

순이자비용 완화 기대, 고정비 부담은 아직

HOLD 하향

목표주가 유지	4,200원
증가(25.11.17)	3,805원
상승여력	10.4%

Stock Data

KOSPI(11/17)	4,089.3pt
시가총액	39,049억원
액면가	100원
52주 최고가	4,434원
52주 최저가	2,775원
외국인지분율	5.2%
90일 일평균거래대금	92억원
주요주주지분율	
한국타이어앤테크놀로지 (외 10인)	51.1%
유동주식비율	48.9%

Stock Price



목표주가 4,200원 유지, 투자의견 중립으로 하향 조정

한온시스템에 대하여 목표주가 4,200원 유지, 투자의견 중립으로 하향 조정한다. 1) 3Q25 순이익 553억으로 6개분기만에 흑자전환한 가운데, 2) 유상증자를 통해 8,000-9,900억원의 금액을 고금리 채무상환에 활용할 수 있다는 점은 긍정적이다. 다만, 고정비 부담 완화를 논하기 이른 시점에서, 3분기 흑자전환의 주 요인 또한 관세 관련 환입적용을 Lump-sum 방식으로 일괄적용 받았다는 점은 제약요인이다.

3Q25 영업이익 953억원, 美관세 관련 비용 일시 정산효과

2025년 3분기 매출액 2.7조 원 (+8.2% YoY), 영업이익 953억 원 (+1.7% YoY)을 기록했다. 1) 미국 향 관세 관련 비용 500억원 중 95%를 정산받은 가운데, 2) 영업외손익 내 외화환산이익 등이 반영되며 영업이익 953억원, 당기순이익 553억원을 기록했다. R&D 비용의 자산화 비율 축소 조정영향으로 전년 동기 대비 -353억원 이익 감소요인 발생했으나, 美 관세 관련 비용을 (Lump-sum 방식) 한 번에 정산받은 영향으로 상쇄되었다. 현대차 신규 EV차종향 수주 등을 통해 연내 신규수주목표 5억 달러 유지하는 가운데, 3분기 누계 기준 신규수주는 6억달러로 2025년 수주 목표 15억 달러 대비 다소 불확실한 상황이다.

2026년 순이자비용은 감소 기대, 2차 발행가액 확정은 12월 중순

2025년 감각상각비 7,100억원 추정되는 가운데, 고정비 부담완화를 기대하기 이른 시점이다. 2026년 구조조정 관련 약 500-1,000억원의 추가비용(분기별 100-200억원 내외) 예상한다. 지난 9월 공시된 유상증자에 따른 신주배정기준일은 11월 14일이었으나, 2차 발행가액 확정일이 남아있다. 유상증자로 조달한 1.2조원은 채무상환 9,900억원 (변동가능), 시설자금 488억원, 운영자금 1,705억원으로 활용예정이다. 2Q25 순차입금 3.7조원, 2024년 기준 순이자비용 2,314억원이 우려요인이었으나, 2026년 순이자비용은 약 1,600억원으로 낮아질 것을 기대한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	9,522	284	51	89	76.3	7.9	1.5	2.2	4.9
2024	9,999	96	-363	-497	-7.5	7.9	0.9	-13.9	8.9
2025E	10,469	221	37	54	70.0	8.9	1.2	1.5	n/a
2026E	10,814	334	64	95	40.1	8.0	1.2	3.0	n/a
2027E	10,922	425	228	336	11.3	7.2	1.1	10.0	n/a

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. 한온시스템 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25	4Q25E	2024	2025(E)	2026(E)
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,591	2,706	2,556	9,999	10,469	10,814
매출원가	2,185	2,327	2,247	2,428	2,427	2,368	2,418	2,325	9,187	9,537	9,711
%, 매출원가율	90.8	90.9	89.9	95.8	92.7	91.4	89.4	90.9	89.9	95.8	92.7
판관비	155	161	156	245	169	167	192	182	717	710	769
%, 판관비율	6.7	6.6	6.4	9.7	6.5	6.5	7.1	7.1	6.4	9.7	6.5
영업이익	65	72	96	-138	21	55	95	50	96	221	334
영업이익률(%)	2.7	2.8	3.9	-5.4	0.8	2.1	3.5	1.9	3.9	-5.4	0.8
당기순이익(지배)	10	-31	-19	-318	-23	-13	55	18	-359	37	65

자료: 한온시스템, 상상인증권

표 2. 한온시스템 실적전망치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	2025E			2026E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
매출액	10,285	10,469	1.8	10,388	10,814	4.1
영업이익	203	221	9.3	440.7	334	-24.2
세전이익	-76	46	-	78	80	3.2
당기순이익	-61	37	-	63	65	3.9
영업이익률	2.0	2.1	-	4.2	3.1	-
세전이익률	-0.7	0.4	-	0.8	0.7	-
순이익률	-0.6	0.4	-	0.6	0.6	-

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,696.9	4,439.0	3,387.1	3,448.8	3,520.7
현금 및 현금성자산	778.6	1,346.5	264.3	226.8	255.1
매출채권	1,287.7	1,348.9	1,370.8	1,411.9	1,423.2
재고자산	1,140.4	1,241.2	1,229.3	1,266.2	1,276.3
비유동자산	5,547.5	6,181.2	6,088.8	6,023.2	5,977.0
관계기업투자등	85.4	101.2	105.3	109.5	114.0
유형자산	2,716.5	2,863.7	2,700.8	2,563.4	2,447.3
무형자산	2,126.0	2,351.4	2,382.5	2,413.6	2,441.0
자산총계	9,244.4	10,620.3	9,475.9	9,472.0	9,497.7
유동부채	3,576.1	5,033.8	4,565.3	4,438.0	4,266.2
매입채무	1,905.8	2,195.9	2,067.0	2,129.1	2,146.1
단기금융부채	1,475.9	2,583.7	2,233.7	2,033.7	1,833.7
비유동부채	3,159.8	2,587.7	2,660.1	2,719.0	2,688.6
장기금융부채	2,710.2	2,131.4	2,185.7	2,225.7	2,175.7
부채총계	6,735.9	7,621.5	7,225.4	7,157.0	6,954.9
지배주주지분	2,371.7	2,853.5	2,105.2	2,169.7	2,397.5
자본금	53.4	67.9	67.9	67.9	67.9
자본잉여금	-23.1	561.0	561.0	561.0	561.0
이익잉여금	2,103.1	1,701.5	1,514.5	1,578.9	1,806.8
비지배주주지분	136.8	145.3	145.3	145.3	145.3
자본총계	2,508.5	2,998.7	2,250.5	2,315.0	2,542.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	517.4	1,051.9	13.5	702.3	858.8
당기순이익(손실)	58.9	-358.6	37.2	64.9	229.5
현금수익비용기감	895.1	1,410.5	124.8	663.4	644.2
유형자산감가상각비	418.1	443.3	477.9	452.5	431.0
무형자산상각비	180.3	207.9	200.8	203.2	205.7
기타현금수익비용	-115.3	166.9	-882.8	-315.0	-318.5
운전자본 증감	-193.5	0.0	-148.4	-26.0	-14.8
매출채권의 감소(증가)	-21.0	177.3	-21.8	-41.1	-11.3
재고자산의 감소(증가)	-140.4	-48.5	11.9	-36.9	-10.1
매입채무의 증가(감소)	27.8	-220.9	-128.8	62.0	17.0
기타영업현금흐름	-59.9	92.1	-9.6	-10.0	-10.4
투자활동 현금흐름	-677.3	-1,001.6	-576.1	-579.9	-580.5
유형자산 처분(취득)	-416.3	-411.5	-315.0	-315.0	-315.0
무형자산 감소(증가)	-316.9	-347.7	-232.0	-234.2	-233.1
투자자산 감소(증가)	24.5	2.9	6.1	5.9	5.7
기타투자활동	31.5	-245.4	-35.1	-36.5	-38.0
재무활동 현금흐름	-480.3	517.6	-519.7	-160.0	-250.0
차입금의 증가(감소)	-295.2	98.4	-295.7	-160.0	-250.0
자본의 증가(감소)	-192.1	419.2	-223.9	0.0	0.0
배당금 지급	192.1	178.5	223.9	0.0	0.0
기타재무활동	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-650.6	567.9	-1,082.2	-37.5	28.3
기초현금	1,429.1	778.6	1,346.5	264.3	226.8
기말현금	778.6	1,346.5	264.3	226.8	255.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,521.6	9,998.7	10,469.2	10,813.6	10,921.7
매출원가	8,612.0	9,186.5	9,537.4	9,710.6	9,720.3
매출총이익	909.6	812.2	931.8	1,103.0	1,201.4
판매비와 관리비	626.0	716.6	710.4	768.9	776.6
영업이익	283.6	95.5	221.4	334.1	424.8
EBITDA	882.0	746.7	900.1	989.7	1,061.5
금융손익	-92.9	-152.4	-103.8	-136.6	-8.3
관계기업등 투자손익	12.5	12.8	10.6	10.6	10.6
기타영업외손익	-52.4	-285.6	-82.1	-127.6	-142.7
세전계속사업이익	150.7	-329.7	46.0	80.5	284.4
계속사업법인세비용	84.8	19.6	8.9	15.6	55.0
당기순이익	58.9	-358.6	37.2	64.9	229.5
지배주주순이익	51.0	-363.3	36.9	64.5	227.8
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	8.9	10.2	11.0
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.1	3.1	3.9
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.5	8.6	9.2	9.7
세전이익률 (%)	1.6	-3.3	0.4	0.7	2.6
지배주주순이익률 (%)	0.5	-3.6	0.4	0.6	2.1
ROA (%)	0.6	-3.7	0.4	0.7	2.4
ROE (%)	2.2	-13.9	1.5	3.0	10.0
ROIC (%)	2.3	1.1	2.8	4.3	5.5

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	76.3	-7.5	70.0	40.1	11.3
P/B	1.5	0.9	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	7.9	8.9	8.0	7.2
P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	4.9	8.9	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	10.4	5.0	4.7	3.3	1.0
영업이익 증가율	10.5	-66.3	131.7	50.9	27.1
세전이익 증가율	55.1	적전	흑전	74.8	253.4
지배주주순이익 증가율	149.5	적전	흑전	74.8	253.4
EPS 증가율	149.5	적전	흑전	74.8	253.4
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	321.1	309.2	273.5
유동비율	103.4	88.2	74.2	77.7	82.5
순차입금/자기자본	135.2	112.0	184.1	173.7	147.2
영업이익/금융비용	1.5	0.4	0.8	1.3	1.8
총차입금 (십억원)	4,186.1	4,715.1	4,419.3	4,259.3	4,009.3
순차입금 (십억원)	3,391.1	3,357.7	4,143.7	4,020.8	3,742.0
주당지표 (원)					
EPS	89	-497	54	95	336
BPS	4,443	4,204	3,102	3,197	3,532
SPS	16,575	13,688	15,424	15,931	16,091
DPS	330	330	n/a	n/a	n/a

▣ 한온시스템 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



▣ Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:유민기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 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 추천증목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천증목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천증목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

▣ 투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고		
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.5%	절대수익률 15% 초과		
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.5%	절대수익률 +15% ~ -15%		
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과		