

한온시스템 018880

끝나지 않았던 유상증자, 9월에 확인

2Q25P: 리커버리로 영업이익 컨센서스 상회

2Q25P 매출액 2.9조원(+11.7% 이하 YoY), 영업이익 640억원(-10.6%)로 컨센서스 영업이익 220억원을 194.9% 상회했다. 관세 및 연구개발비 증가 영향으로 비용 부담이 크게 작용했으나 유럽/미주/한국 물량 증가 및 고객사 리커버리가 상쇄한 점이 주요했다. 현대차그룹, GM, 유럽 폭스바겐향 매출 확대가 중국 로컬 및 중국 폭스바겐향 부진을 상쇄하며 외형 성장을 견인했다. 다만, 관세 비용 505억원 및 R&D 비용 자산화 범위 축소에 따른 연구개발비 증가 424억원으로 비용 부담이 확대됐다. 금분기 R&D 비용 자산화 비중은 40%(-12%p QoQ, -19%p YoY)으로 축소되며 연구개발비 부담이 전분기(약 220억원) 대비 증가했다.

2028년 중 OPM 5% 정상화 목표...긴 호흡으로 접근 필요

2025F 매출액 10.8조원(+8.1%), 영업이익 2,045억원(+119.8%)를 전망한다. 상반기와 동일하게 연중 연구개발비 자산화 범위 축소 영향(40% 수준 유지)으로 전년 대비 연구개발비 증가 부담은 지속될 전망이다. 관세 비용도 본격화되겠지만 고객사로 부터의 리커버리를 포함한 공급망 개편 효과를 감안하여 이익 추정치를 상향했다. 친환경차 매출 비중(2Q25 29%)은 하반기 메르세데스-벤츠, BMW의 2세대 EV 플랫폼 런칭으로 연간 30%까지 회복하며 긍정적 믹스 효과를 기대한다. 그럼에도 회사에서 제시하고 있는 정상 OPM 수준인 5%까지의 회복이 2028년에서야 가능한 점은 상당히 아쉬운 부분이다.

유상증자 계획 공시에 따른 실망감으로 주가 하락...9월 가시화

유상증자 계획 발표 수사공시로 주가는 15.5% 하락 마감했다. 9/23 임시주총 승인 이후에야 조달규모 및 방식 등이 확인 가능할 전망이다. 차입금(9,000억원)에 대한 약정 사항으로 부채비율(25F 225%, 26F 200%), 레버리지 비율(25~26F 4.0배) 충족이 필요한 상황이다. 27년까지의 현금흐름 부진 속에서 2Q25말 총 부채 7.4조원, 순차입금 규모가 3.9조원인 점을 감안 시 최소 4~5,000억원 규모의 자금조달이 필요하다. 유상증자 확정 및 구체화전까지 투자 의견 '중립'을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,628	9,522	9,999	10,810	11,236
영업이익	257	284	93	204	296
영업이익률(%)	3.0	3.0	1.0	1.9	2.6
세전이익	97	151	-330	-44	113
지배주주지분순이익	20	51	-363	-42	82
EPS(원)	38	96	-535	-70	121
증감률(%)	-93.4	149.5	적전	적지	흑전
ROE(%)	0.9	2.2	-13.9	-1.8	3.3
PER(배)	211.3	76.3	-7.5	-45.0	26.2
PBR(배)	1.9	1.6	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	8.8	8.3	8.1	7.0	6.4

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차장지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2025.08.18

중립(유지)

목표주가(유지)	3,600원
현재주가(08/14)	3,160원
상승여력	13.9%

Stock Data

KOSPI	3,225.7pt
시가총액(보통주)	2,145십억원
발행주식수	678,763천주
액면가	100원
자본금	68십억원
60일 평균거래량	1,286천주
60일 평균거래대금	4,202백만원
외국인 지분율	4.8%
52주 최고가	4,815원
52주 최저가	2,940원
주요주주	
한국타이어앤테크놀로지(외 4인)	76.4%
자사주(의 1인)	0.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-2.5	-3.2
3M	-10.4	-32.5
6M	-27.5	-52.0

주가차트

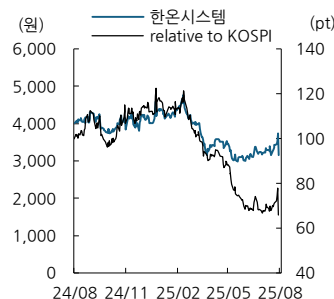


표1 한온시스템 2Q25P 실적 Review

(십억원, %)	2Q25P	1Q25	2Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	2,858	2,617	2,560	9.2	11.6	2,658	7.5	2,720	5.1
유럽	915	838	770	9.2	18.8			879	4.1
미주	857	785	717	9.2	19.6			830	3.3
한국	798	681	717	17.2	11.3			707	12.8
아시아	288	314	357	(8.2)	(19.2)			305	(5.4)
영업이익	64	21	72	203.7	(10.6)	22	194.9	23	181.5
OPM	2.2	0.8	2.8	1.4	(0.6)	0.8	1.4	0.8	1.4
지배순이익	(16)	(24)	(34)	적지	적지	(45)	적지	(18)	적지
NPM	(0.6)	(0.9)	(1.3)	0.3	0.8	(1.7)	1.1	(0.6)	0.1

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	10,625	10,999	10,810	11,236	1.7	2.1
영업이익	117	258	204	296	74.7	14.9
OPM	1.1	2.3	1.9	2.6	0.8	0.3
지배순이익	(79)	68	(42)	82	적지	21.4

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 한온시스템 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	증감률
매출액	2,405	2,560	2,500	2,536	2,617	2,858	2,598	2,736	10,000	10,810	11,236	8.1
유럽	769	770	775	786	838	915	857	930	3,100	3,540	3,911	14.2
미주	673	717	775	735	785	857	774	774	2,900	3,191	3,287	10.0
한국	673	717	625	685	681	798	725	791	2,700	2,995	3,249	10.9
아시아	289	357	325	330	314	288	241	240	1,300	1,084	789	(16.6)
영업이익	65	72	94	(138)	21	64	52	67	93	204	296	120
OPM	2.7	2.8	3.7	(5.4)	0.8	2.2	2.0	2.4	0.9	1.9	2.6	1.0
지배순이익	8	(34)	(22)	(316)	(24)	(16)	(7)	5	(363)	(42)	82	적지
NPM	0.3	(1.3)	(0.9)	(12.5)	(0.9)	(0.6)	(0.3)	0.2	(3.6)	(0.4)	0.7	3.2
YoY												
매출액	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	11.6	3.9	7.9	5.0	8.1	3.9	-
영업이익	8.5	(50.1)	361.9	적전	(67.7)	(10.6)	(44.1)	흑전	(67.2)	119.8	44.7	-
OPM	0.1	(3.1)	2.9	(7.9)	(1.9)	(0.6)	(1.7)	7.9	(2.0)	1.0	0.7	-
지배순이익	(81.1)	(131.8)	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표1 한온시스템 차입금 약정 사항

거래상대방	금액 (십억원)	약정사항			
		부채비율 (%)		레버리지 비율 (x)	
		2025	2026	2025	2026
수출입은행, KDB산업은행	450	225.0	220.0	-	-
NH농협은행	50	-	-	4.0 (2개년 합산)	
KDB산업은행	100	-	-	4.0 (2개년 합산)	
현대차증권, KB국민은행, 하나은행	300	-	-	-	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

주: 부채비율=총부채/총자본, 레버리지 비율=순차입금/EBITDA

표2 유상증자 예상 규모 추정

(십억원)	계산식	2Q25	25F	26F
① 부채비율 충족				
요구 부채비율 (%)	$c=a/b$	257	225	220
총부채	a	7,427	7,427	7,427
총자본	b	2,887	3,301	3,376
자금소요 (2Q25 대비)		-	414	489
② 레버리지 비율 충족				
요구 레버리지 비율 (x)	$h=g/f$	4.9	4.0	4.0
EBITDA	$f=d+e$	392.9	889.4	1,042.7
자산상각비	d	307.5	684.9	746.8
영업이익	e	85.4	204.5	295.9
순차입금	g	3,880.0	3,557.5	4,170.8
자금소요 (2Q25 대비)		-	323	-

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 부채비율 = 총부채/총자본, 레버리지 비율 = 순차입금/EBITDA

주2: 자금조달로 두 비율 동시 개선 가능해 ①, ② 합산이 아닌 더 큰 자금소요에 맞춘 증자 규모 진행 예상

[한온시스템 018880]

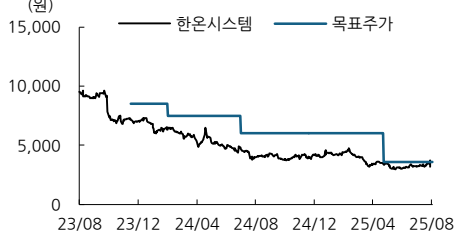
재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	4,195	3,697	4,439	3,951	3,958	매출액	8,628	9,522	9,999	10,810	11,236
현금 및 현금성자산	1,429	779	1,346	613	542	매출원가	7,781	8,612	9,187	9,880	10,177
매출채권 및 기타채권	1,262	1,288	1,349	1,543	1,530	매출총이익	847	910	812	930	1,058
재고자산	972	1,140	1,241	1,257	1,326	판매비 및 관리비	590	626	717	725	762
기타	531	490	502	539	561	영업이익	257	284	93	204	296
비유동자산	4,904	5,548	6,181	6,725	7,004	(EBITDA)	814	882	747	919	1,052
관계기업투자등	83	85	101	104	109	금융손익	-59	-93	-152	-122	-121
유형자산	2,371	2,716	2,864	3,113	3,136	이자비용	106	186	265	238	231
무형자산	1,923	2,126	2,351	2,551	2,763	관계기업등 투자손익	9	12	13	11	11
자산총계	9,099	9,244	10,620	10,677	10,962	기타영업외손익	-110	-52	-286	-137	-73
유동부채	4,021	3,576	5,034	5,243	5,502	세전계속사업이익	97	151	-330	-44	113
매입채무 및 기타채무	1,850	1,906	2,196	2,237	2,422	계속사업법인세비용	70	85	20	-1	28
단기금융부채	1,994	1,476	2,584	2,674	2,734	계속사업이익	27	66	-349	-44	85
기타유동부채	176	194	254	333	346	중단사업이익	0	-7	-9	0	0
비유동부채	2,708	3,160	2,588	2,768	2,929	당기순이익	27	59	-359	-44	85
장기금융부채	2,323	2,710	2,131	2,250	2,391	지배주주	20	51	-363	-42	82
기타비유동부채	385	450	456	518	539	총포괄이익	43	333	-359	-44	85
부채총계	6,729	6,736	7,622	8,012	8,432	매출총이익률 (%)	9.8	9.6	8.1	8.6	9.4
지배주주지분	2,236	2,372	2,853	2,518	2,383	영업이익률 (%)	3.0	3.0	1.0	1.9	2.6
자본금	53	53	68	68	68	EBITDA마진률 (%)	9.4	9.3	7.5	8.5	9.4
자본잉여금	-23	-23	561	561	561	당기순이익률 (%)	0.3	0.6	-3.6	-0.4	0.8
이익잉여금	2,243	2,103	1,702	1,652	1,517	ROA (%)	0.2	0.6	-3.7	-0.4	0.8
비지배주주지분(연결)	134	137	145	147	147	ROE (%)	0.9	2.2	-13.9	-1.8	3.3
자본총계	2,370	2,508	2,999	2,665	2,530	ROIC (%)	1.4	2.3	1.1	2.3	3.2

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	378	517	569	480	969	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	27	59	-359	-44	85	P/E	211.3	76.3	-7.5	-45.0	26.2
비현금수익비용가감	872	895	1,208	266	763	P/B	1.9	1.6	1.0	0.9	0.9
유형자산감가상각비	398	418	443	500	527	P/S	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	159	180	208	215	230	EV/EBITDA	8.8	8.3	8.1	7.0	6.4
기타현금수익비용	314	297	-33	-656	-16	P/CF	4.8	4.1	3.2	9.6	2.5
영업활동 자산부채변동	-373	-194	31	258	122	배당수익률 (%)	4.4	4.3	8.0	10.1	10.1
매출채권 감소(증가)	-218	-21	177	-201	13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-49	0	-68	매출액	17.4	10.4	5.0	8.1	3.9
매입채무 증가(감소)	239	28	-221	233	185	영업이익	-21.2	10.5	-66.3	114.0	44.7
기타자산 부채변동	-226	-60	123	226	-8	세전이익	-72.6	55.1	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-643	-677	-733	-1,234	-1,024	당기순이익	-91.4	120.2	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-375	-416	-372	-769	-550	EPS	-93.4	149.5	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-348	-382	-441	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-12	24	3	8	7	부채비율	283.9	268.5	254.2	300.6	333.3
기타투자활동	0	32	-16	-92	-39	유동비율	104.3	103.4	88.2	75.4	71.9
재무활동 현금	262	-480	651	20	-16	순차입금/자기자본(x)	121.4	135.2	112.0	161.5	180.9
차입금의 증가(감소)	456	-295	98	234	201	영업이익/금융비용(x)	2.4	1.5	0.4	0.9	1.3
자본의 증가(감소)	-194	-185	430	-214	-217	총차입금 (십억원)	4,317	4,186	4,715	4,924	5,125
배당금의 지급	194	185	169	214	217	순차입금 (십억원)	2,876	3,391	3,358	4,305	4,576
기타재무활동	0	0	122	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	25	-651	568	-734	-71	EPS	38	96	-535	-70	121
기초현금	1,404	1,429	779	1,346	613	BPS	4,189	4,443	4,204	3,710	3,511
기말현금	1,429	779	1,346	613	542	SPS	16,163	17,837	14,731	15,926	16,553
NOPLAT	71	124	69	148	222	CFPS	1,684	1,787	1,252	328	1,249
FCF	-117	83	148	-754	-54	DPS	360	316	320	320	320

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한온시스템 (018880) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-30	담당자변경				
2023-11-30	매수	8,500	-20.9	-14.0	
2024-02-15	매수	7,500	-27.3	-13.5	
2024-07-16	매수	6,000	-32.5	-20.5	
2024-09-03	매수	6,000	-33.1	-20.5	
2025-01-13	매수	6,000	-33.8	-20.5	
2025-05-09	유지	3,600	-10.2	3.9	
2025-07-07	유지	3,600	-8.4	3.9	
2025-08-18	보유	3,600			



투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	기준	산업	비고
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.