



Neutral (유지)

목표주가(12M) 4,100원 (하향)
현재주가(5.08) 3,395원

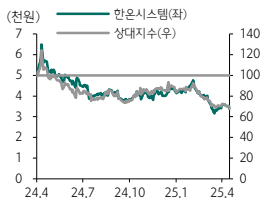
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,579.48
52주 최고/최저(원)	5,710/3,160
시가총액(십억원)	2,304.4
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	678,762.6
60일 평균 거래량(천주)	1,249.4
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2
외국인지분율(%)	5.34
주요주주 지분율(%)	
한국타이어앤테크놀로지 외 2인	54.77
한앤코오토홀딩스	21.63

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,466.2	11,094.8
영업이익(십억원)	214.6	340.5
순이익(십억원)	(25.7)	96.5
EPS(원)	(40)	140
BPS(원)	3,666	3,786

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,521.6	9,998.7	10,618.7	11,147.5
영업이익	283.6	95.5	143.2	301.2
세전이익	150.7	(329.7)	(111.4)	84.0
순이익	51.0	(363.3)	(80.9)	61.0
EPS	96	(676)	(119)	90
증감율	152.63	적전	적지	흑전
PER	75.94	(5.93)	(28.53)	37.72
PBR	1.64	0.95	0.83	0.81
EV/EBITDA	8.40	7.54	7.11	5.92
ROE	2.21	(13.90)	(2.87)	2.17
BPS	4,445	4,206	4,086	4,176
DPS	316	0	0	0



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 05월 09일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

영업이익보다 많은 이자비용

인내의 시간이 필요. 목표주가 하향

한온시스템에 대한 투자 의견 Neutral을 유지한 가운데, 수익추정 하향으로 목표주가는 기존 4,600원에서 신규 4,100원(목표 P/B 1.0배)으로 하향한다. 1분기 실적은 공급망 내 비용 압력과 연구개발비의 증가 등으로 시장 기대치를 크게 하회했다. 2025년까지 지속될 구조조정 비용과 영업이익 규모에 비해 큰 순이자비용 부담, 그리고 산업수요 저성장과 불확실성 등으로 인해 2년 연속 순이익 적자가 예상된다. 현재의 영업현금 창출로는 Capex와 이자비용을 감당한 후 배당금 재개(2024년 중단) 및 차입금 축소까지 시일이 소요되는 바, 추가적인 재무구조 개선 조치가 예상된다. 구조조정과 재무구조 개선까지 이루어지면 회사의 실적 및 기업가치는 회복되겠지만, 그때까지 소액주주들은 인내의 시간을 거쳐야 할 것이다.

1Q25 Review: 영업이익률 0.8% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 크게 하회했다(영업이익 기준 53% 하회). 1분기 매출액/영업이익은 +9%/-69% (YoY) 변동한 2.62조원/209억원(영업이익률 0.8%, -2.0%p (YoY))을 기록했다. 외형 성장에는 물량 증가와 환율 상승이 기여했다. 지역별로는 중국(-6%)이 부진했지만, 한국(+4%)/북미(+19%)/유럽(+7%)은 증가했다. 고객별로는 현대차그룹/포드/VW/GM향이 10%/11%/25%/22% (YoY) 증가했지만, 스텔란티스/BMW/메르세데스향은 14%/9%/12% (YoY) 감소했다. 공급망 내 비용 압력과 연구개발비 증가(R&D 투자의 비용 처리 비율 상승) 등으로 원가구조가 악화되었다. 매출원가율은 +1.9%p (YoY), -2.9%p (QoQ) 변동한 92.7%, 판관비율은 +0.1%p (YoY), -3.2%p (QoQ) 변동한 6.5%를 기록했다. 결과로 영업이익률은 -2.0%p (YoY), +6.2%p (QoQ) 변동한 0.8%를 기록했다. 영업외로 외환이익(250억원)에도 불구하고, 순이자비용(500억원) 부담으로 순이익은 -226억원이었다. 최근 7개 분기 중 6개 분기, 그리고 연속 4개 분기에서 순적자를 기록한 것이다. 1분기 주주는 1.35억달러(재수주 0.1억달러, 신규수주 1.34억달러, xEV 비중 54%)로 연간 목표치 15억달러 대비 9% 달성률이다. 1분기말 기준 순차입금은 3.76조원, 부채비율은 250%이다.

컨퍼런스 콜의 내용: 연구개발 투자의 비용처리 증가

한온시스템은 2025년 R&D 투자를 4,300억원으로 전년 대비 12% 줄이지만, R&D 투자의 자산화 비율을 기존 60%에서 1분기 52%로 하향했고, 향후 더 낮출 수 있다고 밝혔다. 참고로 2024년 비용 처리된 연구개발비용은 2,300억원(매출액 대비 2.3%)이었는데, 2025년에는 자산화 비율이 낮아지고 비용 처리가 늘어남에 따라 3,000억원 이상(매출액 대비 2.8%)으로 예상된다. 2024년 발생했던 구조조정 비용이 2025년에도 비슷한 수준으로 발생하고, 관련 효과는 2027년부터 본격적으로 인식될 것으로 예상하고 있다. 미국 관세가 부과될 경우 고객사들과 부담을 협의할 예정이다. 참고로 한온시스템의 2024년 매출액 중 멕시코/한국에서 미국으로 수출되는 비중은 10% 초반으로 파악된다.

도표 1. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,403	2,560	2,500	2,536	2,617	2,704	2,634	2,663	8,628	9,559	9,999	10,619	11,147
매출총이익	222	233	250	107	190	227	221	253	847	910	812	892	1,067
판매비	154	161	157	245	169	186	192	201	590	626	717	748	766
영업이익	68	72	94	(138)	21	41	29	52	257	284	96	143	301
세전이익	21	(33)	(16)	(312)	(18)	(29)	(43)	(22)	97	144	(339)	(111)	84
순이익	10	(31)	(19)	(318)	(23)	(22)	(33)	(7)	27	59	(359)	(84)	63
지배주주순이익	8	(34)	(22)	(316)	(24)	(22)	(31)	(4)	20	51	(363)	(81)	61
Growth													
매출액	3	5	7	5	9	6	5	5	17	11	5	6	5
영업이익	13	(50)	362	적전	(69)	(42)	(69)	흑전	(21)	11	(66)	50	110
순이익	(81)	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	(93)	149	적전	적지	흑전
Margin													
매출총이익률	9.2	9.1	10.0	4.2	7.3	8.4	8.4	9.5	9.8	9.5	8.1	8.4	9.6
영업이익률	2.8	2.8	3.7	(5.4)	0.8	1.5	1.1	2.0	3.0	3.0	1.0	1.3	2.7
순이익률	0.4	(1.2)	(0.8)	(12.5)	(0.9)	(0.8)	(1.2)	(0.3)	0.3	0.6	(3.6)	(0.8)	0.6

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 2. 한온시스템의 지분 변화

(단위: 천주, %)

구분	증자 전		지분거래 후		유상증자 후 현재	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
총계	533,800	100.00%	533,800	100.00%	678,763	100.00%
한온코오토홀딩스	269,569	50.50%	146,795	27.50%	146,795	21.63%
한국타이어앤테크놀로지	104,031	19.49%	226,805	42.49%	371,768	54.77%
자기주식	132	0.02%	132	0.02%	132	0.02%
기타주주	160,068	29.99%	160,068	29.99%	160,068	23.58%

주: 한온코오토홀딩스는 58,718,000주(잔여지분의 40%) 한도 내 풋옵션 보유. 행사가격 5,200원. 행사기간: 2027. 1. 11. - 2027. 2. 11 (1개월)

자료: 한온시스템, 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

도표 3. 한온시스템의 2015년~2024년 재무제표 추이

(단위: 십억원, 배)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	24년/18년(배)
매출액	5,558	5,704	5,586	5,938	7,154	6,873	7,351	8,602	9,522	9,999	1.7
영업이익	360	423	468	434	484	316	326	263	284	96	0.2
(영업이익률)	6.5%	7.4%	8.4%	7.3%	6.8%	4.6%	4.4%	3.1%	3.0%	1.0%	
총상각비용	174	186	202	268	381	468	509	558	598	649	2.4
순이자비용	6	15	11	18	63	85	79	93	157	230	13.1
이자보상배율	58.0	27.6	42.2	24.6	7.7	3.7	4.1	2.8	1.8	0.4	
지배순이익	231	292	289	278	319	110	309	20	51	-339	-1.2
자산총계	3,459	3,860	4,120	5,356	7,082	7,807	8,234	9,099	9,244	10,620	2.0
유형자산	1,093	1,178	1,262	1,552	2,130	2,224	2,336	2,371	2,717	2,864	1.8
무형자산	207	350	438	564	1,593	1,622	1,790	1,923	2,126	2,351	4.2
부채총계	1,660	1,975	2,088	3,224	4,745	5,568	5,757	6,729	6,736	7,622	2.4
순차입금	-49	231	132	637	2,045	2,073	2,319	2,844	3,368	3,211	5.0
자본총계	1,799	1,885	2,031	2,132	2,338	2,239	2,477	2,370	2,508	2,999	1.4
부채비율	92%	105%	103%	151%	203%	249%	232%	284%	269%	254%	
ROE	13.3%	15.9%	14.7%	13.3%	14.3%	4.8%	13.1%	0.8%	2.1%	-12.3%	
현금배당금	104	120	163	171	171	171	192	192	169	0	
배당성향	38%	52%	56%	59%	62%	54%	174%	62%	826%	0%	

자료: 한온시스템, 하나증권

한온시스템 1Q25 실적 발표 컨퍼런스 콜

1. 실적

[1분기 실적]

매출액 2.6조원 +8.9%(YoY).

매출액은 우호적 환율, 생산량 증가 영향

1분기 영업이익 209억원(-68.5%(YoY)). 영업이익률 0.8%.

연구개발비용의 자산화 범위 축소, 무형자산 상각비 증가 등의 영향으로 수익성 감소. 또한 유형자산 감가상각비 +90억, 멕시코 관세 증가, 고객사 리커버리 영향 감소 등으로 영업이익은 시장 기대치 하회.

자산화 범위 축소 영향을 제외한 조정 영업이익 426억원. 영업이익률 1.6%

EBITDA 1,910억원 (-14.2%(YoY)). 마진을 7.3%

영업외부문에서는 환율 관련하여 약 250억원의 평가 이익 발생.

분기 이자 비용, 세금 및 기타 손실 등이 반영되면서 1분기에 최종적으로 순이익 -230 기록.

당사는 전사 중점 추진 사항으로 고객사 가격 보전 활동을 지속 진행. 과거의 경우 매 분기 단기간에 일회성 비용 정산 위주로 보전받던 것을 판가 조정과 같은 질적 개선, 연간 리커버리 규모 최대화하는 목표 추진 하에 1분기 리커버리 절대 금액은 전년 동기 대비 감소.

[지역별/고객별]

전체 매출 중 미주/한국/유럽/중국 비중은 각각 +30%/+26%/+32%/12%

우호적 환율 효과로 유럽 및 미주 지역 매출 비중이 2024년 대비 각각 1%씩 증가

고객사 매출 비중은 현대차/포드가 각각 48%/12%로 안정적 수준 유지. VW는 1분기 전기차 판매 급증으로 +25% YoY 증가하며, 매출 비중 12% 차지

[1분기 실적 주요 포인트]

1. 우호적 환율효과 및 생산량 증가로 매출액 +8.9% YoY

다만, 생산량의 경우 전년 동기 대비로는 증가했지만, 당사 사업계획 대비 2% 미달하며 영업이익에 다소 부정적 영향

2. 영업이익률은 0.8%로, 연구개발비 자산화 범위 축소, 감가상각비 증가, 고객사 리커버리 감소 영향 등으로 시장 기대치 하회. 다만, 조정 영업이익률은 1.6% 수준.

3. 1분기 친환경차향 매출은 전체 매출에서 27% 비중을 기록하며 회복세.

2025년에는 벤츠, BMW 등 주요 고객사들의 2세대 전기차 플랫폼 런칭에 따라 전체 매출 대비 친환경차 매출 비중은 30% 수준으로 오를 것으로 전망

[분기별 매출액]

1분기 매출은 우호적 환율 효과로 성장했으나, 생산 볼륨은 사업 계획 대비 저조. 우호적 환율 영향 및 VW, GM의 물량 증가에 따라 미주 지역 매출은 +19%, 유럽은 +7%, 중국은 BMW 및 중국 로컬 OEM들의 물량 감소로 매출 -6%

고객사별 VW +25%, GM +22%, Ford 11%, 현대차그룹 +10%, 스텔란티스 -14%, 벤츠 -12%, BMW -9%

올해 VW 판매 회복과 벤츠, BMW의 신규 전기차 플랫폼 런칭으로 전기차향 매출 성장 기대

[비용]

1분기 매출원가율은 전체 매출 대비 92.7% 차지하며 여전히 높은 수준

매출액 대비 원재료비 비중은 71%로 24년 연간 대비 소폭 증가. 다만, 고객사와의 분기별, 단기적 비용 정산 보다는 연간 보상 금액의 최대화, 판매가격 조정과 같은 질적 개선을 추진함에 따른 전환 과정에서의 영향으로 향후 개선되는 모습 지켜봐주실 필요.

1분기 운송비는 전체 매출 대비 2.8%를 기록. 연초 상하이 컨테이너 운임 지수는 다소 높은 수준으로 시작하였으나 현재는 안정화된 상황으로 향후 물류 효율화 및 최적화를 통해 점진적으로 개선될 예정

지난 4분기의 구조조정 비용 500억원에 해당하는 1차 구조조정은 올해 내 마무리될 것으로 계획. 구조조정 및 조직 효율화 효과는 2027년부터 본격적으로 인식될 것으로 예상.

판관비율 6.5%로 안정적인 수준.

일회성 비용이 인식되었던 지난 4분기 제외, 안정적인 비율 유지. 연구개발비 자산화 범위 축소 등을 통해 비용이 추가적으로 인식되었음에도 총 판관비율은 비슷한 수준을 유지.

연구개발비는 절대 금액 기준 -4.5% YoY. 매출액 대비 비중도 4.1% 차지.

1분기 연구개발비 자산화 비중은 52% 기록

과거 한온시스템의 연구개발비 자산화 비율은 60%로, 업계 대비 높은 수준이었고 이는 단기 수익성에는 긍정적 효과가 있었으나 장기적으로 감가상각비 부담으로 돌아왔었음. 신규 경영진은 현재 비용을 미래 부담으로 작용하지 않도록 하겠다는 경영 철학 하, 연구개발비 자산화 범위를 제한적으로 운영할 것으로 수정. 1분기 인식된 수준은 217억원

[1분기 지역별 영업이익률]

연결 조정 전 기준

한국 2%, 유럽 -1%, 미주 -2%, 중국 +3%, 기타 지역 +8% 영업이익률 기록

[수주]

관세 정책의 영향으로 대부분의 수주가 지연되며 1.3억불 수준 기록. 차기 분기부터 현대차 그룹 대상 시스템 수주와 신규 전기차향 모듈 및 주요 부품 등의 수주가 본격화될 것으로 예상. 2025년에는 순수 전기차, HEV 등 친환경 차종에 대한 리원수주가 더 많을 것으로 기대. 재수주의 경우 설비 투자 비용이 적고, 인플레이션 이후의 원가 수준이 반영되어 수익성 개선에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대.

[2025년 예상치 및 1분기 현황]

북미 지역 전기차 대응 거점 마련을 끝으로 전기차 시대로의 전환을 위한 주요 유형자산 투자는 마무리 단계에 접어든 상황. 이에 따라 올해 설비 투자 비용은 3,150억 원 수준으로 예상. 2025년 감가상각비는 7,100억 원으로 예상, 감가상각비의 증가세는 연구개발비 자산화 범위 축소 및 내용연수 등을 고려 시 점진적으로 완화될 것으로 예상. 연구개발비의 경우 총 비용 기준 4,300억원 수준으로 기대.

[재무상태표]

자산은 10.6조원을 기록. 1분기 매출액 및 매출원가 증가에 따른 매출채권 및 재고자산의 증가, 연간 투자 지출의 상반기 집중으로 인해 순차입 규모가 일시적으로 증가하였으나 2025년 사업 계획상 자체적인 비용 절감 노력 및 리커버리 최대화를 통한 하반기 실적 개선 영향으로 순차입 규모는 전년 수준으로 감소할 것으로 예상

[1분기 실적 및 주요 경영 현황]

대주주 및 경영진의 교체 이후 전사적인 체질 개선 및 운영 효율화를 위해 다양한 과제들을 수행 중.

1. 운영효율화

구조조정 및 공장 통폐합의 경우, 지역 및 국가 간의 노조 규제, 인사, 정책, 법규 등이 상이하기 때문에 타임라인 및 비용 효과 등에 대해서 구체적으로 말씀드리기 어려운 상황이나 작년 4분기에 인식했던 구조조정 비용에 대한 내용은 2025년에 마무리하는 것으로 계획. 추가적인 검토를 통해 대상 공장의 확대 등 2026년까지 2개년에 걸쳐 전사 구조조정을 마무리하는 것으로 전략을 수립. 또한 SCM과 물류 측면에 있어 불필요한 외부 창고를 통폐합하고 무분별한 아웃소싱 축소, 그룹 차원의 물류 비용 관리 등을 통해 비효율 요소를 제거할 예정.

노후화된 IT 시스템을 개선하여 전자적 수익성 및 예산 관리의 효율성을 증대할 예정.

2. 장기적 관점에서의 재무 안정성 추구

당사는 올해 1분기부터 연구 비용의 자산화 범위를 축소. 이에 따라 일부 연구 비용을 당기에 인식하게 됨으로써 단기적으로는 영업이익이 낮아지는 효과가 있겠으나 장기적 관점에서는 건강한 손익 구조로의 전환에 기여할 것. 또한 고객사 리커버리의 경우 실질적인 비용 단가를 재측정하여 실적 수준을 개선하는 데 집중. 1분기처럼 고객사 리커버리의 회수 시점이 다소 지연될 수는 있으나 연간 또는 장기적 관점에서 고객사 리커버리 총액은 증대될 것.

3. 기업 문화의 전환 및 책임 경영 확대

기존 사모펀드 산하에서 약화된 조직에 대한 신뢰를 회복하기 위해 전사적인 조직 개편 및 책임 경영 확대, 업무 프로세스 혁신을 추진. 회사의 재무 상황에 대한 전사적 공감 및 위기 의식을 전파하여 공동의 목표를 향해 나아갈 수 있도록 임직원 간의 소통을 강화 중. 현재 약화된 재무 구조 하에서 근본적인 체질 개선을 이뤄내는 데는 다소간의 시간이 소요될 것이나 장기적 관점에서 기업 가치 회복에 중점을 두고 지켜봐 주시면 감사하겠습니다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,521.6	9,998.7	10,618.7	11,147.5	11,577.9
매출원가	8,612.0	9,186.5	9,727.0	10,080.5	10,407.5
매출총이익	909.6	812.2	891.7	1,067.0	1,170.4
판매비	626.0	716.6	748.5	765.7	781.2
영업이익	283.6	95.5	143.2	301.2	389.2
금융손익	(87.0)	(280.8)	(223.0)	(196.0)	(191.5)
중속/관계기업손익	12.5	12.8	13.3	13.8	14.3
기타영업외손익	(58.3)	(157.2)	(44.9)	(35.1)	(33.6)
세전이익	150.7	(329.7)	(111.4)	84.0	178.4
법인세	84.8	19.6	(27.2)	20.5	43.5
계속사업이익	65.9	(349.3)	(84.2)	63.5	134.9
중단사업이익	(7.0)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.9	(358.6)	(84.2)	63.5	134.9
비지배주주지분 손이익	7.9	4.7	(3.4)	2.5	5.4
지배주주순이익	51.0	(363.3)	(80.9)	61.0	129.5
지배주주지분포괄이익	314.4	(79.6)	(111.3)	83.9	178.1
NOPAT	124.1	101.2	108.2	227.7	294.2
EBITDA	882.0	746.7	851.7	999.6	1,076.4
성장성(%)					
매출액증가율	10.36	5.01	6.20	4.98	3.86
NOPAT증가율	75.78	(18.45)	6.92	110.44	29.21
EBITDA증가율	8.29	(15.34)	14.06	17.37	7.68
영업이익증가율	10.52	(66.33)	49.95	110.34	29.22
(지배주주)순이익증가율	150.00	적전	적지	흑전	112.30
EPS증가율	152.63	적전	적지	흑전	112.22
수익성(%)					
매출총이익률	9.55	8.12	8.40	9.57	10.11
EBITDA이익률	9.26	7.47	8.02	8.97	9.30
영업이익률	2.98	0.96	1.35	2.70	3.36
계속사업이익률	0.69	(3.49)	(0.79)	0.57	1.17

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	96	(676)	(119)	90	191
BPS	4,445	4,206	4,086	4,176	4,367
CFPS	1,787	1,581	1,082	1,295	1,392
EBITDAPS	1,652	1,390	1,255	1,473	1,586
SPS	17,837	18,607	15,644	16,423	17,057
DPS	316	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	75.94	(5.93)	(28.53)	37.72	17.77
PBR	1.64	0.95	0.83	0.81	0.78
PCR	4.08	2.54	3.14	2.62	2.44
EV/EBITDA	8.40	7.54	7.11	5.92	5.31
PSR	0.41	0.22	0.22	0.21	0.20
재무비율(%)					
ROE	2.21	(13.90)	(2.87)	2.17	4.47
ROA	0.56	(3.66)	(0.79)	0.61	1.27
ROIC	2.11	1.56	1.61	3.36	4.37
부채비율	268.53	254.16	239.24	240.06	234.36
순부채비율	134.61	111.55	121.68	115.10	104.16

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,696.9	4,439.0	3,671.0	3,966.4	4,295.1
금융자산	809.5	1,369.9	508.1	645.9	846.4
현금성자산	778.6	1,346.5	484.0	621.3	821.3
매출채권	1,196.0	1,259.0	1,303.6	1,368.5	1,421.4
재고자산	1,140.4	1,241.2	1,264.6	1,327.6	1,378.9
기타유동자산	551.0	568.9	594.7	624.4	648.4
비유동자산	5,547.5	6,181.2	6,179.3	6,086.7	6,004.1
투자자산	91.9	113.5	120.1	125.8	130.5
금융자산	11.3	18.2	19.0	19.6	20.2
유형자산	2,716.5	2,863.7	2,800.8	2,741.5	2,687.9
무형자산	2,126.0	2,351.4	2,405.7	2,366.6	2,333.1
기타비유동자산	613.1	852.6	852.7	852.8	852.6
자산총계	9,244.4	10,620.3	9,850.4	10,053.0	10,299.2
유동부채	3,576.1	5,033.8	4,332.0	4,458.0	4,560.5
금융부채	1,475.9	2,583.7	1,909.7	1,917.3	1,923.4
매입채무	1,308.4	1,353.7	1,413.6	1,484.0	1,541.3
기타유동부채	791.8	1,096.4	1,008.7	1,056.7	1,095.8
비유동부채	3,159.8	2,587.7	2,614.7	2,638.8	2,658.4
금융부채	2,710.2	2,131.4	2,131.4	2,131.4	2,131.4
기타비유동부채	449.6	456.3	483.3	507.4	527.0
부채총계	6,735.9	7,621.5	6,946.7	7,096.8	7,218.9
지배주주지분	2,371.7	2,853.4	2,772.6	2,833.6	2,963.1
자본금	53.4	67.9	67.9	67.9	67.9
자본잉여금	(23.1)	561.0	561.0	561.0	561.0
자본조정	13.8	13.0	13.0	13.0	13.0
기타포괄이익누계액	224.4	510.1	510.1	510.1	510.1
이익잉여금	2,103.1	1,701.5	1,620.7	1,681.6	1,811.1
비지배주주지분	136.8	145.3	131.0	122.7	117.2
자본총계	2,508.5	2,998.7	2,903.6	2,956.3	3,080.3
순금융부채	3,376.6	3,345.2	3,533.1	3,402.7	3,208.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517.4	569.3	449.3	662.3	725.1
당기순이익	58.9	(358.6)	(84.2)	63.5	134.9
조정	652.0	897.1	643.4	619.3	606.9
감가상각비	598.4	651.2	708.6	698.4	687.2
외환거래손익	(53.7)	(62.3)	(58.9)	(67.2)	(68.4)
지분법손익	(12.5)	(12.8)	(13.3)	(13.8)	(14.3)
기타	119.8	321.0	7.0	1.9	2.4
영업활동 자산부채변동	(193.5)	30.8	(109.9)	(20.5)	(16.7)
투자활동 현금흐름	(677.3)	(732.7)	(653.0)	(539.0)	(536.6)
투자자산감소(증가)	148.5	121.9	(4.2)	(2.7)	(1.2)
자본증가(감소)	(481.2)	(385.6)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	(344.6)	(469.0)	(248.8)	(136.3)	(135.4)
재무활동 현금흐름	(309.4)	1,090.4	(673.9)	7.5	6.1
금융부채증가(감소)	(130.6)	528.9	(673.9)	7.5	6.1
자본증가(감소)	0.0	598.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.6	(0.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(180.4)	(36.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(469.3)	926.9	(1,397.7)	137.3	200.0
Unlevered CFO	954.0	849.8	734.3	879.1	945.1

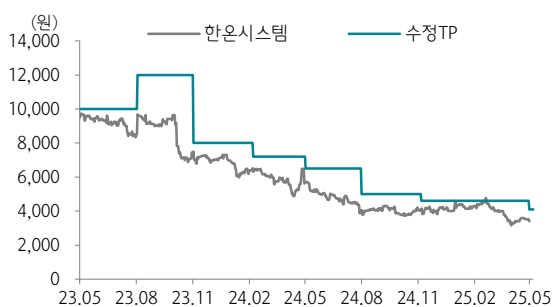
이자보상배율(배)	1.53	0.36	0.62	1.55	2.13
-----------	------	------	------	------	------

자료: 하나증권

Free Cash Flow	36.2	183.6	49.3	262.3	325.1
----------------	------	-------	------	-------	-------

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.8	Neutral	4,100		
24.11.13	Neutral	4,600	-12.50%	3.70%
24.8.8	Neutral	5,000	-19.90%	-13.80%
24.5.9	Neutral	6,500	-26.01%	-12.15%
24.2.14	Neutral	7,200	-18.91%	-9.86%
23.11.9	Neutral	8,000	-14.68%	-8.63%
23.8.10	BUY	12,000	-28.49%	-19.58%
22.11.9	Neutral	10,000	-10.53%	-2.70%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2025년 5월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 05일