한화투자증권

2025년 10월 30일
기업분석

한온시스템 (018880)

[3Q25 Review] 단기 수익성 개선에 대한 지속성 증명 여부 중요

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

Hold (유지)

목표주가(상향): 4,400원

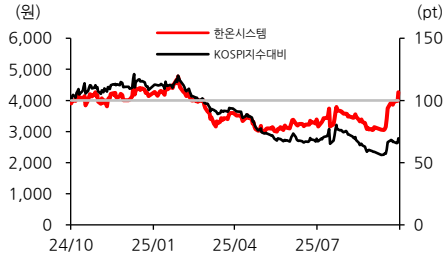
현재 주가(10/29)	4,265원
상승여력	▲3.2%
시가총액	28,949억원
발행주식수	678,763천주
52 주 최고가 / 최저가	4,770 / 2,985원
90 일 일평균 거래대금	60.17억원
외국인 지분율	5.2%
주주 구성	
한국타이어앤테크놀로지 (외	76.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%
정춘식 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	38.7	31.0	18.8	9.5
상대수익률(KOSPI)	19.8	4.7	-40.3	-46.4

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,522	9,999	10,924	11,049
영업이익	284	96	219	282
EBITDA	882	747	938	966
지배주주순이익	51	-363	-11	1
EPS	96	-535	-17	1
순차입금	3,391	3,358	4,088	2,843
PER	76.3	-7.5	-254.2	5,004.5
PBR	1.6	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.3	7.4	7.4	5.9
배당수익률	4.4	n/a	n/a	n/a
ROE	2.2	-13.9	-0.4	0.0

주가 추이



3Q 영업이익 어닝 서프라이즈, 순이익 6개 분기 만에 흑자 전환

3Q 동사 매출액은 2.7조원(+8.3% 이하 YoY) 기록하며 시장 컨센서스에 부합했고, 영업이익은 953억원으로 시장 기대치를 크게 상회. 지배주주 순이익도 6개 분기만에 흑자 전환. 현대차/기아(+14%), 포드(+18%) 등 고객향 물량이 증가했고 긍정적 환율효과 등도 손익 개선에 기여했으나, 가장 주효했던 부분은 고객으로부터의 관세 비용 리커버리 효과. 3Q 발생한 관세 영향 500억원 규모 중 95%가 회수되며 수익성 개선에 크게 기여. 다만, 비용 정상화 방침에 따른 R&D비용 자산화 비중 축소(59%→37%)로 판관비 및 감가상각비 증가 등이 수익성에 부정적 영향으로 작용하며 OPM 3.5% 기록.

매출 성장보다는 단기 수익성 개선에 집중

동사는 예상 대비 빠른 운영 효율화 성과를 통해 단기 수익성 개선 효과를 기록. 저수익 공장 통폐합, 인력 구조조정 및 소싱 최적화 등 원가 구조 개선 활동을 통한 수익성 개선에 집중. 1Q 매출 대비 14.4%였던 인건비 비중은 인력 구조조정을 통해 3Q 13% 수준으로 낮췄으며, 창고 수를 전체 72개에서 19개 축소하고 31개까지 축소하는 것을 목표로 합리화 진행 중. 원가 절감 측면에서 재료비/물류비 절감 통해 1Q 대비 재료비는 3.4%p, 물류비는 0.4%p 수준을 경감. 다만, 수익성 중심 제품 수주 방침에 따라 매출 성장을 위한 수주 실적의 가시성은 다소 낮아지는 상황. 3Q 기준 올해 수주 달성도는 15억불 계획 대비 5.7억불(38%) 수준으로 연 내 목표 달성에 대한 기대가 어려울 전망. 또한, '22년 19억불을 기점으로 매년 수주 실적이 낮아지고 있어, 수주 잔고를 기반으로 한 Top line 성장에 대한 가시성 해소도 필요.

재무구조 개선 속도 긍정적이나 지속성에 대한 증명 필요
투자의견 Hold 유지, TP 4,400원으로 상향

3Q에서 보여준 수익성 개선 속도 긍정적이나, 향후 추가적인 구조조정을 위한 인건비 충당금 반영 등 일회성 비용에 대한 발생 가능성 상존하며, 단가/관세 리커버리 효과에 대한 지속성 확인은 필요. 한편, 지난 9월 제시한 유상증자 계획(3,475억주 발행, 34% 희석)을 '26년 1월 이행하여 재무 건전성 개선 추진 예정으로, 이에 대한 주가 변동성도 상존. 채권단 대상 차입금 약정 사항으로 부채비율 225%(내년 200%) 이하, 레버리지 비율 4 이하 유지 요건 충족을 위해서는 유상증자 통해 9천억원~1.4조원 규모의 부채 상환 필요. 지속적인 원가절감 효과 여부 불확실성과 유상증가에 따른 주가 변동성 상존에 따라 투자의견 Hold 유지하나, 원가 구조 개선 효과 반영하여 12M BPS 3,762원에 Target PBR 1.18 적용해 목표주가 4,400원으로 상향(1,000원↑).

[표1] 한온시스템 3Q25 실적과 추정치 대비 괴리율 (단위: 십억 원)

	3Q24	2Q25	3Q25P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,499	2,858	2,706	2,701	2,691	8.3	-5.3	0.2	0.6
영업이익	96.2	64.3	95.3	36.0	54.1	-1.0	48.2	164.7	76.1
세전이익	-6.5	-25.6	19.6	-40.0	-0.7	흑전	흑전	304.2	96.5
지배주주 순이익	-21.6	-16.4	11.6	-24.0	-0.6	흑전	흑전	307.7	94.6
영업이익률	3.9	2.3	3.5	1.3	2.0	-0.3	1.3	2.2	1.5
순이익률(지배주주)	-0.9	-0.6	0.4	-0.9	0.0	1.3	1.0	1.3	0.5

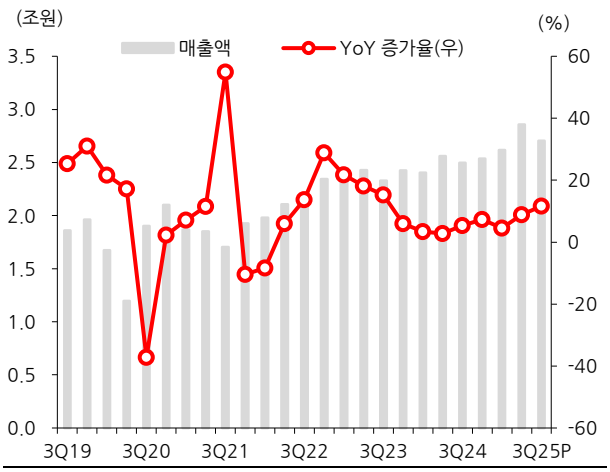
자료: 한온시스템, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,858	2,706	2,743	9,999	10,924	11,049
% YoY	2.7	5.4	7.4	4.6	8.8	11.7	8.3	8.2	5.0	9.3	1.1
매출총이익	220.1	232.8	251.9	107.4	190.1	254.1	287.7	226.8	812	959	1,044
% YoY	2.7	-17.9	33.2	-51.7	-13.6	9.1	14.2	111.2	-10.7	18.0	8.9
영업이익	65	72	96	-138	21	64	95	38	96	219	282
% YoY	8.5	-50.1	374.5	적전	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	-66.3	129.2	28.6
세전이익	21	-33	-7	-311	-17	-26	20	27	-330	4	1
% YoY	-68.8	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-58.1
지배주주순이익	8	-34	-22	-316	-22	-16	12	16	-363	-11	1
% YoY	-81.1	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
GPM	9.2	9.1	10.1	4.2	7.3	8.9	10.6	8.3	8.1	8.8	9.4
OPM	2.7	2.8	3.9	-5.4	0.8	2.3	3.5	1.4	1.0	2.0	2.5
NPM	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-0.9	-0.6	0.4	0.6	-3.6	-0.1	0.0

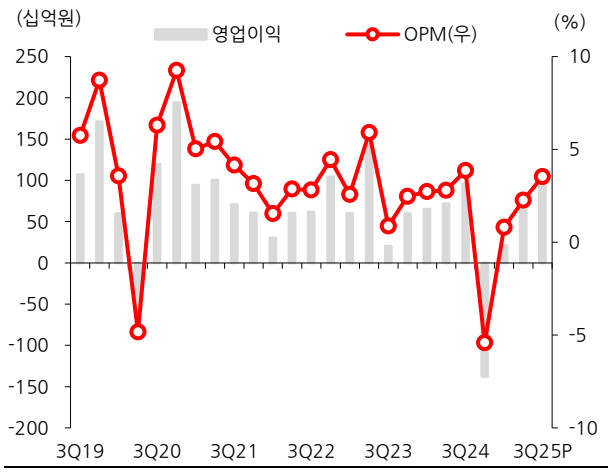
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[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)

	3Q25	1H25	2024	2023
자산	10,562	10,314	10,620	9,244
부채	7,650	7,427	7,621	6,736
자본	2,912	2,887	2,999	2,508
부채 비율				
1H25 기준	2.63	2.57	2.54	2.69
약정 비율 Target	2.125	2.125*	3.0	3.0
부채 Target	6,188	6,135	8,997	7,524
부채 절감 규모	1,462	1,292	N/A	N/A
레버리지 비율				
1H25 기준	5.21	5.32	4.33	3.84
순차입	3,957	3,883	3,221	3,368
EBITDA	759	730	744	876
약정 비율 Target	4	4	4	4
순차입 Target	3,036	2,920	2,976	3,504
순차입 절감 규모	921	963	245	N/A

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

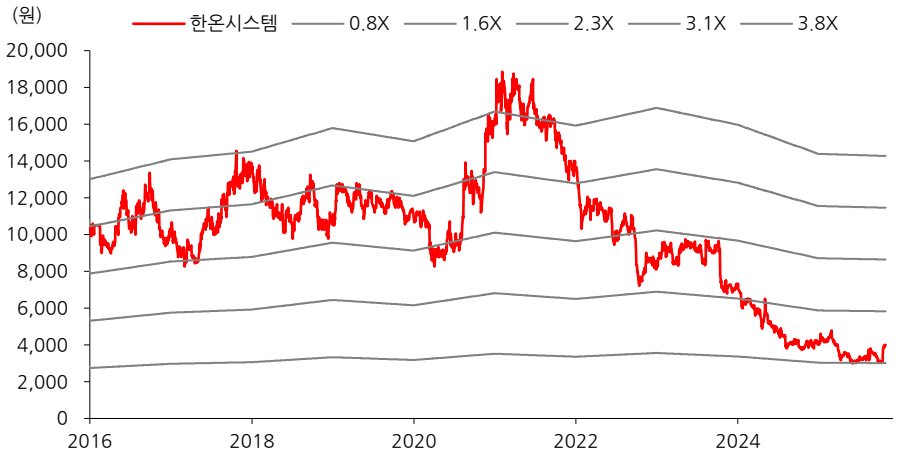
* 주: 2025년과 2026년 약정 부채비율 평균('25년 225%, '26년 200%)

[표4] 한온시스템 실적 추정치 변동 (단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (25/8/18)	변동 (25/10/30)	변동률	설명
매출액(FY1)	10,924	10,924	0.0	연결기준(단위: 십억원) - 3Q25 실적 추이 및 향후 재무구조 개선 계획과 유상증자 실행 계획 반영
영업이익(FY1)	93	219	135.4	
BPS(FY1)	3,673	3,785	3.0	
BPS(12M FWD)	3,751	3,762	0.3	
Target PBR	0.91	1.18	30.0	유상증자로 인한 지분 가치 희석(30%) 우려로 멀티플 할인(30% 할인)한 부분 정상화
적정주가	3,413	4,451	30.4	
목표주가	**3,400**	**4,400**	**29.4**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,628	9,522	9,999	10,924	11,049
매출총이익	847	910	812	959	1,044
영업이익	257	284	96	219	282
EBITDA	814	882	747	938	966
순이자손익	-93	-157	-231	-180	-162
외화관련손익	34	64	79	79	54
지분법손익	9	12	13	12	13
세전계속사업손익	97	151	-330	4	1
당기순이익	27	59	-359	-10	1
지배주주순이익	20	51	-363	-11	1
증가율(%)					
매출액	17.4	10.4	5.0	9.3	1.1
영업이익	-21.2	10.5	-66.3	129.2	28.6
EBITDA	-2.4	8.3	-15.3	25.6	3.1
순이익	-91.4	120.2	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	9.6	8.1	8.8	9.4
영업이익률	3.0	3.0	1.0	2.0	2.5
EBITDA 이익률	9.4	9.3	7.5	8.6	8.7
세전이익률	1.1	1.6	-3.3	0.0	0.0
순이익률	0.3	0.6	-3.6	-0.1	0.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	4,195	3,697	4,439	3,873	4,687
현금성자산	1,441	795	1,357	515	1,162
매출채권	1,262	1,288	1,349	1,479	1,503
재고자산	972	1,140	1,241	1,281	1,335
비유동자산	4,904	5,548	6,181	6,038	5,934
투자자산	609	705	966	995	1,041
유형자산	2,371	2,716	2,864	2,689	2,535
무형자산	1,923	2,126	2,351	2,355	2,358
자산총계	9,099	9,244	10,620	9,912	10,621
유동부채	4,021	3,576	5,034	4,598	3,962
매입채무	1,850	1,906	2,196	1,784	1,685
유동성이자부채	1,994	1,476	2,584	2,502	1,884
비유동부채	2,708	3,160	2,588	2,600	2,667
비유동이자부채	2,323	2,710	2,131	2,100	2,121
부채총계	6,729	6,736	7,622	7,198	6,629
자본금	53	53	68	68	103
자본잉여금	-23	-23	561	561	1,708
이익잉여금	2,243	2,103	1,702	1,690	1,691
자본조정	-38	238	523	250	346
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,370	2,508	2,999	2,714	3,992

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	378	517	870	-166	630
당기순이익	27	59	-359	-10	1
자산상각비	558	598	651	719	685
운전자본증감	-373	-194	0	-632	-184
매출채권 감소(증가)	-218	-21	177	-130	-24
재고자산 감소(증가)	-168	-140	-49	-40	-54
매입채무 증가(감소)	239	28	-221	-412	-99
투자현금흐름	-643	-677	-962	-563	-566
유형자산처분(취득)	-375	-416	-372	-313	-304
무형자산 감소(증가)	-257	-317	-348	-234	-231
투자자산 감소(증가)	-12	24	1	1	1
재무현금흐름	262	-480	660	-112	584
차입금의 증가(감소)	456	-295	98	-112	-598
자본의 증가(감소)	-194	-324	561	0	1,182
배당금의 지급	-194	-324	-36	0	0
총현금흐름	899	954	870	465	814
(-)운전자본증가(감소)	228	75	-170	632	184
(-)설비투자	385	481	374	313	304
(+)자산매각	-246	-252	-346	-234	-231
Free Cash Flow	40	146	321	-714	96
(-)기타투자	146	87	414	17	33
잉여현금	-106	59	-93	-731	63
NOPLAT	71	124	69	-637	166
(+) Dep	558	598	651	719	685
(-)운전자본투자	228	75	-170	632	184
(-)Capex	385	481	374	313	304
OpFCF	16	167	517	-863	363

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	38	96	-535	-17	1
BPS	4,189	4,443	4,204	3,785	3,749
DPS	360	320	0	0	0
CFPS	1,684	1,787	1,282	685	793
ROA(%)	0.2	0.6	-3.7	-0.1	0.0
ROE(%)	0.9	2.2	-13.9	-0.4	0.0
ROIC(%)	1.4	2.3	1.1	-9.8	2.5
Multiples(x,%)					
PER	211.3	76.3	-7.5	-254.2	5,004.5
PBR	1.9	1.6	1.0	1.1	1.1
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
PCR	4.8	4.1	3.1	6.2	5.4
EV/EBITDA	8.8	8.3	7.4	7.4	5.9
배당수익률	4.4	4.4	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	283.9	268.5	254.2	265.2	166.0
Net debt/Equity	121.4	135.2	112.0	150.6	71.2
Net debt/EBITDA	353.1	384.5	449.7	436.0	294.3
유동비율	104.3	103.4	88.2	84.2	118.3
이자보상배율(배)	2.4	1.5	0.4	1.0	1.4
자산구조(%)					
투하자본	71.6	79.5	72.9	81.6	75.3
현금+투자자산	28.4	20.5	27.1	18.4	24.7
자본구조(%)					
차입금	64.6	62.5	61.1	62.9	50.1
자기자본	35.4	37.5	38.9	37.1	49.9

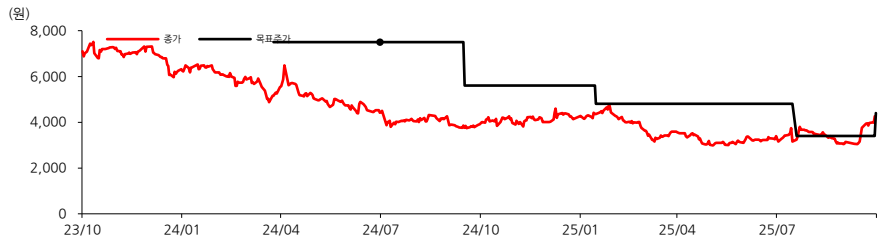
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 10 월 30 일)

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

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	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
일 시	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14	2025.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	7,500	7,500	5,600	5,600	4,800	3,400
일 시	2025.10.30					
투자의견	Buy					
목표가격	4,400					

[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	2.35	25.44
2025.10.30	Hold	4,400		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%