

자동차부품

# 한온시스템 018880

## 2Q25 Review: 실적 개선 관측 불구, 추가 증자 임박

Aug 18 2025

### Trading Buy

하향

### 2Q25 Review: 개선은 진행 중

### TP 3,700 원

하향

2분기 실적은 매출액 2.9조원(+11.7% YoY), 영업이익 643억원(-10.2% YoY, OPM 2.2%)로 컨센서스(매출액 2.7조원, 영업이익 218억원) 대비 서프라이즈 실현.

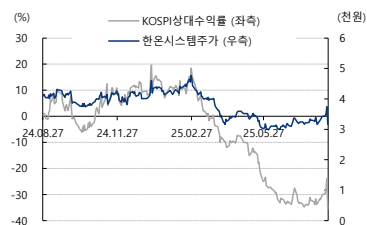
### Company Data

현재가(08/14)	3,160 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	4,770 원
52 주 최저가(보통주)	2,985 원
KOSPI (08/14)	3,225.66p
KOSDAQ (08/14)	815.26p
자본금	679 억원
시가총액	21,449 억원
발행주식수(보통주)	67,876 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	175.2 만주
평균거래대금(60 일)	60 억원
외국인지분(보통주)	4.83%
주요주주	
한국타이어엔테크놀로지 외 2인	54.77%
한앤코오토홀딩스	21.63%

매출액 및 영업이익 동반 서프라이즈 실현. 외형 확장은 유럽 및 국내 OEM의 판매 호조 및 신규 수주 반영된 것 주요인. 하반기에도 Mercedes 및 BMW향 모듈/시스템 물량 출하 증가, VW 그룹 유럽내 M/S 확장 이어지며 외형 확장 기조 이어질 수 있을 것.

관세 영향 505억원 반영, 감가상각비(1,862억원 +14.1% YoY) 증가 영향에도 이익 서프라이즈 실현. 외형 확장으로 인한 레버리지 효과 발생, 고객사의 리커버리 및 환 영향, 수익성 개선 활동(매출액 대비 물류비 -0.3%p, 지급수수료 -0.2%pYoY)이 유의미한 영향 끼쳤음. EBITDA 관점에서는 2,505억원(+6.7% YoY)으로 전년 대비 증가하며, 현금 흐름 개선되고 있다는 점 긍정적. 다만, 이자비용 579억원(-13.3% YoY)으로 부담 여전하며, 환율 영향에 따른 부정적 외환관련 손익으로 세전손익은 -256억원 기록

### Price & Relative Performance



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

### 피하기 어려웠던 결정, 잠시 지켜볼 때

회사는 추가 유상증자 계획을 발표함. 증자 이유에 대해서는 신용등급 유지 및 구조조정 계획 시행 통한 빠른 재무구조 개편 위함으로 밝힘. 동사는 컨센서스 기준 25~27년 누적 지배주주순이익 1,000억원 수준이나, 1H25 순차입금 3.9조원, 연간 이자비용 2,000억원 이상 부담 중. 실적 개선은 지속 중이나, 26년 이자보상배율 1.2x 수준으로 상환여력 제한적. 회사에게 유상증자 선택지 고려할 수밖에 없었던 이유.

증자 규모는 0.7조원~1조원 수준 예상함. 현재 신용등급(AA-) 유지 위한 부채비율 및 주요 채권자와 맺은 차입 약정사항(부채비율 300% 이하, Net Debt/EBITDA 4배) 고려된 수치. 구체적 방안 결정되지 않았으나, 9월 23일 임시주주총회를 통해서 정관 변경 및 증자 규모 포함한 공시가 이루어질 예정. 실적 개선세 반영하여, 예상치 하단의 증자 규모를 모델에 반영하였으며, 발행가 3,000원 고려시 발행주식수는 9,046만주(+33.3%)까지 증가할 것으로 예상함. 27년까지 실적 상향 조정하였으나, 발행 주식수 증분 및 타겟 밸류에이션 조정으로 목표주가 3,700원, 투자 의견을 Trading BUY로 하향 조정함.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	9,522	9,999	10,737	11,464	12,577
YoY(%)	10.4	5.0	7.4	6.8	9.7
영업이익(십억원)	284	96	198	344	508
OP 마진(%)	3.0	1.0	1.8	3.0	4.0
순이익(십억원)	59	-359	-52	152	329
EPS(원)	96	-676	-82	150	314
YoY(%)	149.5	적전	적지	흑전	108.9
PER(배)	76.3	-5.9	-38.7	21.0	10.1
PCR(배)	4.1	2.5	2.0	2.3	2.0
PBR(배)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	8.4	7.4	5.5	4.6	3.8
ROE(%)	2.2	-13.9	-1.8	3.8	7.6

[자동차/전력기기] 김광식

6717-6669

20250021@iprovest.com

[도표 1] 한온시스템 실적 테이블

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,858	2,616	2,645	9,999	10,737	11,464
Europe	767	773	755	784	822	907	864	876	3,078	3,470	3,878
Americas	666	740	767	743	793	848	783	793	2,916	3,217	3,527
Korea	664	737	635	725	688	781	663	670	2,761	2,803	2,903
China	132	143	142	147	123	126	134	135	565	518	549
Others	178	166	197	137	191	195	171	172	679	729	606
매출총이익	220	233	252	107	190	254	245	238	812	927	1,107
GPM	9.2	9.1	10.1	4.2	7.3	8.9	9.4	9.0	8.1	8.6	9.7
영업이익	65	72	96	-138	21	64	66	47	96	198	344
OPM	2.7	2.8	3.9	-5.4	0.8	2.2	2.5	1.8	1.0	1.8	3.0
세전이익	11	-2	3	7	5	-11	0	-1	20	-6	4
세전이익률	0.4	-0.1	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0
지배주주순이익	8	-34	-22	-316	-24	-16	6	-12	-363	-46	145
NPM	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-0.9	-0.6	0.2	-0.5	-3.6	-0.4	1.3
YoY											
매출액	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	11.7	4.7	4.3	5.0	7.4	6.8
Europe	-2.2	-1.8	3.6	7.0	7.1	17.4	14.6	11.8	1.5	12.7	11.8
Americas	9.5	14.1	19.8	20.6	19.1	14.6	2.1	6.7	16.0	10.3	9.6
Korea	0.2	12.0	5.3	7.6	3.7	6.0	4.5	-7.6	6.3	1.5	3.6
China	6.6	-7.8	-16.2	-25.1	-7.0	-11.8	-6.1	-8.4	-12.5	-8.4	6.0
Others	10.2	-8.7	5.7	-32.8	7.4	17.3	-13.3	25.7	-7.6	7.5	-16.9
매출총이익	2.7	-17.9	33.2	-51.7	-13.6	9.2	-2.7	121.2	-10.7	14.1	19.5
영업이익	8.5	-50.1	374.3	적전	-67.7	-10.6	-31.3	흑전	-66.3	107.0	74.1
세전이익	-50.1	적전	-79.0	-68.9	-50.9	적유	-89.5	적전	-76.9	-128.2	-175.0
지배주주순이익	-81.1	적전	적유	적유	-389.6	적유	흑전	적유	-812.4	-87.3	-414.6

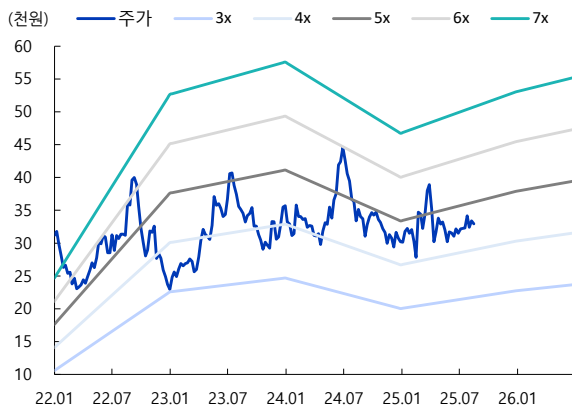
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] PEER Multiple Valuation

항목명	단위	비고
EBITDA	십억원	1,057 (a): 26년 EBITDA
Target EV/EBITDA	배	5.61 (b): 과거 10년 월말 12MF EV/EBITDA 하위 10개 평균
적정 EV	십억원	5,926 (c): (a) x (b)
순차입금	%	2,548 (d): 26년말 예상 순차입금
적정시가총액	십억원	3,378 (e): (c) - (d)
주식발행총수	천주	904,569 (f): 24년말 주식발행총수
적정주가	원	3,734 (g): (e) / (f)
목표주가	원	3,700 천의 자리 반올림
현재주가	원	3,160
상승여력	%	17.1

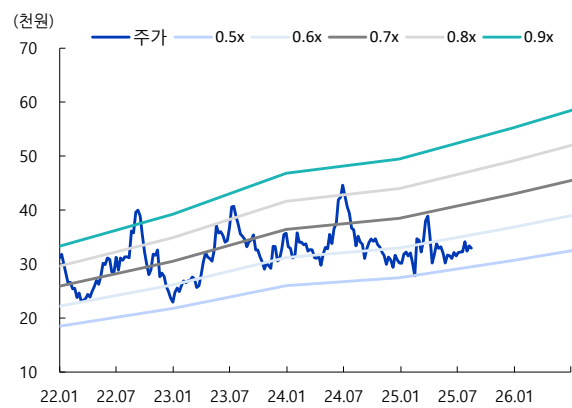
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한온시스템 12MF P/E Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한온시스템 12MF P/B Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 한온시스템: 향후 증자 관련 계획

주요 일정		
시기	주요 일정	비고
8월 14일(목)	공정공시 / 기업설명회	
8월 18일(월)~20일(수)	국내 NDR	
8월 25일(월)~26일(화)	UBS Conference	
9월 23일(화)	임시 주주총회	정관 일부 변경의 건 (발행가능주식수 확대 등)
	임시 이사회	재무구조 개선 방안 최종 확정 및 관련 공시 시행
	공시	
9월 29일(월)~30일(화)	국내 NDR	

자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 자동차 부품 PEER TABLE (25.08.15)

(단위: 백만달러, %)

	한온시스템	현대 모비스	HL 만도	현대위아	덴소	아이신	MAGNA	SCHA FFLER	VALEO	
국가	한국	한국	한국	한국	일본	일본	캐나다	독일	프랑스	
시가총액 (백만달러)	1,546	18,759	1,144	951	40,307	10,960	11,662	5,387	2,684	
주가 (현지통화)	3,160	283,500	33,800	48,500	2,043	2,130	57	5	9	
P/E	2024	-	6.3	10.9	12.4	19.1	17.0	7.9	-	4.9
(배)	2025E	-	6.3	8.9	8.0	14.6	13.9	8.5	16.9	8.7
	2026E	67.0	5.8	6.5	7.9	11.7	11.2	7.1	8.1	5.2
P/B	2024	0.7	0.6	0.6	0.4	1.1	0.8	1.0	1.2	0.6
(배)	2025E	0.8	0.5	0.6	0.4	1.2	0.8	0.9	1.2	0.6
	2026E	0.8	0.5	0.6	0.3	1.1	0.8	0.9	1.1	0.6
EV/EBITDA	2024	8.1	3.9	5.3	3.1	11.9	5.2	3.8	6.4	2.9
(배)	2025E	7.2	5.0	4.4	-	5.7	4.0	-	4.8	2.4
	2026E	6.2	4.3	3.9	-	6.0	4.4	-	4.2	2.2
ROE	2024	-13.9	9.4	5.5	3.4	6.3	4.7	8.6	-16.7	4.4
(%)	2025E	-2.4	8.7	6.8	5.0	8.0	5.2	11.0	11.1	6.7
	2026E	3.1	8.8	9.4	4.7	9.4	7.2	12.4	16.7	9.5
배당성향	2024	-	13.4	25.3	30.1	51.9	50.5	53.4	-	63.0
(%)	2025E	-	15.5	22.1	21.7	43.7	42.9	39.0	111.8	42.7
	2026E	-	15.2	17.9	25.3	37.4	35.8	33.7	60.1	32.9
매출액	2024	7,333	41,977	6,489	6,000	49,483	34,002	42,836	19,675	23,250
	2025E	7,560	44,038	6,835	6,157	47,016	32,142	40,690	28,121	23,550
	2026E	7,897	46,810	7,272	6,394	47,496	32,774	41,327	28,986	24,237
매출액 증가율	2024	0.6	-7.5	1.0	-4.0	4.5	4.4	0.1	11.5	-2.5
(%)	2025E	3.1	4.9	5.3	2.6	-5.0	-5.5	-5.0	42.9	1.3
	2026E	4.5	6.3	6.4	3.8	1.0	2.0	1.6	3.1	2.9
영업이익	2024	94	2,498	281	155	3,407	1,332	2,121	1,054	935
	2025E	189	2,745	323	190	4,121	1,422	2,373	1,381	1,168
	2026E	244	3,003	345	197	4,544	1,683	2,560	1,731	1,384
OPM	2024	1.0	5.4	4.1	2.7	5.3	2.9	4.9	2.1	2.8
(%)	2025E	1.2	5.7	4.1	2.5	7.2	4.1	5.2	3.7	4.0
	2026E	2.4	5.9	4.4	3.0	8.7	4.3	5.7	4.8	4.8
EBITDA	2024	596	3,366	549	357	5,879	3,123	3,680	2,704	3,265
	2025E	694	3,686	598	392	6,587	3,142	3,982	3,059	3,472
	2026E	753	3,950	621	419	7,143	3,418	4,190	3,341	3,744
EBITDA Margin	2024	7.5	7.1	7.8	5.9	10.6	8.5	10.4	8.1	12.1
(%)	2025E	7.9	7.6	8.0	5.8	12.5	9.7	9.0	9.6	13.9
	2026E	8.8	7.9	8.2	6.1	13.9	9.6	9.6	10.6	14.3
순이익	2024	-266	2,974	95	88	2,166	629	1,009	-684	175
	2025E	-63	2,989	142	115	2,751	706	1,305	304	294
	2026E	28	3,180	175	116	3,164	922	1,590	610	525
NPM	2024	-3.6	7.1	1.5	1.5	4.4	1.8	2.4	-3.5	0.8
(%)	2025E	-0.8	6.8	2.1	1.9	5.9	2.2	3.2	1.1	1.2
	2026E	0.4	6.8	2.4	1.8	6.7	2.8	3.8	2.1	2.2

자료: 교보증권 리서치센터

[한온시스템 018880]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,737	11,464	12,577
매출원가	8,612	9,187	9,810	10,356	11,248
매출총이익	910	812	927	1,107	1,329
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	8.6	9.7	10.6
판매비와관리비	626	717	729	763	821
영업이익	284	96	198	344	508
영업이익률 (%)	3.0	1.0	1.8	3.0	4.0
EBITDA	882	747	891	1,057	1,240
EBITDA Margin (%)	9.3	7.5	8.3	9.2	9.9
영업외손익	-133	-425	-246	-178	-142
관계기업손익	12	13	11	12	12
금융수익	131	189	372	349	327
금융비용	-218	-470	-525	-446	-430
기타	-58	-157	-104	-94	-51
법인세비용차감전순이익	151	-330	-48	166	366
법인세비용	85	20	-6	4	27
계속사업순이익	66	-349	-43	162	338
중단사업순이익	-7	-9	-9	-9	-9
당기순이익	59	-359	-52	152	329
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-0.5	1.3	2.6
비배지분순이익	8	5	5	15	43
지배지분순이익	51	-363	-57	137	286
지배순이익률 (%)	0.5	-3.6	-0.5	1.2	2.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	263	298	298	298	298
포괄순이익	322	-60	246	451	627
비배지분포괄이익	8	19	-79	-145	-201
지배지분포괄이익	314	-80	325	595	829

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	967	1,175	1,325
당기순이익	59	-359	-52	152	329
비현금항목의 가감	895	1,208	1,168	1,140	1,149
감가상각비	418	443	461	465	476
외환손익	-54	-62	-67	-83	-85
지분법평가손익	-12	-13	-11	-12	-12
기타	543	840	785	771	770
자산부채의 증감	-194	31	38	40	-5
기타현금흐름	-243	-311	-188	-157	-148
투자활동 현금흐름	-677	-733	-609	-635	-661
투자자산	5	0	0	0	0
유형자산	-481	-386	-400	-425	-450
기타	-201	-347	-209	-210	-211
재무활동 현금흐름	-480	651	-210	-277	-277
단기차입금	-390	-17	-600	-50	-50
사채	-95	-102	-202	-102	-102
장기차입금	262	293	-300	-50	-50
자본의 증가(감소)	0	599	700	0	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타	-72	-75	192	-75	-75
현금의 증감	-651	568	-238	-157	-66
기초 현금	1,429	779	1,346	1,108	952
기말 현금	779	1,346	1,108	952	886
NOPLAT	124	101	175	336	469
FCF	48	398	506	663	747

자료: 에스엘, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,380	4,401	4,610
현금및현금성자산	779	1,346	1,108	952	886
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,440	1,530	1,668
재고자산	1,140	1,241	1,333	1,423	1,561
기타유동자산	490	502	499	496	495
비유동자산	5,548	6,181	6,190	6,223	6,279
유형자산	2,716	2,864	2,803	2,763	2,737
관계기업투자금	81	95	108	121	134
기타금융자산	11	18	18	18	18
기타비유동자산	2,739	3,204	3,261	3,321	3,390
자산총계	9,244	10,620	10,570	10,624	10,889
유동부채	3,576	5,034	4,801	4,849	4,950
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,296	2,394	2,545
차입금	967	1,959	1,359	1,309	1,259
유동성채무	500	483	750	750	750
기타유동부채	203	396	396	396	396
비유동부채	3,160	2,588	2,095	1,956	1,819
차입금	1,266	788	488	438	388
사채	1,413	1,338	1,136	1,034	932
기타비유동부채	481	462	470	484	499
부채총계	6,736	7,622	6,896	6,805	6,770
지배지분	2,372	2,853	3,496	3,633	3,920
자본금	53	68	91	91	91
자본잉여금	-23	561	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	2,103	1,702	1,644	1,781	2,068
기타자본변동	14	13	13	13	13
비배지분	137	145	178	185	200
자본총계	2,508	2,999	3,674	3,818	4,119
총차입금	4,177	4,573	3,734	3,531	3,329

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	96	-676	-82	150	314
PER	76.3	-5.9	-38.7	21.0	10.1
BPS	4,443	4,204	3,833	3,984	4,297
PBR	1.6	1.0	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	1,652	1,390	1,275	1,159	1,359
EV/EBITDA	8.4	7.4	5.5	4.6	3.8
SPS	17,837	18,607	15,369	12,569	13,789
PSR	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2
CFPS	89	740	724	727	819
DPS	316	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	10.4	5.0	7.4	6.8	9.7
영업이익 증가율	10.5	-66.3	107.2	73.9	47.4
순이익 증가율	120.2	적전	적지	흑전	116.1
수익성					
ROIC	2.3	1.8	3.0	5.6	7.7
ROA	0.6	-3.7	-0.5	1.3	2.7
ROE	2.2	-13.9	-1.8	3.8	7.6
안정성					
부채비율	268.5	254.2	187.7	178.2	164.3
순차입금비율	45.2	43.1	35.3	33.2	30.6
이자보상배율	1.5	0.4	0.9	1.9	3.3

한온시스템 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.05.25	매수	13,000	(29.94)	(25.46)					
2023.08.11	매수	13,000	(35.96)	(25.46)					
2024.01.16	매수	8,000	(25.69)	(18.50)					
2024.05.10	매수	8,000	(42.66)	(18.50)					
2025.05.27	담당자변경								
2025.05.27	매수	4,100	(21.56)	(8.78)					
2025.08.18	매수	3,700							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조서자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조서분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자\_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[ 업종 투자의견 ]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하