

자동차/부품

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

한온시스템 유증 공시,

1) 유증 참여 실익

2) 한국타이어 참여 규모

- 한온시스템 9,000억 유증. 채무상환 8,000억/운영 512억/시설 488억
- 지분희석률/실적 정상화 시점 감안 시, 유증 참여 실익 제한적이라 판단
- 한국타이어 유증 참여 예상규모는 4,700억~5,900억원으로 예상

한온시스템, 9,000억원(주당 2,590원) 규모 유증 공시

9/23일 주총/이사회 통해 한온시스템의 유증 규모 확인. 당사는 2Q25 실적 발표(8/14일) 당시 재무구조 개선/성장재원 확보 위한 유증을 예고한바 있음. 9,000억원(신주 3.5억주/주당 가격 2,590원)의 대규모 유증에 따른 희석률은 34%. 확보한 자금은 '25년 만기도래 채무 상환(8,000억) ⇒ '26년 매입채무 지급(512억) ⇒ '26~27년 xEV e-comp 증설/ICE comp 유지보수(488억)에 사용될 예정. 이를 통해 1) 부채비율을 1H25 257% ⇒ 200% 이하로 낮추고, 2) 연간 최대 500억원의 이자비용을 절감할 계획. 유증 관련해 9/24일 애널리스트 대상 컨콜 진행 ⇒ 11/14일을 신주배정 기준일 ⇒ 12/30일 주금 납입 예정

한온시스템 유증 참여 실익은 높지 않다고 판단

1) 유증 불확실성 해소, 2) 실적 턴어라운드 기대감에 따른 단기 주가 변동성 확대 가능성 높으나, 유증 참여 실익은 높지 않다는 판단. 1) 지분희석률(34%) 대비 가격 할인율(9/23일 증가 대비 -18%) 높지 않고, 2) '25년말 추가 구조 조정에 따른 실적 불확실성 높고, 3) EV 캐즘 지속에 따라 부품 업종 내 밸류 부담 지속될 것으로 예상하기 때문. 이에, 유증 참여보다는 단기 변동성 대응 ⇒ 2H26년 이후 실적 정상화 가시성에 주목하는 전략이 더 유효하다는 판단. 참고로, 금번 유증은 주주배정후 실권주 일반공모 ⇒ 주관사 잔액인수 방식으로 자금조달 자체에 대한 우려는 없음

한국타이어의 유증 참여 예상규모는 4,700억~5,900억원으로 추정

한국타이어는 한온시스템 지분 54.8% 보유한 최대주주로 유증에 따른 자금 투입 필연적. 한국타이어의 예상 납입규모는 우리사주조합/기존 주주의 청약 참여율에 따라 최소 4,700~최대 5,900억 규모로 추정(p.4 그림 5). 유증은 1) 우리사주조합에 20% 물량 배정 ⇒ 2) 미달물량 포함해 구주주 배분(최대 20% 초과청약 가능) ⇒ 3) 실권주 일반공모 방식. 한앤코PE(지분율 22%)는 참여가능성 없는 반면, 한국타이어는 배정분 + 20% 초과청약 예상. 이로써 한국타이어는 한온 인수에 2.6조(유증 1차 6,000억 + 2차 5,300억 + 한앤코 PE 지분매입 1.2조 + 풋옵션 3,000억)를 투입하게 되는 셈

주가 상승 위해서는 인수 시너지/투자 실익 확인이 필수적

당사는 '한국타이어 쇼크, 한온시스템 서프, 그리고 유증(25/08/18)' 보고서를 통해 1) 한국타이어/한온시스템 투자전략 및 2) 적정 밸류에 대한 분석 제시했으며, 현재도 해당 의견 유지. 한국타이어의 저평가 해소 위해서는 근본적으로 이익에 대한 주주환원 가시성 상향 필수적. 하지만, 1) 제시된 주주환원 매력도 제한적이고('27년 배당성향 타겟 35%), 2) '27.01월 한앤코PE 풋옵션 감안 시, 본업 대비 주가 매력도 제한적일 것으로 예상. 한온시스템은 분기 실적에 따른 단기 주가 변동성 확대 예상되나, 적정 가치로의 수렴은 2H26 이후 실적 정상화 가시성 확보 돼야할 필요

종목명	투자의견	목표주가
한국타이어엔테크놀로지	Buy	51,000원
한온시스템	Marketperform	2,900원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	18.2	15.0	-1.7
상대수익률	1.0	-1.2	-8.9	-17.2

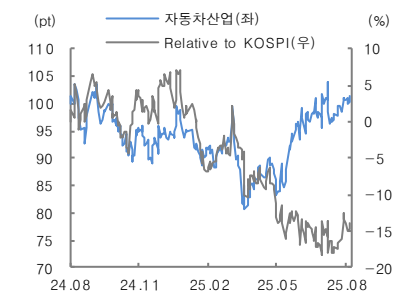


그림 1. 한온시스템 9,000 억원 유증: 채무상환 8,000 억/운영자금 512 억/시설자금 488 억

1. 신주의 종류와 수	보통주식 (주)	347,500,000
	기타주식 (주)	-
2. 1주당 액면가액 (원)		100
3. 증자전 발행주식총수 (주)	보통주식 (주)	678,762,552
	기타주식 (주)	-
4. 자금조달의 목적	시설자금 (원)	48,800,000,000
	영업양수자금 (원)	-
	운영자금 (원)	51,225,000,000
	채무상환자금 (원)	800,000,000,000
	타법인 증권 취득자금 (원)	-
	기타자금 (원)	-
5. 증자방식		주주배정후 실권주 일반공모

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 2. 유상증자 관련 주요 일정

날짜	내용
2025/09/23	이사회결의
2025/09/23	신주발행 및 기준일 공고
2025/09/23	증권신고서 제출
2025/11/11	1 차 발행가액 확정
2025/11/13	권리락
2025/11/14	신주배정 기준일(주주확정)
2025/11/27	신주배정 통지
2025/12/04 ~ 10 일	신주인수권증서 상장 거래기간
2025/12/11	신주인수권증서 상장 폐지
2025/12/16	확정 발행가액 산정
2025/12/17	확정 발행가액 공고
2025/12/19	우리사주조합 청약
2025/12/19 ~ 22 일	구주주 청약 및 초과청약
2025/12/23	일반공모 청약 공고
2025/12/24 ~ 26	일반공모 청약
2025/12/30	환불 및 배정 공고
2025/12/30	주금 납입
2026/01/12	신주유통 개시일
2026/01/12	신주상장 예정일

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 3. 주주배정후 실권주 일반공모 유상증자 진행		
모집대상	주식수(비중)	설명
우리사주조합	69.5 백만주(20%)	- 청약일: 2025년 12월 19일(1일)
구주주	278.0 백만주(80%)	- 구주 1주당 신주 배정비율: 1주당 0.4096482585주 - 신주배정 기준일: 2025년 11월 14일 - 구주주 청약일: 2025년 12월 19일, 12월 22일(2일) - 우리사주조합/구주주 미청약 물량은 우선적으로 초과청약자에게 배정
초과 청약	-	- 초과청약비율: 배정신주(신주인수권증서) 1주당 0.2주
일반모집 청약	-	- 구주주/초과청약 후 발생하는 단수주/실권주에 배정 - 청약일: 2025년 12월 24일, 12월 26일(2일) - 일반공모에서도 미청약된 물량은 주관사가 잔액 인수

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. 주주별 유상증자 배정규모 및 납입 가능 금액		
발행주식수	347.5	백만주
우리사주조합 배정(20%)	69.5	백만주
주주배정 주식		
- 한국타이어	152.3	백만주
- 한앤코 PE	60.1	백만주
- 국민연금	14.4	백만주
*사실상 유증참여 가능성 없다고 판단		
기본 배정분 100% 청약할 경우, 납입금액		
- 한국타이어	394.4	십억원
- 한앤코 PE	155.7	십억원
- 국민연금	37.3	십억원
초과청약 가능 주식수		
- 한국타이어	30.5	백만주
- 한앤코 PE	12.0	백만주
- 국민연금	2.9	백만주
초과청약 배정분(기본 배정 * 20%) 100% 청약할 경우, 납입금액		
- 한국타이어	78.9	십억원
- 한앤코 PE	31.1	십억원
- 국민연금	7.5	십억원
100% 청약 + 실권주 최대청약		
- 한국타이어	473.2	십억원
- 한앤코 PE	186.9	십억원
- 국민연금	44.7	십억원
*우리사주조합 100% 청약 가정		

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. 우리사주조합 청약률에 따른 한국타이어 납입규모 예상액						(단위: 십억원)
단위						
총 발행주식	(백만주)	347.5				
발행가액	(십억원)	2,590.0				
우리사주 배정 물량	(백만주)	69.5				
우리사주 청약률		0%	25%	50%	75%	100%
우리사주 청약물량	(백만주)	—	17.4	34.8	52.1	69.5
구주주 배정	(백만주)	347.5	330.1	312.8	295.4	278.0
한국타이어 납입 예상	(십억원)	591.5	562.0	532.4	502.8	473.2
납입 금액	(십억원)	493.0	468.3	443.7	419.0	394.4
기본 배정물량	(백만주)	190.3	180.8	171.3	161.8	152.3
납입 금액	(십억원)	98.6	93.7	88.7	83.8	78.9
초과청약 가능물량	(백만주)	38.1	36.2	34.3	32.4	30.5
한국타이어 외 납입 총액	(십억원)	308.5	338.1	367.6	397.2	426.8
배정물량	(백만주)	119.1	130.5	141.9	153.4	164.8

주: 한앤코PE 유증 미참여 할 경우, 한국타이어 초과물량 20% 전부 배정 가능
자료: 대신증권 Research Center

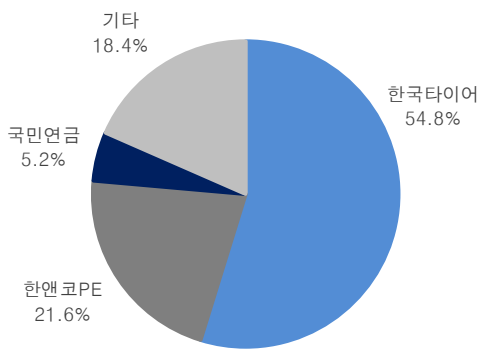
그림 6. 한온시스템 유증/채무상환 이후 주요 BS 계정과목 변화						(단위: 십억원)
	유증 전 (1H25)	유증규모	유증 후	8,000억원 채무 상환	유증/채무상환 이후	
자산총계	10,314	900	11,214	-800		10,414
현금 및 현금성자산	789	900	1,689	-800		889
부채총계	7,427	0	7,427	-800		6,627
자본총계	2,887	900	3,787	0		3,787
총차입금	4,671	0	4,671	-800		3,871
유동성차입금	2,581	0	2,581	-800		1,781
비유동성차입금	2,090	0	2,090	0		2,090
부채비율	257.2%	-61.1%p.	196.1%	-21.1%p.		175.0%
차입금의존도	45.3%	-3.6%p.	41.7%	-4.5%p.		37.2%
순차입금의존도	37.6%	-11.0%p.	26.6%	2.0%p.		28.6%

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 7. 한온시스템 주요 재무 현황						(단위: 십억원)
	2021	2022	2023	2024	2024.1H	2025.1H
자산총계	8,234	9,099	9,244	10,620	9,714	10,314
현금 및 현금성자산	1,404	1,429	779	1,347	687	789
부채총계	5,757	6,729	6,736	7,622	7,117	7,427
자본총계	2,477	2,370	2,509	2,999	2,597	2,887
총차입금	3,723	4,280	4,146	4,568	4,477	4,671
순차입금	2,319	2,851	3,368	3,221	3,791	3,883
부채비율	232.5%	283.9%	268.5%	254.2%	274.0%	257.2%
차입금의존도	45.2%	47.0%	44.9%	43.0%	46.1%	45.3%
순차입금의존도	28.2%	31.3%	36.4%	30.3%	39.0%	37.6%
매출액	7,351	8,628	9,522	9,999	4,965	5,476
EBITDA	834	815	882	747	457	442
EBITDA 마진율	11.3%	9.4%	9.3%	7.5%	9.2%	8.1%
영업이익	326	257	284	95.5	137	85.4
영업이익률	4.4%	3.0%	3.0%	1.0%	2.8%	1.6%
당기순이익	311	26.7	58.9	-359	-21.1	-37.7
당기순이익률	4.2%	0.3%	0.6%	-3.6%	-0.4%	-0.7%

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 8. 한온시스템 지분 현황



자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

그림 9. 한국타이어: 한앤코 보유지분 관련 풋옵션

정정선고(보고)		
정정일자		2025-01-03
1. 정정관련 공시서류	타협인 주식 및 출자증권 취득결정	
2. 정정관련 공시서류제출일	2024-12-23	
3. 정정 사유	취득금액 정정	
4. 정정 사항		
정정항목	정정전	정정후
2. 취득내역 - 취득금액(원)	1,227,740,000,000	1,215,926,081,404
2. 취득내역 - 자기자본대비 (%)	12.75	12.63
7. 자산양수의 주요사항보고서 제출대상 여부 - 취득가액/자산 총액(%)	9.62	9.53
12. 풋옵션 등 계약 체결여부 - 계약내용	당사가 한앤코모토홀딩스 유한회사의 채결할 주주간계약에는 이해와 같이 한앤코모토홀딩스 유한회사의 풋옵션 권리가 규정되어 있습니다. - 행사대상: 한앤코모토홀딩스 유한회사 소유 한온시스템(株)발행주식 56,718,000주 한도 내 (한앤코모토홀딩스 유한회사의 매각 후 잔여지분의 40%) - 행사가격: 1주당 금 5,200원 - 행사기간: 2027. 1. 11. - 2027. 2. 11 (1개월) - 행사대상: 한앤코모토홀딩스 유한회사 소유 한온시스템(株)발행주식 56,718,000주 한도 내 (한앤코모토홀딩스 유한회사의 매각 후 잔여지분의 40%) - 행사가격: 1주당 금 5,200원 - 행사기간: 2027. 1. 11. - 2027. 2. 11 (1개월)	

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 10.시설투자 집행계획

(단위: 억원)

구 분	주요 투자내용	2026년	2027년	합계
설비증설	전기차 신규수주 대응을 위한 전동 컴프레서 라인 증설	224	160	384
	파벨라 (유럽 전기차향 대응 라인 증설)	180	160	340
	우드브릿지 (북미 전기차/하이브리드차향 대응 라인 증설)	40	-	40
	평택 (국내 전기차/하이브리드차향 대응 라인 증설)	4	-	4
유지보수 및 공정개선	기계식 컴프레서 라인 유지보수 및 설비 보완	55	49	104
	알바	27	31	58
	- 유지보수	20	23	43
	- 공정개선 (LOH 향상 / Safety 개선 / 비용절감 등)	7	8	15
	첸나미	7	1	8
	- 유지보수	2	-	2
	- 공정개선 (LOH 향상 / Safety 개선 / 비용절감 등)	5	1	6
	평택	21	14	35
	- 유지보수	10	8	18
	- 공정개선 (LOH 향상 / Safety 개선 / 비용절감 등)	11	6	17
	레차그	-	3	3
	- 공정개선 (LOH 향상 / Safety 개선 / 비용절감 등)	-	3	3
합계		279	209	488

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11.한온시스템-NH 투자증권(주관사) 대출약정

: 2025년 만기도래하는 부채 상황 => 12월 유증자금으로 상환 계획

구 분	내 용
대주	NH투자증권(주)
차주	한온시스템(주)
대출 형태	기업 대출
대출 한도	총 8,000억원
인출 예정금액 주1)	총 8,000억원 이내
계약체결일	2025년 09월 05일
만기일	약정 체결일(포함)으로부터 4개월이 되는 날
인출 가능 기간	약정 체결일(포함)으로부터 만기 5영업일 이전까지
대출금리	3.2%
원리금 상환방법	만기 일시 상환
자금사용목적	채무상환자금(공모사채, Term Loan, 한도대 상환)

자료 : 당사 제공
주1) 총 8,000억원 한도 내 수시 출금 가능
주2) 증권신고서 제출 전영업일 현재 상기 대출 한도 총 8,000억원 중 1,000억원의 대출이 실행되었습니다.

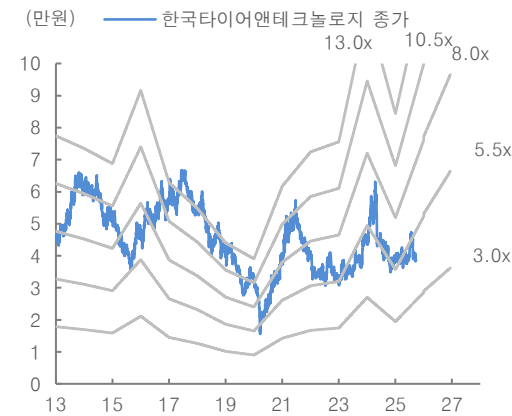
[보릿지론(기업대출) 상세 사용 목적]

(단위 : 억원)

증권종류	차입 기관	권면총액(억원)	이자율	만기일
회사채 (공모)	-	800	2.05%	2025.09.09
		2,500	6.39%	2025.10.27
		800	3.00%	2025.11.28
Term Loan	우리은행	200	5.98%	2025.09.05
		665	4.69%	2025.10.02
	농협	500	4.18%	2025.10.22
	국민은행	500	4.94%	2025.10.31
	하나은행	300	5.24%	2025.11.06
	KDB 산업은행	1,000	5.24%	2025.12.15
한도대	하나은행	1,000	4.02%	2026.03.30
합 계		8,265	-	-

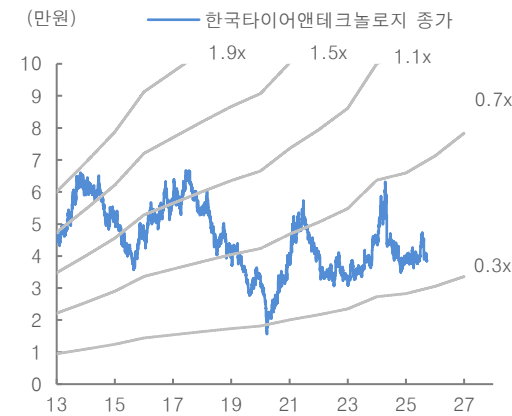
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 12.한국타이어 12개월 선행 PER Band



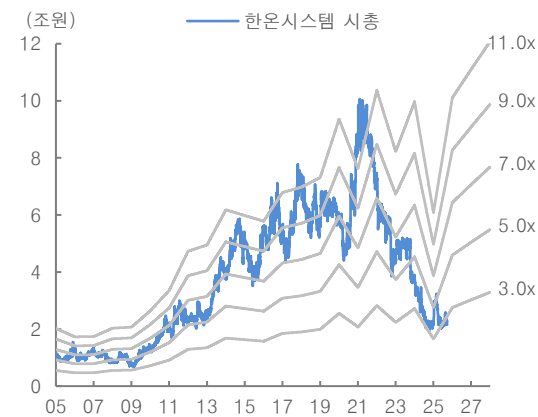
자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 13.한국타이어 12개월 선행 PBR Band



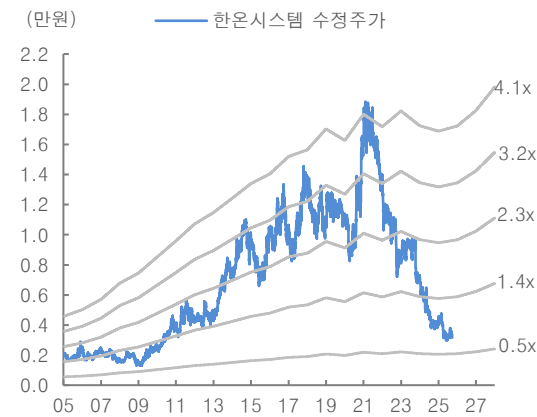
자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 14.한온시스템 12개월 선행 EV/EBITDA Band



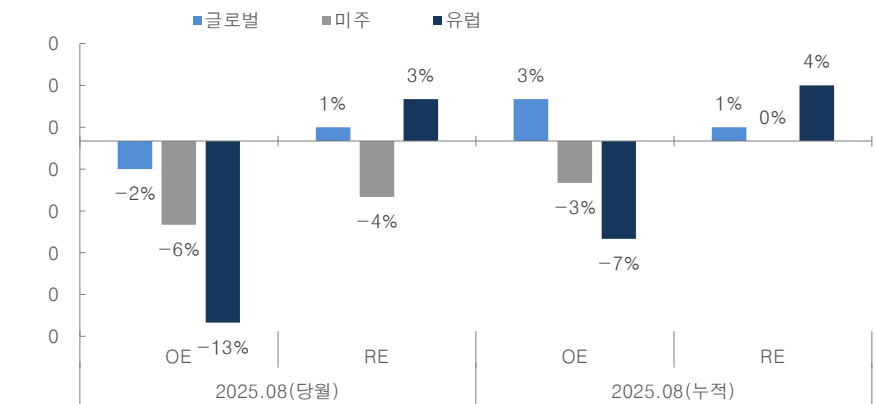
자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 15.한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 16.2025.08 월 기준 Michelin 수요



자료: Michelin, 대신증권 Research Center

한국타이어앤테크놀로지 재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,940	9,412	20,960	21,537	22,765
매출원가	6,044	5,944	16,536	16,647	17,397
매출총이익	2,896	3,468	4,424	4,890	5,369
판매비와관리비	1,568	1,706	2,808	2,827	2,939
영업이익	1,328	1,762	1,617	2,062	2,430
영업이익률	14.9	18.7	7.7	9.6	10.7
EBITDA	1,835	2,277	2,947	3,445	3,713
영업외손익	-157	-188	-620	-552	-485
관계기업손익	-12	-93	0	0	0
금융수익	153	220	148	156	153
외환관련이익	210	245	222	225	173
금융비용	-202	-145	-669	-628	-578
외환관련손실	95	40	52	50	40
기타	-96	-170	-100	-80	-60
법인세비용차감전순손익	1,171	1,574	996	1,510	1,944
법인세비용	-442	-443	-214	-332	-447
계속사업순손익	729	1,131	782	1,178	1,497
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	729	1,131	782	1,178	1,497
당기순이익률	8.2	12.0	3.7	5.5	6.6
비지배자분순이익	9	16	-39	12	15
지배자분순이익	720	1,115	821	1,166	1,482
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	59	60	60	61
포괄순이익	851	1,723	1,380	1,782	2,107
비지배자분포괄이익	8	17	-69	18	21
지배자분포괄이익	843	1,706	1,449	1,764	2,086

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,814	8,998	6,630	9,413	11,965
PER	7.8	4.3	5.8	4.1	3.2
BPS	77,114	89,609	94,328	101,830	111,885
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	14,816	18,384	23,787	27,807	29,975
EV/EBITDA	2.2	2.0	3.0	2.4	1.9
SPS	72,166	75,979	169,200	173,861	183,778
PSR	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
CFPS	15,162	20,102	4,045	27,967	29,916
DPS	1,300	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	65	5.3	122.7	28	5.7
영업이익 증가율	88.1	32.7	-8.3	27.6	17.8
순이익 증가율	3.3	55.2	-30.8	50.6	27.1
수익성					
ROIC	11.5	16.3	10.8	10.7	12.2
ROA	10.5	12.3	8.4	9.0	10.1
ROE	7.8	10.8	7.2	9.6	11.2
안정성					
부채비율	32.5	41.6	91.0	82.9	76.4
순차입금비율	-16.6	-3.6	32.0	24.7	13.8
이자보상배율	18.9	39.7	2.9	4.0	5.1

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,768	7,275	9,816	10,672	12,354
현금및현금성자산	2,244	1,882	959	1,586	2,793
매출채권 및 기타채권	1,863	2,050	4,337	4,453	4,688
재고자산	2,023	2,384	3,811	3,916	4,139
기타유동자산	638	959	710	717	724
비유동자산	5,995	8,575	12,689	12,600	12,302
유형자산	3,714	4,693	7,206	7,092	6,771
관계기업투자금	1,117	1,822	1,812	1,802	1,792
기타비유동자산	1,164	2,060	3,671	3,706	3,739
자산총계	12,763	15,850	22,504	23,271	24,655
유동부채	2,284	3,687	6,085	5,915	6,043
매입채무 및 기타채무	1,483	1,735	3,525	3,350	3,473
차입금	334	977	1,177	1,177	1,177
유동성채무	145	150	0	0	0
기타유동부채	323	825	1,383	1,388	1,393
비유동부채	849	968	4,635	4,635	4,635
차입금	279	147	2,347	2,347	2,347
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	571	821	2,288	2,288	2,288
부채총계	3,134	4,655	10,720	10,550	10,678
자배지분	9,553	11,100	11,685	12,614	13,860
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007
이익잉여금	6,437	7,354	7,932	8,854	10,092
기타지분변동	46	677	684	691	699
비자배지분	77	94	99	107	118
자본총계	9,630	11,195	11,784	12,722	13,978
순차입금	-1,601	-399	3,773	3,143	1,934

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,975	1,886	-2,115	2,303	2,531
당기순이익	729	1,131	782	1,178	1,497
비현금항목의 가감	1,149	1,359	-281	2,287	2,209
감가상각비	507	515	1,330	1,382	1,283
외환손익	42	-26	-8	-18	-12
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	600	870	-1,603	923	937
자산부채의 증감	499	-284	-1,915	-388	-338
기타현금흐름	-401	-320	-701	-773	-837
투자활동 현금흐름	97	-2,610	-4,102	-1,290	-982
투자자산	322	-279	9	9	9
유형자산	-407	-1,025	-1,114	-1,042	-733
기타	182	-1,306	-2,997	-258	-259
재무활동 현금흐름	-965	182	1,919	-244	-244
단기차입금	-137	563	200	0	0
사채	-651	0	1,700	0	0
장기차입금	131	0	500	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-98	-159	-244	-244	-244
기타	-209	-223	-237	0	0
현금의 증감	1,104	-362	-924	628	1,207
기초 현금	1,139	2,244	1,882	959	1,586
기말 현금	2,244	1,882	959	1,586	2,793
NOPLAT	826	1,267	1,269	1,609	1,871
FCF	905	739	-1,515	1,688	2,160

한온시스템 재무제표(유상증자 영향 미반영)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,911	11,341	11,868
매출원가	8,612	9,187	9,987	10,307	10,685
매출총이익	910	812	925	1,034	1,183
판매비와관리비	626	717	721	719	733
영업이익	284	96	204	315	449
영업이익률	3.0	1.0	1.9	2.8	3.8
EBITDA	882	747	919	1,010	1,098
영업외손익	-133	-425	-268	-247	-231
관계기업손익	12	13	13	13	13
금융수익	131	189	191	191	194
외환관련이익	222	300	324	300	300
금융비용	-218	-470	-422	-401	-388
외환관련손실	19	113	113	113	113
기타	-58	-157	-50	-50	-50
법인세비용차감전순손익	151	-330	-64	68	218
법인세비용	-85	-20	0	-16	-51
계속사업순손익	66	-349	-64	52	167
중단사업순손익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-64	52	167
당기순이익률	0.6	-3.6	-0.6	0.5	1.4
비지배지분순이익	8	5	-1	1	2
지배지분순이익	51	-363	-64	52	165
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	26	30	30	30	31
포괄순이익	322	-60	237	357	474
비지배지분포괄이익	8	19	7	4	5
지배지분포괄이익	314	-80	230	353	470

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	96	-676	-94	76	244
PER	76.3	NA	NA	41.1	12.9
BPS	4,443	5,310	4,118	4,202	4,453
PBR	1.6	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	1,652	1,390	1,354	1,487	1,617
EV/EBITDA	8.4	7.5	6.2	5.5	4.9
SPS	17,837	18,607	16,075	16,709	17,485
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	1,787	1,581	1,592	1,760	1,889
DPS	316	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	10.4	5.0	9.1	3.9	4.6
영업이익 증가율	10.5	-66.3	113.5	54.5	42.6
순이익 증가율	120.2	적전	적지	흑전	218.9
수익성					
ROIC	2.1	1.6	3.1	3.7	5.3
ROA	3.1	1.0	1.9	2.9	4.1
ROE	2.2	-13.9	-2.3	1.8	5.6
안정성					
부채비율	268.5	254.2	262.2	259.2	247.1
순차입금비율	134.6	111.6	115.0	108.6	96.3
이자보상배율	1.5	0.4	0.9	1.6	2.5

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,584	4,820	5,150
현금및현금성자산	779	1,346	1,262	1,389	1,587
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,465	1,520	1,587
재고자산	1,140	1,241	1,355	1,408	1,473
기타유동자산	490	502	502	503	503
비유동자산	5,548	6,181	6,055	5,947	5,876
유형자산	2,716	2,864	2,665	2,484	2,344
관계기업투자금	81	95	108	121	134
기타비유동자산	2,750	3,222	3,282	3,342	3,398
자산총계	9,244	10,620	10,639	10,766	11,026
유동부채	3,576	5,034	5,241	5,286	5,345
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,319	2,378	2,449
차입금	967	1,959	1,941	1,924	1,907
유동성채무	500	483	580	580	580
기타유동부채	203	396	400	404	409
비유동부채	3,160	2,588	2,460	2,483	2,506
차입금	2,679	2,126	1,994	2,012	2,030
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	481	462	466	471	476
부채총계	6,736	7,622	7,702	7,769	7,850
자배지분	2,372	2,853	2,795	2,852	3,023
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,638	1,690	1,855
기타지분변동	238	523	528	533	539
비자배지분	137	145	142	145	154
자본총계	2,508	2,999	2,937	2,997	3,176
순차입금	3,377	3,345	3,379	3,254	3,058

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	913	1,094	1,152
당기순이익	59	-359	-64	52	167
비현금항목의 가감	895	1,208	1,145	1,142	1,115
감가상각비	598	651	715	695	648
외환손익	-54	-62	-108	-79	-79
지분법평가손익	-12	-13	-13	-13	-13
기타	363	632	551	540	559
자산부채의 증감	-194	31	18	74	63
기타현금흐름	-243	-311	-186	-174	-193
투자활동 현금흐름	-677	-733	-590	-588	-579
투자자산	6	-6	-13	-13	-13
유형자산	-416	-372	-310	-306	-297
기타	-267	-354	-267	-268	-269
재무활동 현금흐름	-480	651	-127	-74	-74
단기차입금	-390	-17	-17	-17	-17
사채	-95	-102	-352	-102	-102
장기차입금	262	293	220	120	120
유상증자	0	599	0	0	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타	-72	-75	22	-75	-75
현금의 증감	-651	568	-85	127	198
기초 현금	1,429	779	1,346	1,262	1,389
기말 현금	779	1,346	1,262	1,389	1,587
NOPLAT	124	101	204	241	344
FCF	-76	19	349	369	434

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

(기준일자: 20250921)