



Neutral (유지)

목표주가(12M) 3,600원
현재주가(9.23) 3,175원

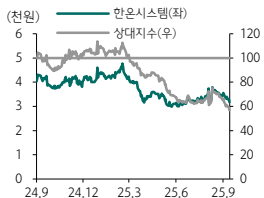
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,486.19
52주 최고/최저(원)	4,770/2,985
시가총액(십억원)	2,155.1
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	678,762.6
60일 평균 거래량(천주)	1,345.0
60일 평균 거래대금(십억원)	4.6
외국인지분율(%)	4.92
주요주주 지분율(%)	
한국타이어앤테크놀로지 외 2 인	54.77
한앤코오토홀딩스	21.63

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,809.5	11,361.6
영업이익(십억원)	167.0	284.1
순이익(십억원)	(64.0)	62.7
EPS(원)	(97)	90
BPS(원)	4,375	4,482

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,521.6	9,998.7	10,865.5	11,544.6
영업이익	283.6	95.5	205.1	319.6
세전이익	150.7	(329.7)	(45.4)	102.6
순이익	51.0	(363.3)	(37.5)	74.8
EPS	96	(676)	(55)	110
증감율	152.63	적전	적지	흑전
PER	75.94	(5.93)	(57.73)	28.86
PBR	1.64	0.95	0.77	0.75
EV/EBITDA	8.40	7.54	6.75	5.92
ROE	2.21	(13.90)	(1.32)	2.62
BPS	4,445	4,206	4,150	4,261
DPS	316	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2025년 09월 24일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

9천억원 유상증자

기존 소액주주들에 대한 배려도 필요

한온시스템에 대한 투자 의견 Neutral과 목표주가 3,600원을 유지한다. 목표주가는 유상증자에 대한 자세한 검토 후 재조정할 예정이다. 9월 23일 임시 주주총회에서 유상증자가 결정되었고, 증자 금액도 예상 범위였던 9,000억원이다. 증자 금액 중 8,000억원을 채무상환에 사용하면서 순차입금 규모가 3조원 이내로 감소하겠지만, 여전히 영업이익 규모에 비해 순이자비용의 부담이 있다. 실적/주가 하락에 이어 추가 증자 금액의 납부 혹은 지분을 희석이라는 상황을 맞이한 기존 소액주주들에 대한 배려도 필요해 보인다.

9천억원 규모의 유상증자를 결정. 예정 발행가액은 2,590원

한온시스템은 9월 23일 임시 주주총회에서 재무구조 개선을 위해 주주배정 후 실권주 일반 공모 방식의 유상증자를 결정했다.

신주 발행주식수는 3.47억주로 기존 발생주식수 6.79억주 대비 증자 비율이 51%이다. 신주의 예정 발행가액은 2,590원인데, 이는 9월 22일을 기산일로 하여 산정한 기존 주가 대비 할인을 15%를 적용한 것이다. 향후 확정 발행가액은 1차 발행가액(11월 11일)과 2차 발행가액(12월 16일) 중 낮은 가액으로 12월 16일 결정된다.

주주가 확정되는 신주배정 기준일은 11월 14일이다. 신주의 20%인 6,950만주는 우리사주 조합에 우선 배정되는데, 청약일은 12월 19일이다. 나머지 80%인 2억 7,800만주는 구주주에 배정된 후 실권주가 발생하면 일반공모를 진행한다. 구주주는 기존 보유주식 1주당 약 0.4096482585주를 배정받게 된다. 구주주 청약일은 12월 19일~22일이고, 실권주에 대한 일반공모 청약일은 12월 24일~26일이다. 청약금 납입일은 12월 30일이고, 신주의 상장일은 2026년 1월 12일로 예정되어 있다.

신주를 통해 모집되는 총액은 9,000억원이다. 이 중 8,000억원은 채무상환에 사용될 예정이고, 나머지 1,000억원은 운영자금과 시설자금 등으로 사용된다.

순차입금 규모가 현재 3.88조원에서 연말 3.0조원 이하로 하락

한온시스템의 9천억원 증자는 하나증권이 예상했던 범위(0.8조원~1.0조원)이다. 한온시스템은 상반기 영업이익이 854억원, EBITDA가 4,419억원인데 비해 상반기 순이자비용은 1,000억원, Capex가 1,540억원이었다. 상반기말 기준으로 순차입금이 3.88조원, 부채비율 256%였는데, 주요 채권자들과 맺은 차입금에 대한 약정 사항(레버리지 비율 4.0배, 부채비율 225% 이하)으로 순차입금 규모를 3조원 이하로 낮춰야 했다. 이번 증자 중 8천억원과 하반기 창출되는 EBITDA를 차입금 상환에 사용하면 순차입금이 3조원 이하로 하락할 것이다.

한편, 유상증자에 우리사주가 전액 청약하고, 구주주 배정분 중 한국타이어앤테크놀로지는 참여(청약금액으로 3,944억원 납입 예상)하지만, 2대 주주인 한앤코오토홀딩스가 청약하지 않는다고 가정하면, 유상증자 후 주주구성은 한국타이어앤테크놀로지 51.1%, 한앤코오토홀딩스 14.3%(참여시 20.2%), 우리사주 6.8%, 기타주주 27.8% 등으로 예상된다.

도표 1. 한온시스템의 유상증자 내용

구분	내용	단위	비고
증자 방식	주주배정후 실권주 일반공모		
신주 발행주식수	347,500	천주	
증자전 발행주식수	678,763	천주	
증자 비율	51%		
신주 발행가액 (예상)	2,590	원	15% 할인
1차 발행가액 확정	2025/11/11		
신주배정 기준일	2025/11/14		주주확정
최종 확정일	2025/12/16		
청약이 금지되는 공매도 거래 기간	2025/9/24~12/16		
우리사주 청약예정일	2025/12/19		20% 우선 배정
구주주 청약예정일	2025/12/19~12/22		1주당 0.4096482585주
일반공모 청약예정일	2025/12/24~12/26		우리사주/구주주 실권주 발생시
납입일	2025/12/30		
신주 상장일	2026/1/12		
모집총액	900.0	십억원	
채무상환	800.0	십억원	
운영자금	51.2	십억원	
시설자금	48.8	십억원	
발행제비용	4.4	십억원	

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 2. 한온시스템 유상증자 전후의 주요주주 지분율 예상

(단위: 천주)

구분	증자 전		증자 후 (한앤코 미참여시)		증자 후 (한앤코 참여시)	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
총 주식수	678,763	100.0%	1,026,263	100.0%	1,026,263	100.0%
한국타이어앤테크놀로지	371,768	54.8%	524,061	51.1%	524,061	51.1%
한앤코오토홀딩스	146,795	21.6%	146,795	14.3%	206,929	20.2%
자기주식	132	0.0%	132	0.0%	132	0.0%
우리사주	0	0.0%	69,500	6.8%	69,500	6.8%
기타	160,068	23.6%	285,774	27.8%	225,640	22.0%

주: 증자 후 지분율은 한국타이어앤테크놀로지는 참여, 한앤코오토홀딩스는 미참여/참여를 가정한 것임

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 3. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,403	2,560	2,500	2,536	2,617	2,858	2,710	2,680	8,628	9,559	9,999	10,866	11,545
매출총이익	222	233	250	107	190	254	245	267	847	910	812	956	1,092
판관비	154	161	157	245	169	190	192	200	590	626	717	751	773
영업이익	68	72	94	(138)	21	64	54	66	257	284	96	205	320
세전이익	21	(33)	(16)	(312)	(17)	(26)	(9)	6	97	144	(339)	(45)	103
순이익	10	(31)	(19)	(318)	(23)	(15)	(6)	5	27	59	(359)	(39)	78
지배주주순이익	8	(34)	(22)	(316)	(24)	(16)	(6)	9	20	51	(363)	(38)	75
Growth													
매출액	3	5	7	5	9	12	8	6	17	11	5	9	6
영업이익	13	(50)	362	적전	(68)	(10)	(44)	흑전	(21)	11	(66)	115	56
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	8.9	9.1	9.9	9.8	9.5	8.1	8.8	9.5
영업이익률	2.8	2.8	3.7	(5.4)	0.8	2.3	2.0	2.5	3.0	3.0	1.0	1.9	2.8
순이익률	0.4	(1.2)	(0.8)	(12.5)	(0.9)	(0.5)	(0.2)	0.2	0.3	0.6	(3.6)	(0.4)	0.7

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 4. 한온시스템의 2015년~2025년 상반기 재무제표 추이

(단위: 십억원, 배)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	상반기
매출액	5,558	5,704	5,586	5,938	7,154	6,873	7,351	8,602	9,522	9,999		5,476
영업이익	360	423	468	434	484	316	326	263	284	96		85
(영업이익률)	6.5%	7.4%	8.4%	7.3%	6.8%	4.6%	4.4%	3.1%	3.0%	1.0%		1.6%
총상각비용	174	186	202	268	381	468	509	558	598	649		357
EBITDA	534	609	670	701	865	784	834	821	882	745		442
(EBITDA 마진)	9.6%	10.7%	12.0%	11.8%	12.1%	11.4%	11.3%	9.5%	9.3%	7.4%		8.1%
순이자비용	6	15	11	18	63	85	79	93	157	230		100
이자보상배율	58.0	27.6	42.2	24.6	7.7	3.7	4.1	2.8	1.8	0.4		0.9
레버리지 비율	-0.1	0.4	0.2	0.9	2.4	2.6	2.8	3.5	3.8	4.3		n/a
지배순이익	231	292	289	278	319	110	309	20	51	-339		-40
자산총계	3,459	3,860	4,120	5,356	7,082	7,807	8,234	9,099	9,244	10,620		10,314
유형자산	1,093	1,178	1,262	1,552	2,130	2,224	2,336	2,371	2,717	2,864		2,729
무형자산	207	350	438	564	1,593	1,622	1,790	1,923	2,126	2,351		2,334
부채총계	1,660	1,975	2,088	3,224	4,745	5,568	5,757	6,729	6,736	7,622		7,427
순차입금	-49	231	132	637	2,045	2,073	2,319	2,844	3,368	3,211		3,883
자본총계	1,799	1,885	2,031	2,132	2,338	2,239	2,477	2,370	2,508	2,999		2,887
부채비율	92%	105%	103%	151%	203%	249%	232%	284%	269%	254%		257%
ROE	13.3%	15.9%	14.7%	13.3%	14.3%	4.8%	13.1%	0.8%	2.1%	-12.3%		n/a
현금배당금	104	120	163	171	171	171	192	192	169	0		0
배당성향	38%	52%	56%	59%	62%	54%	174%	62%	826%	0%		0%

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 5. 한온시스템의 2015년~2025년 상반기 FCF 추이

(단위: 십억원)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	상반기
EBIT	360	423	468	434	484	316	326	263	284	96		85
+ 감가상각비	170	176	181	234	312	360	375	398	418	443		193
+ 무형자산상각비	4	10	21	34	69	108	134	159	180	208		163
EBITA	533	609	670	701	865	784	834	820	882	747		442
- EBIT에 대한 세금	-106	-114	-137	-110	-101	-60	-40	-186	-167	6		10
- CAPEX	-227	-250	-322	-420	-441	-402	-388	-385	-481	-386		-162
- 순운전자본 증가	37	-135	55	-109	-164	239	-136	-205	-110	127		-91
FCF	237	111	266	63	159	561	270	44	124	493		200
현금배당금	104	120	163	171	171	171	192	192	169	0		0
(현금배당/FCF)	44%	108%	61%	269%	108%	30%	71%	437%	136%	0%		0%
순이자비용	6	15	11	18	63	85	79	93	157	230		100
(순이자비용/FCF)	3%	14%	4%	28%	39%	15%	29%	211%	127%	47%		50%

자료: 한온시스템, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,521.6	9,998.7	10,865.5	11,544.6	12,136.7
매출원가	8,612.0	9,186.5	9,909.4	10,452.3	10,932.7
매출총이익	909.6	812.2	956.1	1,092.3	1,204.0
판매비	626.0	716.6	750.9	772.7	793.4
영업이익	283.6	95.5	205.1	319.6	410.5
금융손익	(87.0)	(280.8)	(218.6)	(195.0)	(190.1)
중속/관계기업손익	12.5	12.8	13.0	13.1	13.2
기타영업외손익	(58.3)	(157.2)	(44.9)	(35.1)	(33.6)
세전이익	150.7	(329.7)	(45.4)	102.6	200.0
법인세	84.8	19.6	(6.4)	24.6	48.0
계속사업이익	65.9	(349.3)	(39.1)	77.9	152.0
중단사업이익	(7.0)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.9	(358.6)	(39.1)	77.9	152.0
비배주주지분 순이익	7.9	4.7	(1.6)	3.1	6.1
지배주주순이익	51.0	(363.3)	(37.5)	74.8	145.9
지배주주지분포괄이익	314.4	(79.6)	(51.6)	103.0	200.8
NOPAT	124.1	101.2	176.4	242.9	312.0
EBITDA	882.0	746.7	913.7	1,017.9	1,097.7
성장성(%)					
매출액증가율	10.36	5.01	8.67	6.25	5.13
NOPAT증가율	75.78	(18.45)	74.31	37.70	28.45
EBITDA증가율	8.29	(15.34)	22.37	11.40	7.84
영업이익증가율	10.52	(66.33)	114.76	55.83	28.44
(지배주주)순이익증가율	150.00	적전	적지	흑전	95.05
EPS증가율	152.63	적전	적지	흑전	95.45
수익성(%)					
매출총이익률	9.55	8.12	8.80	9.46	9.92
EBITDA이익률	9.26	7.47	8.41	8.82	9.04
영업이익률	2.98	0.96	1.89	2.77	3.38
계속사업이익률	0.69	(3.49)	(0.36)	0.67	1.25

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	96	(676)	(55)	110	215
BPS	4,445	4,206	4,150	4,261	4,476
CFPS	1,787	1,581	1,173	1,321	1,423
EBITDAPS	1,652	1,390	1,346	1,500	1,617
SPS	17,837	18,607	16,008	17,008	17,881
DPS	316	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	75.94	(5.93)	(68.00)	34.00	17.40
PBR	1.64	0.95	0.90	0.88	0.84
PCFR	4.08	2.54	3.19	2.83	2.63
EV/EBITDA	8.40	7.54	6.75	5.92	5.30
PSR	0.41	0.22	0.23	0.22	0.21
재무비율(%)					
ROE	2.21	(13.90)	(1.32)	2.62	4.92
ROA	0.56	(3.66)	(0.36)	0.74	1.41
ROIC	2.11	1.56	2.61	3.57	4.61
부채비율	268.53	254.16	237.95	239.05	233.68
순부채비율	134.61	111.55	118.61	111.36	99.89
이자보상배율(배)	1.53	0.36	0.90	1.64	2.25

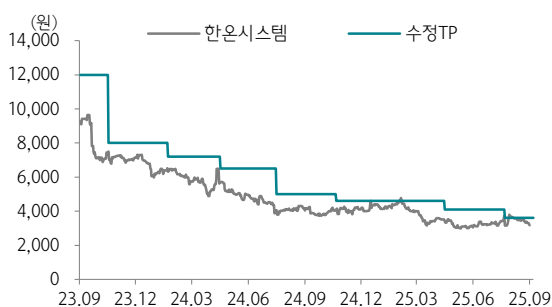
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,696.9	4,439.0	3,783.6	4,134.4	4,524.4
금융자산	809.5	1,369.9	547.1	695.7	909.3
현금성자산	778.6	1,346.5	522.8	670.6	883.6
매출채권	1,196.0	1,259.0	1,333.9	1,417.3	1,490.0
재고자산	1,140.4	1,241.2	1,294.0	1,374.9	1,445.4
기타유동자산	551.0	568.9	608.6	646.5	679.7
비유동자산	5,547.5	6,181.2	6,182.0	6,090.9	6,010.1
투자자산	91.9	113.5	122.8	130.1	136.5
금융자산	11.3	18.2	19.3	20.1	20.8
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	852.7	852.6
자산총계	9,244.4	10,620.3	9,965.6	10,225.3	10,534.5
유동부채	3,576.1	5,033.8	4,390.8	4,552.6	4,693.7
금융부채	1,475.9	2,583.7	1,913.2	1,922.9	1,931.3
매입채무	1,308.4	1,353.7	1,446.4	1,536.8	1,615.7
기타유동부채	791.8	1,096.4	1,031.2	1,092.9	1,146.7
비유동부채	3,159.8	2,587.7	2,625.9	2,656.8	2,683.8
금융부채	2,710.2	2,131.4	2,131.4	2,131.4	2,131.4
기타비유동부채	449.6	456.3	494.5	525.4	552.4
부채총계	6,735.9	7,621.5	7,016.8	7,209.4	7,377.5
지배주주지분	2,371.7	2,853.4	2,816.0	2,890.8	3,036.7
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	1,664.0	1,738.9	1,884.8
비지배주주지분	136.8	145.3	132.8	125.1	120.3
자본총계	2,508.5	2,998.7	2,948.8	3,015.9	3,157.0
순금융부채	3,376.6	3,345.2	3,497.5	3,358.6	3,153.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517.4	569.3	484.7	671.0	736.3
당기순이익	58.9	(358.6)	(39.1)	77.9	152.0
조정	652.0	897.1	643.3	619.4	607.2
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)	(13.0)	(13.1)	(13.2)
기타	119.8	321.0	6.6	1.3	1.6
영업활동 자산부채변동	(193.5)	30.8	(119.5)	(26.3)	(22.9)
투자활동 현금흐름	(677.3)	(732.7)	(655.8)	(540.9)	(538.9)
투자자산감소(증가)	148.5	121.9	(7.2)	(5.1)	(4.0)
자본증가(감소)	(481.2)	(385.6)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	(344.6)	(469.0)	(248.6)	(135.8)	(134.9)
재무활동 현금흐름	(309.4)	1,090.4	(670.4)	9.7	8.4
금융부채증가(감소)	(130.6)	528.9	(670.4)	9.7	8.4
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	(1,358.9)	147.8	213.0
Unlevered CFO	954.0	849.8	795.9	896.9	966.0
Free Cash Flow	36.2	183.6	84.7	271.0	336.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.14	Neutral	3,600		
25.5.8	Neutral	4,100	-21.15%	-8.78%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 9월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2025년 9월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 20일