

한온시스템 (018880.KS)

3Q25 Review: 더 이상의 유증은 없다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

5,250 원(유지)

현재주가

4,265 원(10/29)

시가총액

2,895(십억원)

이재일 CFA _ lee.jae-il@eugenefn.com

- 동사의 3분기 실적은 매출액 2.7조원(+8.2%yoy), 영업이익 953억원(+1.7%yoy), 지배이익 553억원(흑전yoy)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스를 대폭 상회함
- 예상보다 빠른 실적 정상화: 3분기 실적 호조의 원인은 고객사의 물량 증가와 우호적 환율효과, 예상보다 원활했던 관세 리버커리 협상임. 총 관세 영향 500억원 중 약 95%의 비용을 고객사로부터 보전 받을 수 있었음. R&D 자산화 비용 축소 효과로 383억원의 비용이 추가 발생함. 리커버리 이익은 일회성 요인으로 볼 수 있으나 정확한 이익 기여 효과를 파악하기는 어려운데 1) 고객사별로 리커버리 방식의 차이가 있고(일시불 vs. 점진적 반영), 2)기타 비용 증감 요인에 대한 협상이 관세 리커버리에 영향을 받았기 때문(관세 보전 비용이 클 경우, 다른 원가 인상 요인을 덜 반영하는 등). 하지만, 전반적으로 대주주 변경 이후 원가율 개선과 수익성 회복 전략이 원활하게 작동하는 것으로 판단됨
- 더 이상의 유증은 없다: 회사는 가장 우려되는 사안 중 하나인 추가 유증에 대해서는 선을 그었음. 지난 9월 유상증자는 부채비를 조정과 신용등급 방어를 위해 대규모 유상 증자를 단행하였으나 안정된 재무 구조가 확보되었고 수익성도 개선, 중장기 자본수요까지 확보되었기 때문에 추가 유증 가능성은 낮다고 코멘트함
- 동사는 열관리 기술분야의 글로벌 리더로 전기차 뿐 아니라 xEV 전반에 대한 대응이 가능. 원가 부분에 있어 취약성 있었으나 대주주 변경 이후, 매출원가, 인건비, 물류비, 재료비 등 전반위적인 영역에 대해 원가 절감 정책을 취하고 있어 예상보다 빠른 개선 효과 나타나고 있음. 향후 사업 확장에 있어서도 폭 넓은 고객사를 보유하고 있는 한타와의 시너지가 예상됨. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5,250원을 유지함

주가(원, 10/29)	4,265
시가총액(십억원)	2,895

발행주식수	678,763천주
52주 최고가	4,815원
최저가	2,940원
52주 일간 Beta	0.93
60일 일평균거래대금	61억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025F)	0.0%

주주구성	
한국타이어앤테크놀로지 (외 11인)	76.4%
자사주 (외 1인)	0.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	38.7	18.8	9.5
상대기준	19.8	-40.3	-46.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	4,700	4,700	▲
영업이익(25)	271	188	▲
영업이익(26)	354	385	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	9,522	9,999	10,786	11,123
영업이익	284	96	271	354
세전손익	151	-330	134	427
지배이익	51	-363	79	320
EPS(원)	96	-535	116	388
증감률(%)	149.5	적전	흑전	235.2
PER(배)	76.3	na	36.9	11.0
ROE(%)	2.2	-13.9	3.0	12.3
PBR(배)	1.6	1.0	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	8.3	7.4	7.2	6.4

자료: 유진투자증권

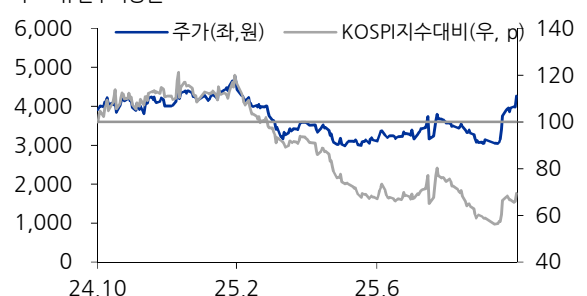


도표 1. 3Q25 Review

(단위: 십억원, (%, %p)	3Q25P					4Q25E			2024A	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	2,706	2,568	54	2,658	1.8	2,605	-3.7	2.7	9,999	10,786	7.9	11,123	3.1
영업이익	95	51	87.4	22	338.2	91	-5.0	흑전	96	271	183.8	354	30.6
세전이익	91	42	118.7	-35	흑전	86	-5.3	흑전	-330	134	흑전	427	217.3
지배이익	55	30	82.3	-45	흑전	64	17.6	흑전	-363	79	흑전	320	306.8
영업이익률	3.5	2.0	1.5	0.8	2.7	3.5	0.0	8.9	1.0	2.5	1.6	3.2	0.7
순이익률	2.0	1.2	0.8	-1.7	3.7	2.5	0.5	15.1	-3.6	0.8	4.4	2.9	2.2
EPS(원)	322	177	82.3	0		379	17.6	흑전	-535	116	흑전	388	235.2
BPS(원)	3,472	3,436	1.1	3,629	-4.3	2,957	-14.8	-29.7	4,204	2,957	-29.7	3,345	13.1
ROE(%)	9.3	5.1	4.1	na		12.8	3.5	57.1	-13.9	3.0	16.9	12.3	9.3
PER(X)	13.2	24.1	-	na	-	11.3	-	-	na	36.9	-	11.0	-
PBR(X)	1.2	1.2	-	1.2	-	1.4	-	-	1.0	1.4	-	1.3	-

자료: 한온시스템, 유진투자증권

주: EPS 는 annualized 기준

도표 2. 3Q25 잠정 실적

(십억원)	3Q25P	3Q24	2Q25	% yoy	% qoq	컨센서스	차이	당사추정치	차이
매출액	2,706	2,500	2,858	8.2	-5.3	2,658	1.8%	2,568	5.4%
영업이익	95	74	64	28.7	48.2	22	338.2%	51	86.9%
세전이익	91	39	-26	131.8	흑자전환	-35	흑자전환	9	912.1%
지배이익	55	28	-16	94.0	흑자전환	-45	흑자전환	5	993.5%
% of Sales									
영업이익	3.5%	3.0%	2.2%			0.8%		2.0%	
세전이익	3.4%	1.6%	-0.9%			-1.3%		0.4%	
지배이익	2.0%	1.1%	-0.6%			-1.7%		0.2%	

자료: 한온시스템, 유진투자증권



도표 3. 한온시스템 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	10,786	11,123	10,320	10,789	4.5%	3.1%
영업이익	271	354	188	385	44.1%	-8.0%
세전이익	134	427	(1)	336	흑자전환	27.0%
지배이익	79	320	(9)	250	흑자전환	27.9%
% of Sales						
영업이익	2.5%	3.2%	1.8%	3.6%		
세전이익	1.2%	3.8%	0.0%	3.1%		
지배이익	0.7%	2.9%	-0.1%	2.3%		

자료: 한온시스템, 유진투자증권

도표 4. 한온시스템 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,858	2,706	2,605	9,999	10,786
유럽	852	869	775	786	838	915	839	818	3,282	3,409
미국	583	638	725	735	785	857	812	794	2,681	3,249
한국	664	737	675	685	681	772	731	650	2,761	2,833
아시아	306	316	325	330	314	314	325	343	1,276	1,296
매출원가	2,185	2,327	2,247	2,428	2,427	2,604	2,418	2,263	9,187	9,712
매출총이익	220	233	252	107	190	254	288	342	812	1,074
판관비	155	161	156	245	169	190	192	252	717	803
영업이익	65	72	96	-138	21	64	95	91	96	271
세전이익	21	-33	-7	-311	-17	-26	91	86	-330	134
지배이익	8	-34	-22	-316	-24	-16	55	64	-363	79
성장률(%)										
매출액	2.7	5.4	7.4	3.0	8.8	11.7	8.3	2.7	4.6	7.9
영업이익	8.5	-50.1	374.3	적자전환	-67.7	-10.2	-1.0	흑자전환	-65.5	183.8
지배이익	-81.1	적자전환	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환
이익률(%)										
매출총이익	9.2	9.1	10.1	4.2	7.3	8.9	10.6	13.1	8.1	10.0
영업이익	2.7	2.8	3.9	-5.4	0.8	2.2	3.5	3.5	1.0	2.5
지배이익	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-0.9	-0.6	2.0	2.5	-3.6	0.7

자료: 한온시스템, 유진투자증권



한온시스템(018880.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	9,244	10,620	9,841	10,363	10,824
유동자산	3,697	4,439	3,738	4,256	4,691
현금성자산	795	1,357	693	1,131	1,504
매출채권	1,288	1,349	1,370	1,402	1,434
재고자산	1,140	1,241	1,178	1,223	1,247
비유동자산	5,548	6,181	6,103	6,106	6,133
투자자산	705	966	1,079	1,123	1,169
유형자산	2,716	2,864	2,709	2,706	2,721
기타	2,126	2,351	2,314	2,277	2,243
부채총계	6,736	7,622	7,266	7,469	7,583
유동부채	3,576	5,034	4,666	4,849	4,941
매입채무	1,906	2,196	1,818	1,998	2,088
유동성이자부채	1,476	2,584	2,591	2,591	2,591
기타	194	254	257	259	262
비유동부채	3,160	2,588	2,600	2,620	2,641
비유동이자부채	2,710	2,131	2,092	2,092	2,092
기타	450	456	508	528	549
자본총계	2,508	2,999	2,574	2,894	3,241
지배지분	2,372	2,853	2,435	2,755	3,103
자본금	53	68	82	82	82
자본잉여금	(23)	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,779	2,099	2,446
기타	238	523	13	13	13
비지배지분	137	145	139	139	139
자본총계	2,508	2,999	2,574	2,894	3,241
총차입금	4,186	4,715	4,684	4,684	4,684
순차입금	3,391	3,358	3,991	3,553	3,179

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	517	569	59	1,089	1,047
당기순이익	59	(359)	84	328	356
자산상각비	598	651	686	655	654
기타비현금성손익	297	557	(719)	(8)	(8)
운전자본증감	(194)	31	(260)	101	32
매출채권감소(증가)	(21)	177	(212)	(31)	(32)
재고자산감소(증가)	(140)	(49)	52	(45)	(24)
매입채무증가(감소)	28	(221)	32	180	90
기타	(60)	123	(132)	(2)	(2)
투자현금	(677)	(733)	(695)	(654)	(675)
단기투자자산감소	24	1	(1)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	2	2	3	3
설비투자	481	386	367	445	465
유형자산처분	65	13	8	0	0
무형자산처분	(317)	(348)	(192)	(170)	(170)
재무현금	(480)	651	(5)	0	0
차입금증가	(295)	98	(14)	0	0
자본증가	(185)	552	14	0	0
배당금지급	185	46	0	0	0
현금 증감	(651)	568	(701)	436	371
기초현금	1,429	779	1,346	645	1,081
기말현금	779	1,346	645	1,081	1,453
Gross Cash flow	954	850	484	988	1,015
Gross Investment	895	703	954	550	642
Free Cash Flow	59	147	(470)	438	373

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,786	11,123	11,624
증가율(%)	10.4	5.0	7.9	3.1	4.5
매출원가	8,612	9,187	9,712	9,964	10,392
매출총이익	910	812	1,074	1,159	1,232
판매 및 일반관리비	626	717	803	896	841
기타영업손익	6	14	12	12	(6)
영업이익	284	96	271	354	391
증가율(%)	10.5	(66.3)	183.8	30.6	10.3
EBITDA	882	747	957	1,010	1,044
증가율(%)	8.3	(15.3)	28.2	5.5	3.4
영업외손익	(133)	(425)	(137)	72	72
이자수익	29	33	40	47	49
이자비용	186	265	234	233	233
지분법손익	12	13	8	7	7
기타영업손익	11	(207)	48	251	249
세전순이익	151	(330)	134	427	463
증가율(%)	55.1	적전	흑전	217.3	8.5
법인세비용	85	20	51	99	107
당기순이익	59	(359)	84	328	356
증가율(%)	120.2	적전	흑전	290.6	8.5
지배주주지분	51	(363)	79	320	348
증가율(%)	149.5	적전	흑전	306.8	8.8
비지배지분	8	5	5	8	8
EPS(원)	96	(535)	116	388	422
증가율(%)	149.5	적전	흑전	235.2	8.8
수정EPS(원)	96	(535)	116	388	422
증가율(%)	149.5	적전	흑전	235.2	8.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	96	(535)	116	388	422
BPS	4,443	4,204	2,957	3,345	3,767
DPS	316	0	0	0	150
밸류에이션(배, %)					
PER	76.3	n/a	36.9	11.0	10.1
PBR	1.6	1.0	1.4	1.3	1.1
EV/ EBITDA	8.3	7.4	7.2	6.4	5.8
배당수익율	4.3	0.0	n/a	n/a	3.5
PCR	4.1	3.2	6.0	3.6	3.5
수익성(%)					
영업이익율	3.0	1.0	2.5	3.2	3.4
EBITDA이익율	9.3	7.5	8.9	9.1	9.0
순이익율	0.6	(3.6)	0.8	2.9	3.1
ROE	2.2	(13.9)	3.0	12.3	11.9
ROIC	2.3	1.1	2.7	4.2	4.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	135.2	112.0	155.0	122.8	98.1
유동비율	103.4	88.2	80.1	87.8	94.9
이자보상배율	1.5	0.4	1.2	1.5	1.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	7.5	7.6	7.9	8.0	8.2
재고자산회전율	9.0	8.4	8.9	9.3	9.4
매입채무회전율	5.1	4.9	5.4	5.8	5.7



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

