

한온시스템 (018880)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 자동차/부품 | 2025.8.18

실적은 좋았으나, 불확실성은 확대

2Q25 Preview

한온시스템은 2Q25P 매출액 2.9조원(+11.7% YoY, +9.2% QoQ), 영업이익 643억 원(-10.2% YoY, +205.1% QoQ OPM 2.2%)을 기록, 시장 컨센서스를 상회했다. 1) 유럽 중심 판매량 증가, 2) 리커버리 개선 및 매출원가율 감소로 수익성이 개선됐다.

불확실성 확대

2분기 누적 주주는 4억 2600만 달러를 기록, 관세 등 불확실한 정책 영향으로 주주가 지연되고 있는 상황이다. 매출원가율은 91.1%(-1.6%p QoQ)를 기록, 구조조정 등을 통해 수익성은 개선되고 있으나, R&D 자산화 범위 축소에 따른 비용 증가와 알루미늄/부품 관세 영향은 지속될 전망이다.

동사의 순차입금은 2023년 3.4조원 → 2024년 3.2조원 → 2025년 3.9조원으로 재무건전성이 악화됐다. 동사는 재무구조 개선을 위해 주주배정 후 실권주 일반공모 방식의 유상증자를 진행할 예정이다. 9월23일 임시 주주총회 및 이사회 결의를 통해 유상증자 규모가 확정될 계획이다. 차입금 축소와 구조조정 등을 통한 비용구조 개선이 본격화되고 있으며, 2027년부터 구조조정 및 조직 효율화 효과가 본격적으로 나타날 것으로 예상된다.

투자의견은 Buy와 목표주가 3,800원 유지

한온시스템에 대해 투자의견은 Buy와 목표주가 3,800원을 유지한다. 9월 23일 유상증자 이후 EPS는 희석될 것이다. 향후 이에 따른 목표주가 조정 역시 불가피할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,739	10,785	11,014
영업이익	284	96	168	299	367
순이익	59	-359	-22	132	179
EPS (원)	96	-535	-37	189	224
증감률 (%)	149.5	적전	적지	흑전	18.6
PER (x)	76.3	-7.5	-85.2	16.7	14.1
PBR (x)	1.6	1.0	0.8	0.7	0.7
영업이익률 (%)	3.0	1.0	1.6	2.8	3.3
EBITDA 마진 (%)	9.3	7.5	7.6	8.7	9.3
ROE (%)	2.2	-13.9	-0.9	4.4	5.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

Analyst 이병근
bglee@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	3,800 원
현재주가	3,160 원
상승여력	18.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (8/14)	3,225.66 pt
시가총액	21,449 억원
발행주식수	678,763 천주
52 주 최고가/최저가	4,770 / 2,985 원
90 일 일평균거래대금	41.77 억원
외국인 지분율	4.8%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	4,164 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -3.2%
	6개월 -52.0%
	12개월 -43.4%
주주구성	한국투자증권(외4인) 76.4%
	자사주 (외 1인) 0.0%
	강성욱 (외 1인) 0.0%

Stock Price



표1 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출액	9,999	10,739	10,785	2,405	2,560	2,500	2,534	2,617	2,858	2,672	2,592
%yoy	5.0%	7.4%	0.4%	2.7%	5.4%	8.2%	3.8%	8.8%	11.7%	6.9%	2.3%
%qoq				-1.5%	6.5%	-2.3%	1.4%	3.3%	9.2%	-6.5%	-3.0%
영업이익	96	168	299	65	72	94	-135	21	64	50	32
%OPM	1.0%	1.6%	2.8%	2.7%	2.8%	3.7%	-5.3%	0.8%	2.2%	1.9%	1.3%
%yoy	-66.3%	75.7%	77.9%	8.5%	-50.1%	391.1%	적전	-67.7%	-10.2%	-46.6%	흑전
%qoq				7.4%	9.6%	30.9%	적전	흑전	205.1%	-22.2%	-35.1%
세전이익	-330	-23	173	21	-33	-9	-309	-18	-26	19	2
%yoy	-318.8%	-93.0%	-852.1%	-68.8%	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전
%qoq				흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-91.1%
지배순이익	-363	-25	128	8	-34	-22	-316	-24.0	-16	14	1
%NPM	-3.6%	-0.2%	1.2%	0.3%	-1.3%	-0.9%	-12.5%	-0.9%	-0.6%	0.5%	0.0%
%yoy	적전	적지	흑전	-81.1%	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전
%qoq				흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-91.1%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

표2 한온시스템 2Q25 Review

(단위: 십억원)	분기실적			증감		Consensus	
	2Q24	1Q24	2Q25	(YoY)	(QoQ)	2Q25	Diff.
매출액	2,560	2,617	2,858	11.7%	9.2%	2,658	7.5%
영업이익	72	21	64	-10.2%	205.1%	22	196.3%
영업이익률	2.8%	0.8%	2.2%	-0.5%	1.4%	0.8%	1.4%
순이익	(34)	(24)	(16)	-52.0%	-31.7%	(45)	-63.7%

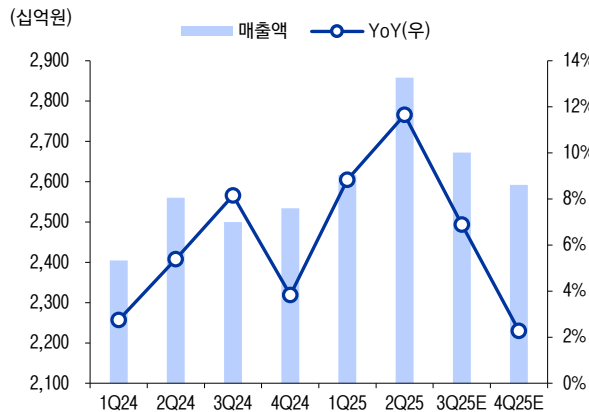
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

표3 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	10,739	10,785	10,455	10,645	2.7%	1.3%
영업이익	168	299	119	289	41.1%	3.3%
영업이익률	-23	173	-14	163	64.1%	6.0%
순이익	-25	128	-21	121	19.8%	6.1%

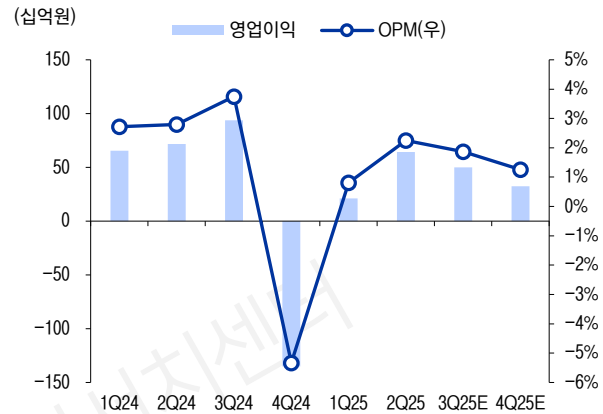
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림1 한온시스템 매출액 추이 및 전망



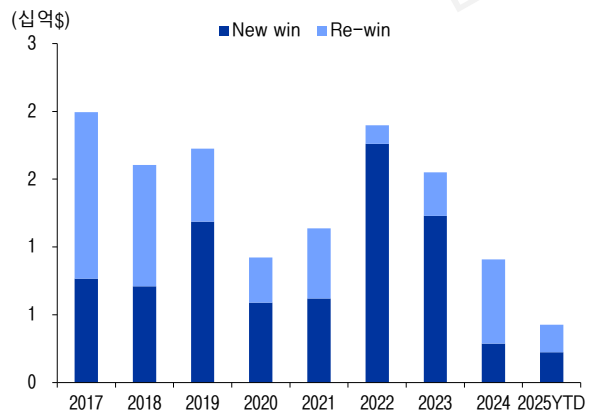
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림2 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



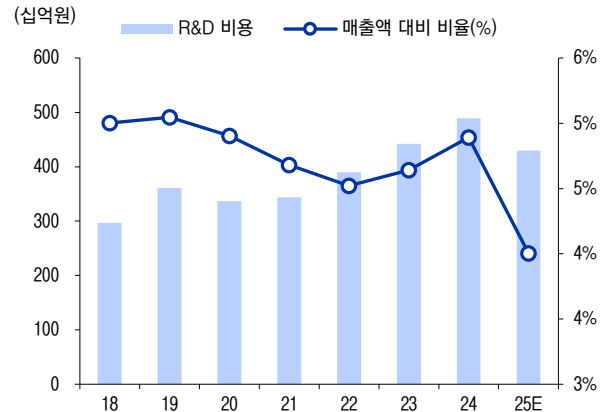
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림3 한온시스템 신규 수주 추이



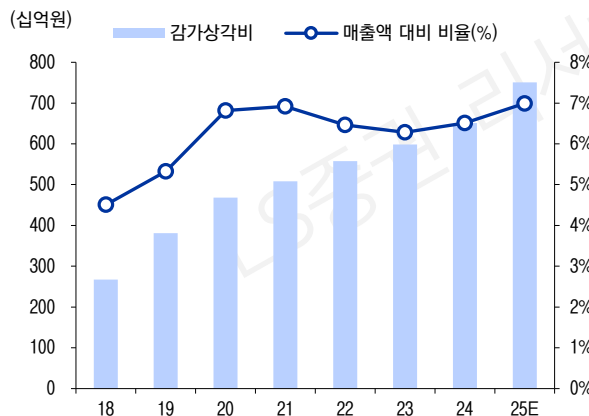
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림4 한온시스템 R&D 비용 추이



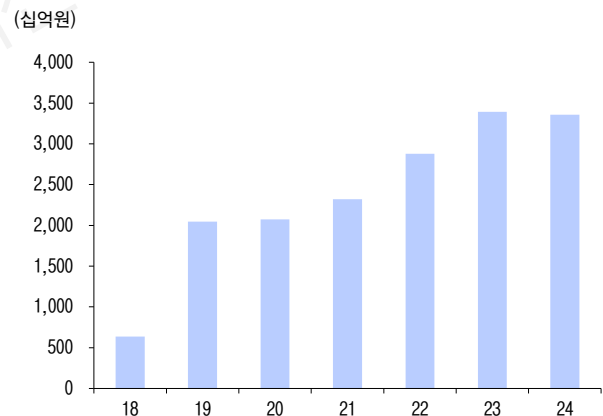
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림5 한온시스템 감가상각비 추이



자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림6 한온시스템 순차입금 추이



자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,383	4,526	4,726
현금 및 현금성자산	779	1,346	1,121	1,196	1,296
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,461	1,486	1,527
재고자산	1,140	1,241	1,262	1,283	1,319
기타유동자산	490	502	539	561	583
비유동자산	5,548	6,181	6,390	6,512	6,625
관계기업투자등	85	101	104	109	113
유형자산	2,716	2,864	2,831	2,779	2,719
무형자산	2,126	2,351	2,498	2,629	2,758
자산총계	9,244	10,620	10,773	11,038	11,351
유동부채	3,576	5,034	4,998	5,102	5,230
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,118	2,154	2,214
단기금융부채	1,476	2,584	2,547	2,602	2,656
기타유동부채	194	254	333	346	360
비유동부채	3,160	2,588	2,802	2,834	2,867
장기금융부채	2,710	2,131	2,284	2,295	2,307
기타비유동부채	450	456	518	539	560
부채총계	6,736	7,622	7,800	7,936	8,097
지배주주지분	2,372	2,853	2,826	2,955	3,107
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,675	1,803	1,955
비지배주주지분(연결)	137	145	147	147	147
자본총계	2,508	2,999	2,973	3,102	3,254

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	517	569	528	756	779
당기순이익(손실)	59	-359	-22	132	179
비현금수익비용가감	895	1,208	664	642	625
유형자산감가상각비	418	443	453	453	463
무형자산상각비	180	208	194	188	190
기타현금수익비용	297	557	-707	-690	-708
영업활동 자산부채변동	-194	31	-28	-18	-25
매출채권 감소(증가)	-21	177	-120	-25	-41
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-5	-21	-36
매입채무 증가(감소)	28	-221	115	36	60
기타자산, 부채변동	-60	123	-18	-8	-8
투자활동 현금흐름	-677	-733	-889	-747	-744
유형자산처분(취득)	-416	-372	-440	-400	-403
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-308	-318	-318
투자자산 감소(증가)	24	3	7	10	17
기타투자활동	32	-16	-147	-39	-40
재무활동 현금흐름	-480	651	139	66	66
차입금의 증가(감소)	-295	98	140	66	66
자본의 증가(감소)	-185	552	0	0	0
배당금의 지급	185	46	0	0	0
기타재무활동	0	0	-1	0	0
현금의 증가	-651	568	-226	75	101
기초현금	1,429	779	1,346	1,121	1,196
기말현금	779	1,346	1,121	1,196	1,296

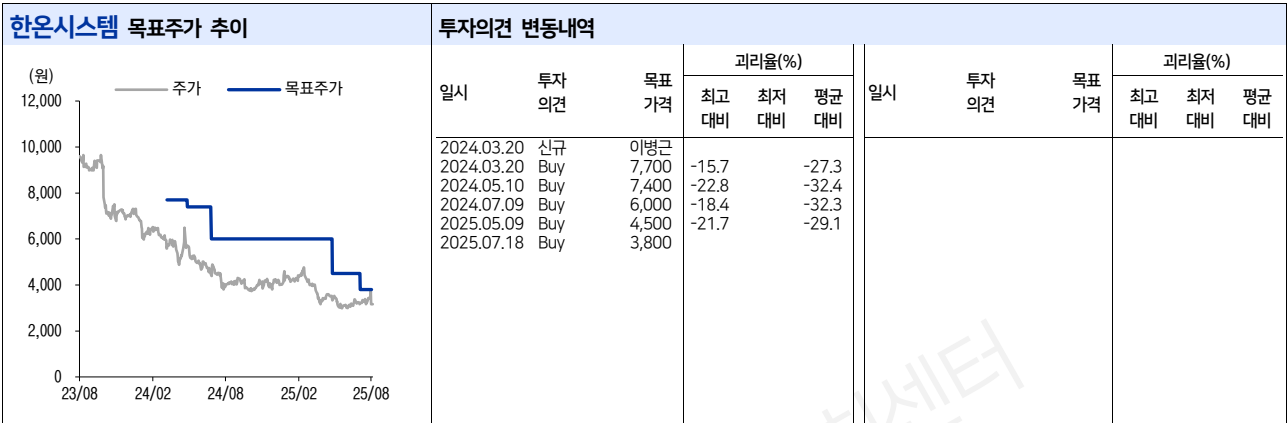
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,739	10,785	11,014
매출원가	8,612	9,187	9,877	9,803	10,001
매출총이익	910	812	863	982	1,013
판매비 및 관리비	626	717	695	684	646
영업이익	284	96	168	299	367
(EBITDA)	882	747	815	939	1,019
금융손익	-93	-152	-77	-75	-72
이자비용	186	265	231	213	196
관계기업등 투자손익	12	13	13	15	22
기타영업외손익	-52	-286	-127	-66	-73
세전계속사업이익	151	-330	-23	173	244
계속사업법인세비용	85	20	-1	41	65
계속사업이익	66	-349	-22	132	179
중단사업이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-22	132	179
지배주주	51	-363	-25	128	152
총포괄이익	333	-73	-22	132	179
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	8.0	9.1	9.2
영업이익률 (%)	3.0	1.0	1.6	2.8	3.3
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.5	7.6	8.7	9.3
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-0.2	1.2	1.6
ROA (%)	0.6	-3.7	-0.2	1.2	1.4
ROE (%)	2.2	-13.9	-0.9	4.4	5.0
ROIC (%)	2.3	1.1	1.9	3.4	4.0

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	76.3	-7.5	-85.2	16.7	14.1
P/B	1.6	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.3	7.4	7.2	6.2	5.7
P/CF	4.1	3.2	3.3	2.8	2.7
배당수익률 (%)	4.3	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	10.4	5.0	7.4	0.4	2.1
영업이익	10.5	-66.3	75.7	77.9	22.9
세전이익	55.1	적전	적지	흑전	41.4
당기순이익	120.2	적전	적지	흑전	35.5
EPS	149.5	적전	적지	흑전	18.6
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	262.3	255.9	248.8
유동비율	103.4	88.2	87.7	88.7	90.4
순차입금/자기자본(x)	135.2	112.0	124.5	119.1	112.5
영업이익/금융비용(x)	1.5	0.4	0.7	1.4	1.9
총차입금 (십억원)	4,186	4,715	4,831	4,897	4,963
순차입금 (십억원)	3,391	3,358	3,703	3,694	3,659
주당지표 (원)					
EPS	96	-535	-37	189	224
BPS	4,443	4,204	4,164	4,353	4,578
CFPS	1,787	1,252	946	1,141	1,185
DPS	316	n/a	n/a	n/a	n/a



Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 당사에 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.2% 10.8% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)