



한온시스템 (018880)

[2Q25 Review] 영업성과 개선에도 유상증자가 밸류를 희석

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Hold (유지)

목표주가(하향): 3,400원

현재 주가(8/14)	3,160원
상승여력	▲7.6%
시가총액	21,449억원
발행주식수	678,763천주
52 주 최고가 / 최저가	4,770 / 2,985원
90 일 일평균 거래대금	41.77억원
외국인 지분율	4.8%

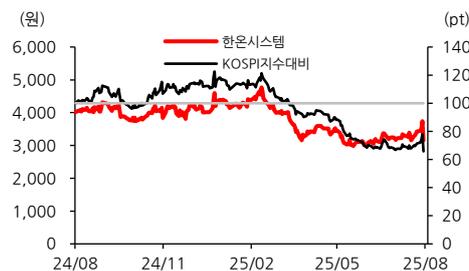
주주 구성		
한국타이어엔테크놀로지 (외)		76.4%
자사주 (외 1인)		0.0%
강성욱 (외 1인)		0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	-10.4	-27.5	-21.4
상대수익률(KOSPI)	-3.2	-32.5	-52.0	-43.4

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,522	9,999	10,924	11,730
영업이익	284	96	93	253
EBITDA	882	747	796	961
지배주주순이익	51	-363	-86	-6
EPS	96	-535	-127	-10
순차입금	3,391	3,358	4,278	4,391
PER	76.3	-7.5	-24.9	-330.6
PBR	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.3	7.4	8.1	6.8
배당수익률	4.4	-	-	-
ROE	2.2	-13.9	-3.2	-0.3

주가 추이



2Q 매출, 영업이익 및 순이익이 시장 기대치를 상회

2Q 동사 매출액은 2,860억(+11.7% 이하 YoY) 기록하며 시장 컨센서스를 2천억원 상회했고, 영업이익은 643억원으로 시장 기대치를 크게 상회(195.7%). 지배주주순이익도 적자 지속되었으나 영업이익 개선에 따라 시장 기대치 63.7% 상회. 긍정적 환율효과와 유럽 등 글로벌 전동화 물량 증가 및 단가 리커버리가 크게 기여. 다만, 2Q 관세영향과 비용 정상화 방침에 따른 R&D비용 자산화 비중 축소(59%→40%)로 판관비 연구개발비 비중 증가(+0.5%p) 및 감가상각비 증가 등이 수익성에 부정적 영향으로 작용.

영업성과 개선은 지속되나...

2Q 유럽과 미주 중심으로 매출 증가세 기록. 유럽은 VW그룹 등을 중심으로 전년 동기 대비 17% 증가하며 전체 매출의 31.7%(+1.5%p)로 비중을 확대했고, 미주는 현대차를 비롯하여 포드/GM 매출 증가로 전년 동기 대비 14% 증가하며 매출 비중 29.7%(0.9%p)로 확대. 하반기에는 BMW/벤츠 등 주요 고객사의 신규 전동화 플랫폼 출시 및 양산 시작에 따라 기수주 물량의 매출 전환으로 BEV/HEV 중심 물량 확대 가시화 전망. 하반기 관세 불확실성 완화와 비용 절감 및 단가 리커버리 등을 통한 수익성 개선도 기대.

재무구조 개선 위한 유상증자 추진이 밸류를 희석

동사는 금번 실적발표를 통해 수익성 개선 활동 추진과 더불어 수익구조 개선을 위한 자금조달 계획을 발표. 그 중에서도 지난해 9월 30일 이사회 결의를 통해 6,000억원 규모의 제3차 배정방식 유상증자 결정 이후 채 1년이 지나지 않은 상황에서 다시 유상증자 계획을 공시. 동사의 현재 부채비율은 257%(24년 254%)이고, 레버리지 비율(순차입/EBITDA)은 5.32배(24년 4.33)로 지난해 유상증자에도 불구하고 차입금 부담이 지속되고 있는 부분이 이번 유증의 배경으로 판단. 특히, 채관단 대상 차입금에 대한 약정사항에 있어 올해 부채비율 225% 이하, 내년 200% 이하, 레버리지 비율 4배 이하 유지 요건이 조기 유상증자 결정의 핵심 고려사항일 것으로 추정.

투자의견 Hold 유지, TP 3,400원으로 하향

영업성과 개선에도 '26년 구조조정 지속 위한 추가적 일회성 비용 발생 가능성 상존.' '26년까지 연간 당기 순손실 불가피 전망. 9월 이사회 결의에 따라 결정될 유상증자 규모/방식에 따라 주가 변동성도 존재. 차입금 약정사항 준수 위해서는 0.9~1.2조원의 유상증자 예상. 이에 따른 지분 가치는 약 30% 희석 추정. 목표주가는 12M BPS 3,751원에 Target PBR 1.3에서 0.91 적용(30% 할인)하여 3,400원 제시. 종전 대비 1,400원 하향한 금액.

[표1] 한온시스템 2Q25 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	2Q24	1Q25	2Q25			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,560	2,617	2,858	2,676	2,658	11.7	9.2	6.8	7.5
영업이익	71.6	21.1	64.3	25.0	21.8	-10.1	205.1	157.3	195.7
세전이익	-32.8	-17.3	-25.6	-52.0	-34.6	적지	적지	50.7	26.1
지배주주순이익	-34.1	-22.4	-16.4	-37.0	-45.2	적지	적지	55.7	63.7
영업이익률	2.8	0.8	2.3	0.9	0.8	-0.5	1.4	1.3	1.4
순이익률(지배주주)	-1.3	-0.9	-0.6	-1.4	-1.7	0.8	0.3	0.8	1.1

* 주: 중단사업손익 미반영 기준

자료: 한온시스템, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

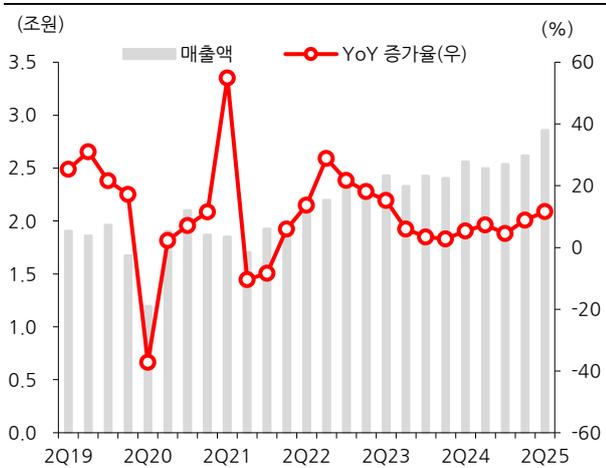
[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,858	2,701	2,747	9,999	10,924	11,730
% YoY	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	11.7	8.1	8.3	5.0	9.3	7.4
매출총이익	220.1	232.8	251.9	107.4	190.1	254.1	208.2	158.2	812	811	1,003
% YoY	2.7	-17.9	33.2	-51.7	-13.6	9.1	-17.4	47.3	-10.7	-0.2	23.8
영업이익	65	72	96	-138	21	64	36	-28	96	93	253
% YoY	8.5	-50.1	374.5	적전	-67.7	-10.1	-62.8	적지	-66.3	-2.6	171.4
세전이익	21	-33	-7	-311	-17	-26	-40	-41	-330	-123	-11
% YoY	-68.8	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
지배주주순이익	8	-34	-22	-316	-22	-16	-24	-24	-363	-86	-6
% YoY	-81.1	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
GPM	9.2	9.1	10.1	4.2	7.3	8.9	7.7	5.8	8.1	7.4	8.6
OPM	2.7	2.8	3.9	-5.4	0.8	2.3	1.3	-1.0	1.0	0.9	2.2
NPM	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-0.9	-0.6	-0.9	-0.9	-3.6	-0.8	-0.1

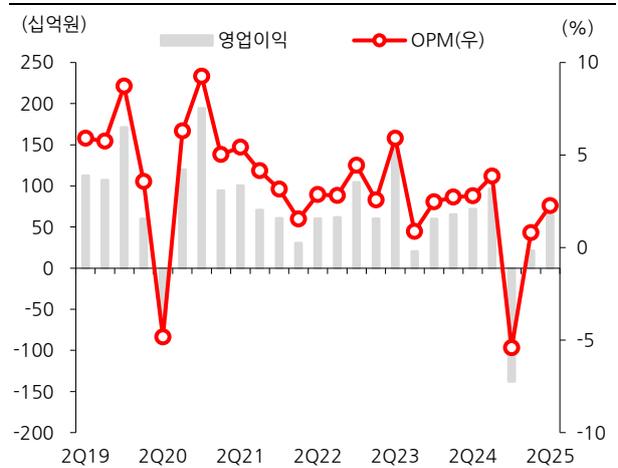
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한온시스템 재무상태, 약정 비율 대비 부채/레버리지 현황

(단위: 십억원, 배수)

	1H25	2024	2023
자산	10,314	10,620	9,244
부채	7,427	7,621	6,736
자본	2,887	2,999	2,508
부채 비율			
1H25 기준	2.57	2.54	2.69
약정 비율 Target	2.125*	3.0	3.0
부채 Target	6,135	8,997	7,524
부채 절감 규모	1,292	N/A	N/A
레버리지 비율			
1H25 기준	5.32	4.33	3.84
순차입	3,883	3,221	3,368
EBITDA	730	744	876
약정 비율 Target	4	4	4
순차입 Target	2,920	2,976	3,504
순차입 절감 규모	963	245	N/A

* 주: 2025년과 2026년 약정 부채비율 평균('25년 2.25%, '26년 2.00%)

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전	변동	변동률	설명
매출액(FY1)	10,717	10,924	1.9	연결기준(단위: 십억원) - 2Q25 실적 추이 반영
영업이익(FY1)	164	93	-43.2	
BPS(FY1)	3,770	3,673	-2.6	
BPS(12M FWD)	3,750	3,751	0.0	
Target PBR	1.30	0.91	-30.0	지분 가치 30% 희석 반영 - 차입 약정사항 준수 위한 유상증자 예상치(0.9~1.2조원) 반영
적정주가	4,875	3,414	-30.0	
목표주가	4,800	3,400	-29.2	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,628	9,522	9,999	10,924	11,730
매출총이익	847	910	812	811	1,003
영업이익	257	284	96	93	253
EBITDA	814	882	747	796	961
순이자손익	-93	-157	-231	-181	-182
외화관련손익	34	64	79	79	101
지분법손익	9	12	13	12	4
세전계속사업손익	97	151	-330	-123	-11
당기순이익	27	59	-359	-85	-6
지배주주순이익	20	51	-363	-86	-6
증가율(%)					
매출액	58.2	10.4	5.0	9.3	7.4
영업이익	-30.7	10.5	-66.3	-2.6	171.4
EBITDA	52.0	8.3	-15.3	6.6	20.6
순이익	-90.8	120.2	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	9.6	8.1	7.4	8.6
영업이익률	3.0	3.0	1.0	0.9	2.2
EBITDA 이익률	9.4	9.3	7.5	7.3	8.2
세전이익률	1.1	1.6	-3.3	-1.1	-0.1
순이익률	0.3	0.6	-3.6	-0.8	-0.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	378	517	870	-258	591
당기순이익	27	59	-359	-85	-6
자산상각비	558	598	651	703	708
운전자본증감	-373	-194	0	-633	-249
매출채권 감소(증가)	-218	-21	177	-132	-108
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-49	-42	-129
매입채무 증가(감소)	239	28	-221	-409	-5
투자현금흐름	-643	-677	-962	-661	-703
유형자산처분(취득)	-375	-416	-372	-320	-336
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-348	-326	-326
투자자산 감소(증가)	-12	24	1	1	1
재무현금흐름	262	-480	660	89	41
차입금의 증가(감소)	456	-295	98	89	41
자본의 증가(감소)	-194	-324	561	0	0
배당금의 지급	-194	-324	-36	0	0
총현금흐름	899	954	870	375	840
(-)운전자본증가(감소)	228	75	-170	633	249
(-)설비투자	385	481	374	320	336
(+)자산매각	-246	-252	-346	-326	-326
Free Cash Flow	40	146	321	-904	-71
(-)기타투자	146	87	414	17	42
잉여현금	-106	59	-93	-921	-113
NOPLAT	71	124	69	67	183
(+) Dep	558	598	651	703	708
(-)운전자본투자	228	75	-170	633	249
(-)Capex	385	481	374	320	336
OpFCF	16	167	517	-182	306

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	4,195	3,697	4,439	3,889	4,143
현금성자산	1,441	795	1,357	526	454
매출채권	1,262	1,288	1,349	1,481	1,589
재고자산	972	1,140	1,241	1,283	1,412
비유동자산	4,904	5,548	6,181	6,152	6,152
투자자산	609	705	966	995	1,041
유형자산	2,371	2,716	2,864	2,716	2,594
무형자산	1,923	2,126	2,351	2,441	2,517
자산총계	9,099	9,244	10,620	10,041	10,294
유동부채	4,021	3,576	5,034	4,601	4,620
매입채무	1,850	1,906	2,196	1,787	1,782
유동성이자부채	1,994	1,476	2,584	2,502	2,445
비유동부채	2,708	3,160	2,588	2,801	2,946
비유동이자부채	2,323	2,710	2,131	2,302	2,400
부채총계	6,729	6,736	7,622	7,402	7,566
자본금	53	53	68	68	68
자본잉여금	-23	-23	561	561	561
이익잉여금	2,243	2,103	1,702	1,615	1,609
자본조정	-38	238	523	250	346
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,370	2,508	2,999	2,639	2,729

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	38	96	-535	-127	-10
BPS	4,189	4,443	4,204	3,674	3,806
DPS	360	320	0	0	0
CFPS	1,684	1,787	1,282	552	1,238
ROA(%)	0.2	0.6	-3.7	-0.8	-0.1
ROE(%)	0.9	2.2	-13.9	-3.2	-0.3
ROIC(%)	1.4	2.3	1.1	1.0	2.6
Multiples(x, %)					
PER	211.3	76.3	-7.5	-24.9	-330.6
PBR	1.9	1.6	1.0	0.9	0.8
PSR	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
PCR	4.8	4.1	3.1	5.7	2.6
EV/EBITDA	8.8	8.3	7.4	8.1	6.8
배당수익률	4.4	4.4	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	283.9	268.5	254.2	280.5	277.3
Net debt/Equity	121.4	135.2	112.0	162.1	160.9
Net debt/EBITDA	353.1	384.5	449.7	537.2	457.0
유동비율	104.3	103.4	88.2	84.5	89.7
이자보상배율(배)	2.4	1.5	0.4	0.4	1.2
자산구조(%)					
투자자본	71.6	79.5	72.9	81.8	82.4
현금+투자자산	28.4	20.5	27.1	18.2	17.6
자본구조(%)					
차입금	64.6	62.5	61.1	64.5	64.0
자기자본	35.4	37.5	38.9	35.5	36.0

[Compliance Notice]

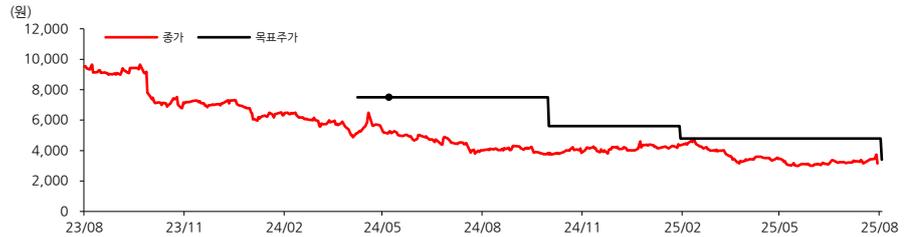
(공표일: 2025년 8월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2024.04.23	2024.04.23	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	7,500	7,500	7,500	7,500
일시	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14	2025.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표가격	7,500	7,500	5,600	5,600	4,800	3,400

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.23	Buy	7,500	-38.64	-13.47
2024.10.16	Buy	5,600	-26.57	-17.86
2025.02.14	Hold	4,800	-26.79	-0.63
2025.08.18	Hold	3,400		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%