자동차

한온시스템 018880

3Q25 Review: 보여지는 숫자들

Oct 29 2025

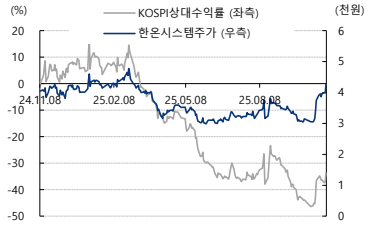
BUY 상향

TP 5,600 원 상향

Company Data

현재가(10/29)	4,265 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	4,770 원
52 주 최저가(보통주)	2,985 원
KOSPI (10/29)	4,081.15p
KOSDAQ (10/29)	901.59p
자본금	679 억원
시가총액	28,949 억원
발행주식수(보통주)	67,876 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	188.0 만주
평균거래대금(60 일)	70 억원
외국인지분(보통주)	5.21%
주요주주	
한국타이어앤테크놀로지 외 9 인	54.79%
한앤코홀딩스	21.63%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	38.7	18.8	9.5
상대주가	16.6	-25.3	-29.8

[자동차, 전력기계] 김광식
6717-6669
20250021@iprovest.com

3Q25 Review: One More Surprise

3분기 실적은 매출액 2.7조원(+8.2% YoY), 영업이익 953억원(+1.7% YoY, OPM 3.5%)로 컨센서스(매출액 2.7조원, 영업이익 541억원) 및 당사 추정치(매출액 2.6조원, 영업이익 660억원) 대비 대규모 수익성 서프라이즈 실현.

주요인은 2분기와 유사한 1) 외형 확장으로 인한 레버리지, 2) 우호적 환율 및 완성차 리커버리, 3) 중장기 수익성 개선 효과. 수익성 개선 활동 효과 1분기 대비 3분기 인건비 비중 -1.4%p, 외재료비 -3.4%p, 물류비 -0.4%p 감소하여 유의미한 효과 발생. 외부 창고 임대 수도 연초 72개에서 53개까지 감축 진행 등 추가적인 개선 이어질 것. 관세 495억원 반영되었으나, 90% 이상 환입 발생하였으며 향후 손익 미치는 영향 제한적. 원가상승분 재협상은 당분기 목표치 미달하였으나, 관세 협상 마무리됨에 따라서 원가 협상 집중으로 추가 수익성 개선 기대 가능. EBITDA 2,538억원(+11.4% YoY)으로 전년 대비 증가하며 현금 흐름 개선 지속, 순이자비용 513억원(-10.2% YoY)도 감소 지속. 환율 영향에 따른 긍정적 외환 손익으로 세전이익 911억원(흑전 YoY)으로 6개 분기만에 흑자 기록. 신규수주는 3분기 누적 5.7억 달러로 25년 목표 15억 달러 대비 부진. 공격적인 외형 성장 제한적이나, 기잔고로 27년 12조원 수준 달성은 무난할 전망.

4분기도 긍정적, 중장기 수익성 개선 기대

동사는 28년까지 원가율 85% 목표, 25년 누적 91% 대비 6%p 개선 의지. 당사 27년 원가율 추정치는 88% 수준, 28년부터 외형성장 나타날 경우 불가능한 수치 아니라고 판단. 향후 불확실한 외부환경에서 수주 물량 확보와 수익성 개선이 관건. 4분기 실적은 매출액 2.7조원(+6.2% YoY), 영업이익 980억원(흑전 YoY, OPM 3.6%) 예상. 2분기 연속 서프라이즈로 수익성 개선 가시성 높아지는 중. 부진한 유럽 구조조정 실적 중장기적으로는 부정적 영향 있으나, 단기적으로는 연내 추가 충당금 미설정으로 4분기 긍정적 영향.

12월말 예정된 유상증자는 지분율 비율에 맞추어 최대주주 참여 예정으로 소액주주 가치 훼손 우려 해소되었으며 중장기 수익성 개선 흐름 이어질 것으로 전망. 추정치 및 타겟 밸류에이션 조정하여 목표주가 5,600원, 투자의견을 BUY로 상향 조정함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	9,522	9,999	10,874	11,328	12,089
YoY(%)	10.4	5.0	8.8	4.2	6.7
영업이익(십억원)	284	96	278	383	592
OP 마진(%)	3.0	1.0	2.6	3.4	4.9
순이익(십억원)	59	-359	97	199	415
EPS(원)	96	-676	148	177	352
YoY(%)	149.5	적전	흑전	19.7	99.1
PER(배)	76.3	-5.9	28.9	24.1	12.1
PCR(배)	4.1	2.5	1.6	2.4	2.1
PBR(배)	1.6	1.0	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.4	7.4	6.0	4.5	3.6
ROE(%)	2.2	-13.9	3.5	5.1	8.6

[도표 1] 한온시스템 실적 테이블

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25(P)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,617	2,858	2,706	2,692	9,999	10,874	11,328
Europe	767	773	755	784	822	907	836	865	3,078	3,431	3,575
Americas	666	740	767	743	793	848	816	800	2,916	3,257	3,368
Korea	664	737	635	725	688	781	720	701	2,761	2,890	2,962
China	132	143	142	147	123	126	134	140	565	523	546
Others	178	166	197	137	191	195	200	186	679	772	878
매출총이익	220	233	252	107	190	254	288	292	812	1,024	1,175
GPM	*9.2*	*9.1*	*10.1*	*4.2*	*7.3*	*8.9*	*10.6*	*10.9*	*8.1*	*9.4*	*10.4*
영업이익	65	72	96	-138	21	64	95	98	96	278	383
OPM	*2.7*	*2.8*	*3.9*	*-5.4*	*0.8*	*2.2*	*3.5*	*3.6*	*1.0*	*2.6*	*3.4*
세전이익	11	-2	3	7	-17	-26	95	97	-330	149	203
세전이익률	0.4	-0.1	0.1	0.3	-0.7	-0.9	3.5	3.6	-3.3	1.4	1.8
지배주주순이익	8	-34	-22	-316	-24	-16	55	86	-363	100	179
NPM	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-0.9	-0.6	2.0	3.2	-3.6	0.9	1.6
YoY											
매출액	*2.7*	*5.4*	*7.4*	*4.6*	*8.8*	*11.7*	*8.3*	*6.2*	*5.0*	*8.8*	*4.2*
Europe	*-2.2*	*-1.8*	*3.6*	*7.0*	*7.1*	*17.4*	*10.8*	*10.5*	*1.5*	*11.5*	*4.2*
Americas	*9.5*	*14.1*	*19.8*	*20.6*	*19.1*	*14.6*	*6.3*	*7.7*	*16.0*	*11.7*	*3.4*
Korea	*0.2*	*12.0*	*5.3*	*7.6*	*3.7*	*6.0*	*13.4*	*-3.4*	*6.3*	*4.7*	*2.5*
China	*6.6*	*-7.8*	*-16.2*	*-25.1*	*-7.0*	*-11.8*	*-6.0*	*-4.8*	*-12.5*	*-7.4*	*4.3*
Others	*10.2*	*-8.7*	*5.7*	*-32.8*	*7.4*	*17.3*	*1.4*	*35.8*	*-7.6*	*13.8*	*13.6*
매출총이익	2.7	-17.9	33.2	-51.7	-13.6	9.1	14.1	172.1	-10.7	26.1	14.8
영업이익	8.5	-50.1	374.3	-330.9	-67.7	-10.2	-1.6	-171.2	-66.3	191.1	37.6
세전이익	*-50.1*	*-106.4*	*-79.0*	*-68.9*	*-183.5*	*-21.8*	*흑전*	*흑전*	*-318.8*	*흑전*	*36.7*
지배주주순이익	*-81.1*	*-131.8*	*-52.3*	*476.6*	*-389.6*	*-52.0*	*흑전*	*흑전*	*-812.4*	*흑전*	*78.2*

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] EV/EBITDA Multiple Valuation

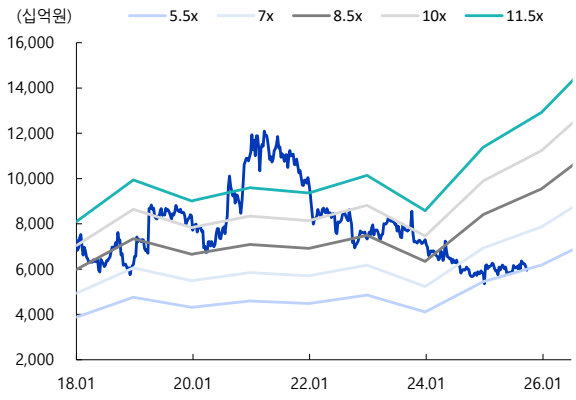
항목명	단위		비 고
EBITDA	십억원	1,123	(a): 26 년 예상 EBITDA
Target EV/EBITDA	배	6.8	(b): 과거 10 년 월간 12MF EV/EBITDA 평균 대비 -1σ
적정 EV	십억원	7,688	(c): (a) x (b)
순차입금	%	1,982	(d): 26 년말 예상 순차입금
적정시가총액	십억원	5,706	(e): (c) - (d)
주식발행총수	천주	1,026,141	(f): 26 년말 예상 주식발행총수
적정주가	원	5,560	(g): (e) / (f)
목표주가	**원**	**5,600**	**십의 자리 반올림**
현재주가	원	4,265	25/10/29 종가
상승여력	**%**	**31.3**	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한온시스템 12MF P/B Band Chart

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한온시스템 12MF EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 한온시스템 유상증자 일정

날짜	내 용
2025-09-23	이사회결의, 신주발행 및 기준일 공고
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	신주인수권증서 상장 거래기간
2025-12-11	신주인수권증서 상장 폐지
2025-12-16, 17	확정 발행가액 산정, 공고
2025-12-19, 22	구주주 청약 및 초과청약
2025-12-23	일반공모 청약 공고
2025-12-24, 26	일반공모 청약
2025-12-30	환불 및 배정 공고, 주금 납입
2026-01-12	신주유통 개시일
2026-01-12	신주상장 예정일

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 한온시스템 유상증자 조달 금액 및 사용 목적

내용	금액 (십억원)	사용 시기 및 세부 내용
자금조달금액		
모집 매출총액	900	
순수입금	896	발행제비용 제외
자금 사용목적		
채무상환자금	800	`25 년, 브릿지론 상환자금
운영자금	51	`26 년, 매입채무 상환
시설자금	49	eCOMP 신규투자 및 내연기관용 압축기 설비 투자

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한온시스템 018880]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,874	11,328	12,089
매출원가	8,612	9,187	9,850	10,152	10,651
매출총이익	910	812	1,024	1,175	1,438
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	9.4	10.4	11.9
판매비와관리비	626	717	746	792	846
영업이익	284	96	278	383	592
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.6	3.4	4.9
EBITDA	882	747	990	1,123	1,352
EBITDA Margin (%)	9.3	7.5	9.1	9.9	11.2
영업외손익	-133	-425	-129	-178	-143
관계기업손익	12	13	11	12	12
금융수익	131	189	490	397	373
금융비용	-218	-470	-596	-485	-485
기타	-58	-157	-34	-102	-43
법인세비용차감전순손익	151	-330	149	204	449
법인세비용	85	20	52	5	34
계속사업순손익	66	-349	97	199	415
중단사업순손익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	97	199	415
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	0.9	1.8	3.4
비지배지분순이익	8	5	-3	20	54
지배지분순이익	51	-363	100	179	361
지배순이익률 (%)	0.5	-3.6	0.9	1.6	3.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	263	298	298	298	298
포괄순이익	322	-60	395	498	714
비지배지분포괄이익	8	19	-14	50	93
지배지분포괄이익	314	-80	409	448	621

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,521	4,720	4,783
현금및현금성자산	779	1,346	1,215	1,305	1,181
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,457	1,513	1,607
재고자산	1,140	1,241	1,350	1,406	1,501
기타유동자산	490	502	499	496	495
비유동자산	5,548	6,181	5,850	5,855	5,884
유형자산	2,716	2,864	2,779	2,700	2,632
관계기업투자금	81	95	108	121	134
기타금융자산	11	18	18	18	18
기타비유동자산	2,739	3,204	2,945	3,016	3,100
자산총계	9,244	10,620	10,371	10,575	10,667
유동부채	3,576	5,034	4,870	3,926	3,822
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,314	2,170	2,267
차입금	967	1,959	1,959	1,159	959
유동성채무	500	483	200	200	200
기타유동부채	203	396	396	396	396
비유동부채	3,160	2,588	2,397	2,410	2,225
차입금	1,266	788	688	688	488
사채	1,413	1,338	1,238	1,238	1,238
기타비유동부채	481	462	470	484	499
부채총계	6,736	7,622	7,266	6,336	6,048
지배지분	2,372	2,853	2,955	4,034	4,396
자본금	53	68	68	103	103
자본잉여금	-23	561	561	1,426	1,426
이익잉여금	2,103	1,702	1,802	1,981	2,342
기타자본변동	14	13	14	14	14
비지배지분	137	145	150	205	224
자본총계	2,508	2,999	3,105	4,240	4,619
총차입금	4,177	4,573	4,086	3,285	2,885

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	1,097	1,198	1,485
당기순이익	59	-359	97	199	415
비현금항목의 가감	895	1,208	1,230	1,174	1,191
감가상각비	418	443	485	504	517
외환손익	-54	-62	-89	-70	-72
지분법평가손익	-12	-13	-11	-12	-12
기타	543	840	845	752	758
자산부채의 증감	-194	31	23	-26	29
기타현금흐름	-243	-311	-252	-150	-150
투자활동 현금흐름	-677	-733	-609	-635	-661
투자자산	5	0	0	0	0
유형자산	-481	-386	-400	-425	-450
기타	-201	-347	-209	-210	-211
재무활동 현금흐름	-480	651	-557	25	-475
단기차입금	-390	-17	0	-800	-200
사채	-95	-102	-100	0	0
장기차입금	262	293	-100	0	-200
자본의 증가(감소)	0	599	0	900	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타	-72	-75	-357	-75	-75
현금의 증감	-651	568	-131	90	-124
기초 현금	1,429	779	1,346	1,215	1,305
기말 현금	779	1,346	1,215	1,305	1,181
NOPLAT	124	101	181	373	548
FCF	48	398	516	663	887

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	96	-676	148	177	352
PER	76.3	-5.9	28.9	24.1	12.1
BPS	4,443	4,204	4,354	3,932	4,284
PBR	1.6	1.0	1.0	1.1	1.0
EBITDAPS	1,652	1,390	1,459	1,107	1,318
EV/EBITDA	8.4	7.4	6.0	4.5	3.6
SPS	17,837	18,607	16,020	11,163	11,781
PSR	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
CFPS	89	740	760	653	864
DPS	316	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	10.4	5.0	8.8	4.2	6.7
영업이익 증가율	10.5	-66.3	191.1	37.6	54.7
순이익 증가율	120.2	적전	흑전	105.8	108.3
수익성					
ROIC	2.3	1.8	3.1	6.2	8.8
ROA	0.6	-3.7	1.0	1.7	3.4
ROE	2.2	-13.9	3.5	5.1	8.6
안정성					
부채비율	268.5	254.2	234.0	149.4	130.9
순차입금비율	45.2	43.1	39.4	31.1	27.0
이자보상배율	1.5	0.4	1.2	2.2	4.1

자료: HD 현대일렉트릭, 교보증권 리서치센터

한온시스템 최근 2 년간 목표주가 변동추이

최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.16	매수	8,000	(25.69)	(18.50)					
2024.05.10	매수	8,000	(42.66)	(18.50)					
2025.05.27	담당자변경								
2025.05.27	매수	4,100	(20.55)	(7.44)					
2025.08.27	매수	3,700	(7.11)	7.84					
2025.10.29	매수	5,600							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7	3.8	1.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하