



Neutral (유지)

목표주가(12M) 4,400원 (상향)
현재주가(10.29) 4,265원

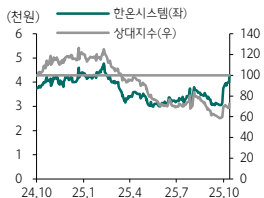
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,081.15
52주 최고/최저(원)	4,770/2,985
시가총액(십억원)	2,894.9
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	678,762.6
60일 평균 거래량(천주)	1,705.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.1
외국인지분율(%)	5.25
주요주주 지분율(%)	
한국타이어앤테크놀로지 외 9 인	54.79
한앤코오토홀딩스	21.63

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,861.1	11,460.6
영업이익(십억원)	187.3	294.3
순이익(십억원)	(48.3)	77.7
EPS(원)	(74)	125
BPS(원)	4,444	4,766

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,521.6	9,998.7	10,860.8	11,539.5
영업이익	283.6	95.5	265.9	373.1
세전이익	150.7	(329.7)	77.9	187.1
순이익	51.0	(363.3)	64.3	136.5
EPS	96	(676)	95	201
증감율	152.63	적전	흑전	111.58
PER	75.94	(5.93)	41.95	19.83
PBR	1.64	0.95	0.93	0.89
EV/EBITDA	8.40	7.54	6.24	5.46
ROE	2.21	(13.90)	2.23	4.57
BPS	4,445	4,206	4,300	4,502
DPS	316	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2025년 10월 30일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

실적 개선의 방향성은 맞고, 주가는 속도가 중요

개선의 방향성은 맞지만, 주가가 이를 반영 중. 개선의 속도가 중요

한온시스템에 대한 투자자의견 Neutral을 유지한 가운데, 목표주가는 수익추정 상향과 이를 감안한 목표 P/B의 조정(0.9배→1.0배)을 반영하여 기존 3,600원에서 신규 4,400원으로 상향한다. 3분기 실적은 고객사 리커버리, 수익성 개선 활동, 그리고 환율 상승 등으로 시장 기대치를 크게 상회했다. 수익성 개선 활동들이 효과를 발휘하고, 대규모 유상증자(발행가액 확정)는 12월 16일, 신주상장은 2026년 1월 12일, 주식수 +51%)를 통해 재무구조도 개선되면서 실적 및 기업가치는 회복되는 방향으로 진입했다는 판단이다. 다만, 여전히 영업이익 대비 높은 이자비용 부담과 유상증자 후 주식수 증가 등을 고려할 때 주가 측면에서는 밸류 에이션이 높다(현재 P/E 20배). 실적 개선의 속도가 주가의 핵심 동인이 될 것이다.

3Q25 Review: 영업이익률 3.5% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 크게 상회했다(영업이익 기준 +76%). 3분기 매출액/영업이익은 8%/2% (YoY) 증가한 2.71조원/953억원(영업이익률 3.5%, -0.2%p (YoY))을 기록했다. 물량 증가와 환율 상승, 그리고 고객사 리커버리 등으로 외형이 성장했다. 지역별로는 중국(-9%)이 부진했지만, 한국(+18%)/북미(+7%)/유럽(+7%)은 증가했다. 매출원가율은 0.6%p (YoY), 1.7%p (QoQ) 하락한 89.4%, 판관비율은 0.8%p (YoY), 0.5%p (QoQ) 상승한 7.1%를 기록했다. 공급망 내 비용 압력, R&D 투자의 비용처리 비용 상승(기존 59%→3Q25 39%, +383억원) 등이 부정적이었지만, 매출액 증가와 환율 상승, 그리고 수익성 개선 활동(원가절감/운영효율화/리커버리/판가인상) 등이 긍정적인 기여를 했다. 관세 비용은 약 500억원이 발생했지만, 고객사들로부터 95% 보전을 받았다. 결과로 영업이익률은 -0.2%p (YoY), +1.3%p (QoQ) 변동한 3.5%를 기록했다. 만약 R&D의 자산화 범위를 축소할 영향을 제거했을 경우의 영업이익은 1,336억원, 영업이익률은 4.9%였을 것이다(3Q25 누적 영업이익률은 2.2% vs. R&D 자산화 축소 효과 제거시 3.4%). 영업외로 외환이익(509억원)과 순이자비용(513억원) 등이 상쇄되면서 순이익은 553억원이었다. 3분기 누적 주주는 5.68억달러(재주주 2.26억달러, 신규주주 3.42억달러, xEV 비중 66%)로 연간 목표치 15억달러 대비 38% 달성률이다. 3분기말 기준 순차입금은 3.96조원, 부채비율은 246%이다.

컨퍼런스 콜의 주요 내용: 수익성 개선 활동은 지속하고, 추가 증자는 없을 것

한온시스템은 수익성 개선 활동을 지속하고 있다고 밝혔다. 현재 91% 수준인 매출원가율을 장기적으로 85%까지 낮추는 것을 목표 중인데, 관련하여 ① 인력의 20% 구조조정(-2%p 목표)과 공장/창고 통합 등을 통한 운영 효율화(-1%p), ② 주요 원자재 단가 인하와 저렴한 신규 거래선 발굴 등으로 재료비 하락(-2%p) 및 물류 합리화(-1%p) 등을 추진 중이다. 관련하여 3분기에는 1분기에 비해 매출액 대비 인건비/재료비/물류비 비율이 하락했다고 밝혔다. 낮아진 원가구조는 신규 주주시 가격 경쟁력으로 이어져 주주 활동에도 기여할 것으로 기대 중이다. 예정된 유상증자에 이어 추가적인 증자 계획은 없다고 밝혔다.

도표 1. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,403	2,560	2,500	2,536	2,617	2,858	2,706	2,680	8,628	9,559	9,999	10,861	11,540
매출총이익	222	233	250	107	190	254	288	285	847	910	812	1,017	1,155
판매비	154	161	157	245	169	190	192	200	590	626	717	751	782
영업이익	68	72	94	(138)	21	64	95	85	257	284	96	266	373
세전이익	21	(33)	(16)	(312)	(17)	(26)	91	30	97	144	(339)	78	187
순이익	10	(31)	(19)	(318)	(23)	(15)	55	49	27	59	(359)	67	142
지배주주순이익	8	(34)	(22)	(316)	(24)	(16)	55	50	20	51	(363)	64	136
Growth													
매출액	3	5	7	5	9	12	8	6	17	11	5	9	6
영업이익	13	(50)	362	적전	(68)	(10)	(1)	흑전	(21)	11	(66)	178	40
순이익	(81)	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	(93)	149	적전	흑전	112
Margin													
매출총이익률	9.2	9.1	10.0	4.2	7.3	8.9	10.6	10.6	9.8	9.5	8.1	9.4	10.0
영업이익률	2.8	2.8	3.7	(5.4)	0.8	2.3	3.5	3.2	3.0	3.0	1.0	2.4	3.2
순이익률	0.4	(1.2)	(0.8)	(12.5)	(0.9)	(0.5)	2.0	1.8	0.3	0.6	(3.6)	0.6	1.2

자료: 한온시스템, 하나증권

도표 2. 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

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,521.6	9,998.7	10,860.8	11,539.5	12,131.4
매출원가	8,612.0	9,186.5	9,843.6	10,384.9	10,835.9
매출총이익	909.6	812.2	1,017.2	1,154.6	1,295.5
판매비	626.0	716.6	751.3	781.5	811.6
영업이익	283.6	95.5	265.9	373.1	483.8
금융손익	(87.0)	(280.8)	(205.3)	(188.2)	(178.9)
중속/관계기업손익	12.5	12.8	12.0	12.1	12.2
기타영업외손익	(58.3)	(157.2)	5.4	(10.0)	(10.1)
세전이익	150.7	(329.7)	77.9	187.1	307.0
법인세	84.8	19.6	10.9	44.9	73.7
계속사업이익	65.9	(349.3)	67.0	142.2	233.3
중단사업이익	(7.0)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.9	(358.6)	67.0	142.2	233.3
비배주주지분 순이익	7.9	4.7	2.7	5.7	9.3
지배주주순이익	51.0	(363.3)	64.3	136.5	224.0
지배주주지분포괄이익	314.4	(79.6)	88.5	187.8	308.2
NOPAT	124.1	101.2	228.7	283.5	367.7
EBITDA	882.0	746.7	983.3	1,078.3	1,174.0
성장성(%)					
매출액증가율	10.36	5.01	8.62	6.25	5.13
NOPAT증가율	75.78	(18.45)	125.99	23.96	29.70
EBITDA증가율	8.29	(15.34)	31.69	9.66	8.88
영업이익증가율	10.52	(66.33)	178.43	40.32	29.67
(지배주주)순이익증가율	150.00	적전	흑전	112.29	64.10
EPS증가율	152.63	적전	흑전	111.58	64.18
수익성(%)					
매출총이익률	9.55	8.12	9.37	10.01	10.68
EBITDA이익률	9.26	7.47	9.05	9.34	9.68
영업이익률	2.98	0.96	2.45	3.23	3.99
계속사업이익률	0.69	(3.49)	0.62	1.23	1.92

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	96	(676)	95	201	330
BPS	4,445	4,206	4,300	4,502	4,831
CFPS	1,787	1,581	1,305	1,432	1,550
EBITDAPS	1,652	1,390	1,449	1,589	1,730
SPS	17,837	18,607	16,001	17,001	17,873
DPS	316	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	75.94	(5.93)	41.95	19.83	12.08
PBR	1.64	0.95	0.93	0.89	0.82
PCFR	4.08	2.54	3.05	2.78	2.57
EV/EBITDA	8.40	7.54	6.24	5.46	4.74
PSR	0.41	0.22	0.25	0.23	0.22
재무비율(%)					
ROE	2.21	(13.90)	2.23	4.57	7.07
ROA	0.56	(3.66)	0.62	1.33	2.12
ROIC	2.11	1.56	3.41	4.24	5.56
부채비율	268.53	254.16	229.64	226.23	216.39
순부채비율	134.61	111.55	107.94	95.80	80.03
이자보상배율(배)	1.53	0.36	1.16	1.88	2.59

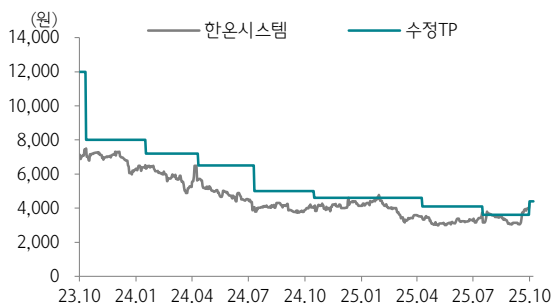
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,696.9	4,439.0	3,982.2	4,439.1	4,948.3
금융자산	809.5	1,369.9	747.2	1,001.9	1,334.8
현금성자산	778.6	1,346.5	722.9	976.8	1,309.1
매출채권	1,196.0	1,259.0	1,333.3	1,416.7	1,489.3
재고자산	1,140.4	1,241.2	1,293.5	1,374.3	1,444.8
기타유동자산	551.0	568.9	608.2	646.2	679.4
비유동자산	5,547.5	6,181.2	6,088.1	5,955.1	5,836.3
투자자산	91.9	113.5	122.8	130.1	136.4
금융자산	11.3	18.2	19.3	20.1	20.8
유형자산	2,716.5	2,863.7	2,706.9	2,605.8	2,514.1
무형자산	2,126.0	2,351.4	2,405.7	2,366.6	2,333.1
기타비유동자산	613.1	852.6	852.7	852.6	852.7
자산총계	9,244.4	10,620.3	10,070.3	10,394.2	10,784.6
유동부채	3,576.1	5,033.8	4,389.7	4,551.4	4,692.4
금융부채	1,475.9	2,583.7	1,913.2	1,922.8	1,931.2
매입채무	1,308.4	1,353.7	1,445.8	1,536.2	1,615.0
기타유동부채	791.8	1,096.4	1,030.7	1,092.4	1,146.2
비유동부채	3,159.8	2,587.7	2,625.7	2,656.6	2,683.6
금융부채	2,710.2	2,131.4	2,131.4	2,131.4	2,131.4
기타비유동부채	449.6	456.3	494.3	525.2	552.2
부채총계	6,735.9	7,621.5	7,015.4	7,208.0	7,376.0
지배주주지분	2,371.7	2,853.4	2,917.8	3,054.3	3,278.3
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	1,765.9	1,902.4	2,126.3
비지배주주지분	136.8	145.3	137.1	131.9	130.4
자본총계	2,508.5	2,998.7	3,054.9	3,186.2	3,408.7
순금융부채	3,376.6	3,345.2	3,297.4	3,052.4	2,727.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517.4	569.3	558.0	728.8	802.5
당기순이익	58.9	(358.6)	67.0	142.2	233.3
조정	652.0	897.1	610.3	612.9	592.1
감가상각비	598.4	651.2	717.4	705.3	690.2
외환거래손익	(53.7)	(62.3)	(101.7)	(81.5)	(87.4)
지분법손익	(12.5)	(12.8)	(12.0)	(12.1)	(12.2)
기타	119.8	321.0	6.6	1.2	1.5
영업활동 자산·부채변동	(193.5)	30.8	(119.3)	(26.3)	(22.9)
투자활동 현금흐름	(677.3)	(732.7)	(528.9)	(492.5)	(485.8)
투자자산감소(증가)	148.5	121.9	(8.1)	(6.1)	(5.0)
자본증가(감소)	(481.2)	(385.6)	(315.0)	(365.0)	(365.0)
기타	(344.6)	(469.0)	(205.8)	(121.4)	(115.8)
재무활동 현금흐름	(309.4)	1,090.4	(670.5)	9.7	8.4
금융부채증가(감소)	(130.6)	528.9	(670.5)	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	(1,158.8)	253.9	332.3
Unlevered CFO	954.0	849.8	885.5	972.3	1,052.3
Free Cash Flow	36.2	183.6	243.0	363.8	437.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.30	Neutral	4,400		
25.8.14	Neutral	3,600	-3.81%	10.83%
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 10월 30일 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 10월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 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	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 10월 26일