,999	10,816	11,508
매출원가	8,612	9,187	9,870	10,381
매출총이익	910	812	946	1,127
판매비와관리비	626	717	729	794
조정영업이익	284	96	217	334
영업이익	284	96	217	334
비영업손익	-133	-426	-200	-179
금융손익	-157	-231	-201	-195
관계기업등 투자손익	12	13	3	0
세전계속사업손익	151	-330	17	155
계속사업법인세비용	85	20	1	23
계속사업이익	66	-349	16	132
중단사업이익	-7	-9	0	0
당기순이익	59	-359	16	132
지배주주	51	-363	18	148
비지배주주	8	5	-2	-16
총포괄이익	322	-60	60	132
지배주주	314	-80	55	122
비지배주주	8	19	5	10
EBITDA	882	747	877	969
FCF	36	184	419	357
EBITDA 마진율 (%)	9.3	7.5	8.1	8.4
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.0	2.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	-3.6	0.2	1.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	3,697	4,439	4,876	5,440
현금 및 현금성자산	779	1,346	1,642	2,000
매출채권 및 기타채권	1,229	1,297	1,356	1,442
재고자산	1,140	1,241	1,298	1,381
기타유동자산	549	555	580	617
비유동자산	5,548	6,181	5,987	5,759
관계기업투자등	81	95	100	106
유형자산	2,716	2,864	2,710	2,665
무형자산	2,126	2,351	2,240	2,050
자산총계	9,244	10,620	10,863	11,199
유동부채	3,576	5,034	5,276	5,450
매입채무 및 기타채무	1,613	1,688	1,765	1,878
단기금융부채	1,476	2,584	2,713	2,723
기타유동부채	487	762	798	849
비유동부채	3,160	2,588	2,528	2,558
장기금융부채	2,710	2,131	2,051	2,051
기타비유동부채	450	457	477	507
부채총계	6,736	7,622	7,804	8,008
지배주주지분	2,371	2,854	2,915	3,062
자본금	53	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,718	1,866
비지배주주지분	137	145	144	128
자본총계	2,508	2,999	3,059	3,190

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	517	569	739	757
당기순이익	59	-359	16	132
비현금수익비용가감	895	1,208	865	853
유형자산감가상각비	418	443	452	444
무형자산상각비	180	208	208	191
기타	297	557	205	218
영업활동으로인한자산및부채의변동	-194	31	91	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-21	177	-58	-84
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-41	-83
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	-221	26	91
법인세납부	-91	-93	-31	-23
투자활동으로 인한 현금흐름	-677	-733	-514	-402
유형자산처분(취득)	-416	-372	-317	-400
무형자산감소(증가)	-317	-348	-65	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	0	-1	-2
기타투자활동	50	-13	-131	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-480	651	72	10
장단기금융부채의 증가(감소)	-131	529	49	10
자본의 증가(감소)	0	599	0	0
배당금의 지급	-185	-46	0	0
기타재무활동	-164	-431	23	0
현금의 증가	-651	568	295	358
기초현금	1,429	779	1,346	1,642
기말현금	779	1,346	1,642	2,000

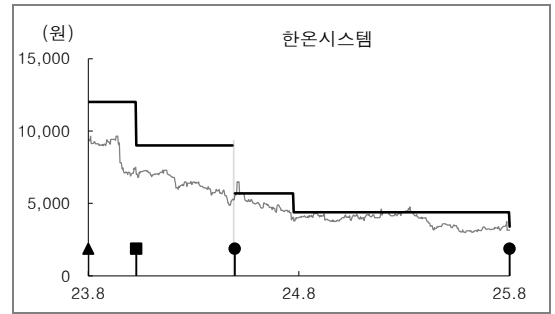
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	76.3	-	116.7	14.5
P/CF (x)	4.1	2.5	2.4	2.2
P/B (x)	1.6	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	8.4	7.6	6.1	5.2
EPS (원)	96	-676	27	218
CFPS (원)	1,787	1,581	1,298	1,451
BPS (원)	4,445	4,206	4,296	4,514
DPS (원)	316	0	0	0
배당성향 (%)	286.4	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	4.3	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.4	5.0	8.2	6.4
EBITDA증가율 (%)	8.3	-15.3	17.5	10.4
조정영업이익증가율 (%)	10.5	-66.3	127.6	53.5
EPS증가율 (%)	149.5	적전	흑전	703.5
매출채권 회전율 (회)	8.2	8.1	8.4	8.5
재고자산 회전율 (회)	9.0	8.4	8.5	8.6
매입채무 회전율 (회)	6.8	6.9	7.1	7.1
ROA (%)	0.6	-3.6	0.2	1.2
ROE (%)	2.2	-13.9	0.6	4.9
ROIC (%)	2.2	1.6	3.2	4.8
부채비율 (%)	268.5	254.2	255.2	251.0
유동비율 (%)	103.4	88.2	92.4	99.8
순차입금/자기자본 (%)	135.2	112.0	101.3	86.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	0.4	0.9	1.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2025.08.18	중립	3,400	-	-
2025.08.09	1년 경과 이후	4,400	-21.16	-15.00
2024.08.09	중립	4,400	-13.57	8.41
2024.04.29	중립	5,700	-14.28	13.86
2024.04.26	분석 대상 제외		-	-
2023.11.10	Trading Buy	9,000	-28.94	-18.78
2023.05.12	매수	12,000	-26.06	-19.25



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.