한온시스템 (018880)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

비용 절감보다 구조적 성장이 절실

M.PERFORM **TP 4,200원**

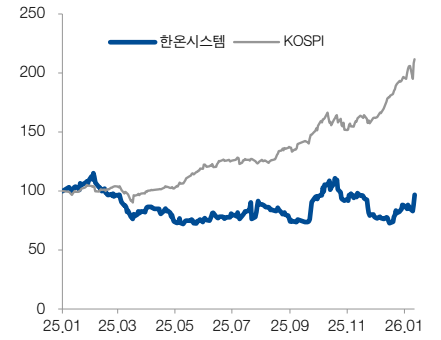
현재주가 (2/4)	3,725원
상승여력	12.8%
시가총액	3,823십억원
발행주식수	1,026,263천주
자본금/액면가	68십억원/100원
52주 최고가/최저가	4,434원/2,775원
일평균 거래대금 (60일)	24십억원
외국인 지분율	9.83%
주요주주 지분율	
한국타이어앤테크놀로지 외 11 인	51.09%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	26.9	-9.5	22.2
상대주가(%p)	1.8	-30.6	-28.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	-76	37	3,800
After	-235	121	4,200
Consensus	70	189	4,297
Cons. 차이	-435.7%	-36.0%	-2.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q25 영업이익은 912억원(흑전 yoy, OPM 3.4%) 기록, 컨센서스 815억원 11.9% 상회. 우호적 환율 영향과 벤츠, VW, BMW, 스텔란티스 등 고객 선전으로 유럽 매출액이 크게 상승하며 전사 이익 증가 견인. 90% 수준의 관세 비용을 고객사로부터 정산 받으며 기대 상회
- 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 4,200원으로 기존 3,800원대비 10.5% 상향. 목표주가는 글로벌 주요 공조업체 2025~2026년 P/E 평균 14.0배(기존 2024~2025년 평균 12.9배)와 손익 회복을 예상하는 FY2 선행 EPS인 당사 예상 2028년 EPS 299원(기존 2027년 예상 EPS 291원) 적용. 경쟁사 Valuation 상승과 적용 EPS 변경으로 목표가 상향했으나 상승 여력 높지 않아 기존과 투자의견 유지

주요이슈 및 실적전망

- 4Q25 Review: 관세 리커버리로 영업이익 상회, 연구개발비 손상차손으로 세전이익 악화
  1) 매출액 2.70조원(+6.6% yoy, -0.1% qoq), 영업이익 912억원(흑전 yoy, -4.4% qoq, OPM 3.4%), 지배순적자 1,961억원(적지 yoy, 적전 qoq) 기록해 시장대비 이익 영업 상회, 세전 하회
  2) 요인: MB, VW, BMW, GM, 스텔란티스 등 주요 고객사의 볼륨 증가, 유럽(+14%), 미주(+7%)의 매출 성장, 우호적 환율, 95% 관세 리커버리로 예상 상회. R&D 자산화율 축소로 원가 상승, GM, Ford 등 EV 전략 변경 고객에 따른 연구개발비 손상차손 발생으로 세전 적자를 기록했으나 2026년 상반기 중 정산 기대. 수주는 고객사 발주 지연과 EV 전략 축소로 전년 9.08억달러 대비 감소한 8.85억달러 기록 (목표대비 59%)
- Key Takeaways: 수익성 개선을 위해 선택 가능한 카드는 제한적
  동사의 이익 개선은 1) 전기차 전환 재점화 및 주요 고객 수주 확대, 전동화 제품 매출 성장 가시화 혹은 2) 인건비, 운반비 등 주요 비용 절감, 3) 유무형감가비 부담 축소에 의해 가능. 전방 수요는 EV 전략 축소로 단기 가시화가 어려운 상황(2026년 매출액 가이던스 1% 증가 목표). R&D 자산화 비중 축소와 구조조정 지연에도 물류비, 재료 등 비용 절감으로 수익성 개선 중이나 시장 기대를 넘는 4% 이상 영업이익률 목표를 달성하기 위해서는 단기 일회성 비용을 수반한 구조조정 전략이 불가피

주가전망 및 Valuation

- 재료비 절감, 물류 합리화로 원가 절감으로 계획대비 빠른 수익성 개선으로 당초 목표한 현금흐름이 가능한 4%이상 OPM 목표 시점을 1년 당길 계획 발표 긍정적. 단, 추가적인 주가 상승을 위해서는 불용 자산에 대한 상각과 인력 조정으로 운영 효율화 등 구조조정 속도 필요

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	9,522	284	51	882	84	149.5	80.7	1.7	8.4	2.2	4.7
2024	9,999	96	-363	747	-594	적전	NA	1.0	7.5	-13.9	0.0
2025F	10,884	272	-182	1,016	-235	적지	NA	1.1	5.7	-6.5	2.0
2026F	11,443	427	124	1,273	121	흑전	30.8	1.4	5.9	4.5	1.6
2027F	11,978	481	179	1,367	175	44.5	21.3	1.3	5.5	6.3	1.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한온시스템 4Q25 Review: 영업이익은 912억원 기록해 컨센서스 11.9% 상회 (십억원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	4Q25P	4Q24	3Q25	(yoy)	(qoq)	4Q25	대비	4Q25	대비
매출액	2,702.5	2,535.6	2,705.7	6.6	(0.1)	2,678.4	0.9	2,695.5	0.3
영업이익	91.2	(137.6)	95.3	흑전	(4.4)	78.0	16.9	81.5	11.9
세전이익	(166.3)	(311.2)	91.1	적지	적전	(63.7)	-	31.2	-
지배순이익	(196.1)	(315.8)	54.7	적지	적전	(65.7)	-	36.7	-
영업이익률(%)	3.4	(5.4)	3.5	8.8	(0.1)	2.9	0.5	3.0	0.4
세전이익률(%)	(6.2)	(12.3)	3.4	6.1	(9.5)	(2.4)	(3.8)	1.2	(7.3)
지배순이익률(%)	(7.3)	(12.5)	2.0	5.2	(9.3)	(2.5)	(4.8)	1.4	(8.6)

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 한온시스템 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	10,884	11,443	10,860	11,202	0.2%	2.1%
영업이익	272	427	259	308	5.1%	38.4%
세전이익	-118	159	-16	32	-	396.4%
당기순이익	-181	125	-48	25	-	396.4%

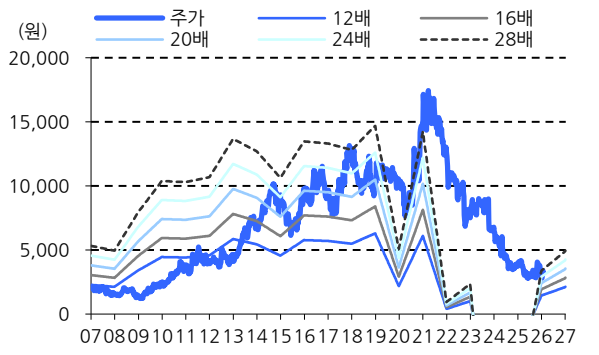
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	14.0	①, 글로벌 주요 공조업체 2025 년~2026 년 P/E 평균
적용 EPS(원)	299	②, 2028F EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	4,200	① X ②
전일 종가(원)	3,725	기준 주가 (2026.02.04)
Upside Potential(%)	12.8%	
투자의견	M.PERFORM	

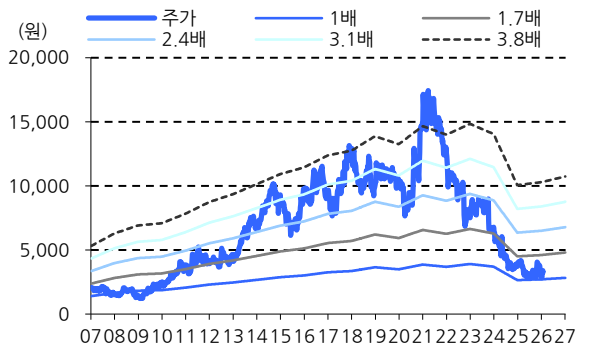
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

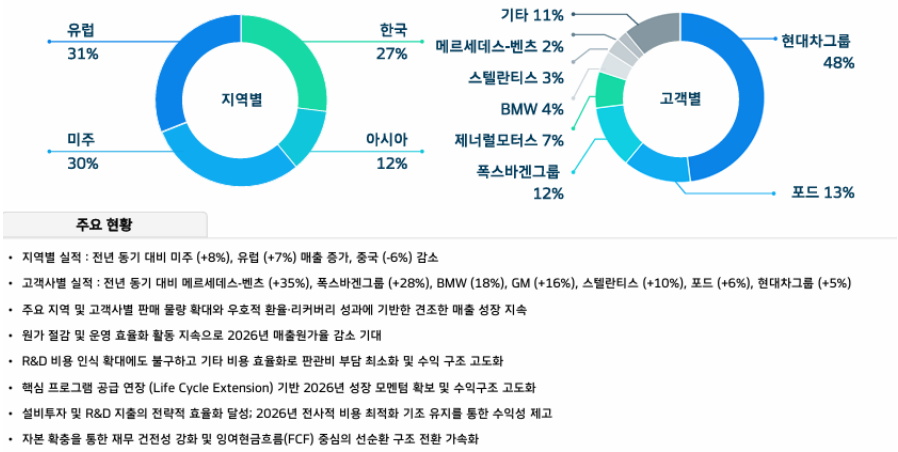
〈표4〉 한온시스템 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,617.3	2,858.2	2,705.7	2,702.5	2,766.5	2,955.3	2,865.9	2,855.0	10,883.7	11,442.7	11,977.7
>아시아	1,403.4	1,529.6	1,497.5	1,483.6	1,508.5	1,586.2	1,575.5	1,558.8	5,914.1	6,229.0	6,509.7
>미주	771.5	809.5	801.8	809.6	798.5	829.8	853.9	862.3	3,192.5	3,344.5	3,495.0
>유럽	1,378.6	1,526.2	1,396.6	1,450.5	1,509.5	1,620.8	1,512.5	1,585.4	5,751.8	6,228.2	6,757.6
>조정	(936.2)	(1,007.1)	(990.2)	(1,041.3)	(1,050.0)	(1,081.5)	(1,076.1)	(1,151.4)	(3,974.7)	(4,359.0)	(4,784.5)
영업이익	21.1	64.3	95.3	91.2	99.6	111.3	118.3	97.4	271.8	426.6	480.6
세전이익	(17.3)	(25.6)	91.1	(166.3)	32.5	44.1	51.6	31.0	(118.1)	159.2	230.6
지배순이익	(22.6)	(15.1)	55.3	(198.1)	25.3	34.4	40.3	24.2	(180.5)	124.2	179.4
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.4	3.6	3.8	4.1	3.4	2.5	3.7	4.0
세전이익률	(0.7)	(0.9)	3.4	(6.2)	1.2	1.5	1.8	1.1	(1.1)	1.4	1.9
순이익률	(0.9)	(0.5)	2.0	(7.3)	0.9	1.2	1.4	0.8	(1.7)	1.1	1.5
% yoy											
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	5.7	3.4	5.9	5.6	8.9	5.1	4.7
>아시아	7.0	10.4	12.1	9.0	7.5	3.7	5.2	5.1	9.7	5.3	4.5
>미주	17.5	8.9	6.5	7.0	3.5	2.5	6.5	6.5	9.7	4.8	4.5
>유럽	9.0	19.9	7.6	14.0	9.5	6.2	8.3	9.3	12.6	8.3	8.5
영업이익	(67.7)	(10.2)	(1.0)	흑전	372.4	73.2	24.2	6.8	184.5	56.9	12.7
세전이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	(43.3)	흑전	적지	흑전	44.8
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	(27.1)	흑전	적지	흑전	44.5
% qoq											
매출액	3.2	9.2	(5.3)	(0.1)	2.4	6.8	(3.0)	(0.4)	-	-	-
>아시아	3.2	9.0	(2.1)	(0.9)	1.7	5.2	(0.7)	(1.1)	-	-	-
>미주	2.0	4.9	(1.0)	1.0	(1.4)	3.9	2.9	1.0	-	-	-
>유럽	8.3	10.7	(8.5)	3.9	4.1	7.4	(6.7)	4.8	-	-	-
영업이익	흑전	205.1	48.2	(4.4)	9.2	11.8	6.3	(17.7)	-	-	-
세전이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	35.9	17.0	(40.0)	-	-	-
지배순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	35.9	17.0	(40.0)	-	-	-

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 매출 비중 (4Q25)

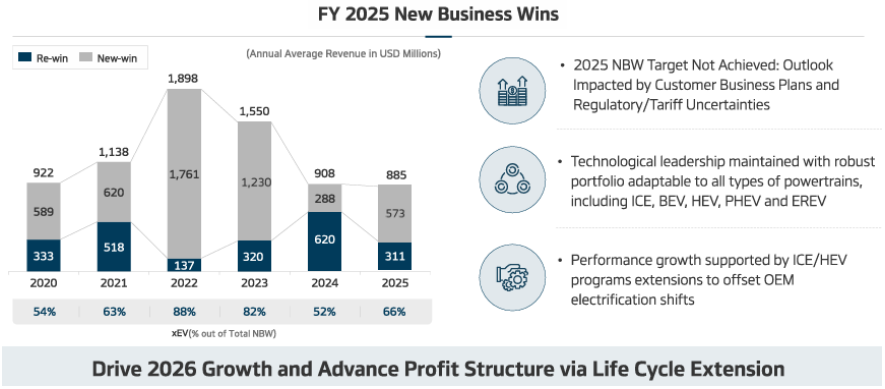


주요 현황

- 지역별 실적 : 전년 동기 대비 미주 (+8%), 유럽 (+7%) 매출 증가, 중국 (-6%) 감소
- 고객사별 실적 : 전년 동기 대비 메르세데스-벤츠 (+35%), 폭스바겐그룹 (+28%), BMW (18%), GM (+16%), 스텔란티스 (+10%), 포드 (+6%), 현대차그룹 (+5%)
- 주요 지역 및 고객사별 판매 물량 확대와 우호적 환율·리커버리 성과에 기반한 견조한 매출 성장 지속
- 원가 절감 및 운영 효율화 활동 지속으로 2026년 매출원가율 감소 기대
- R&D 비용 인식 확대에도 불구하고 기타 비용 효율화로 판관비 부담 최소화 및 수익 구조 고도화
- 핵심 프로그램 공급 연장 (Life Cycle Extension) 기반 2026년 성장 모멘텀 확보 및 수익구조 고도화
- 설비투자 및 R&D 지출의 전략적 효율화 달성; 2026년 전사적 비용 최적화 기조 유지를 통한 수익성 제고
- 자본 확충을 통한 재무 건전성 강화 및 잉여현금흐름(FCF) 중심의 선순환 구조 전환 가속화

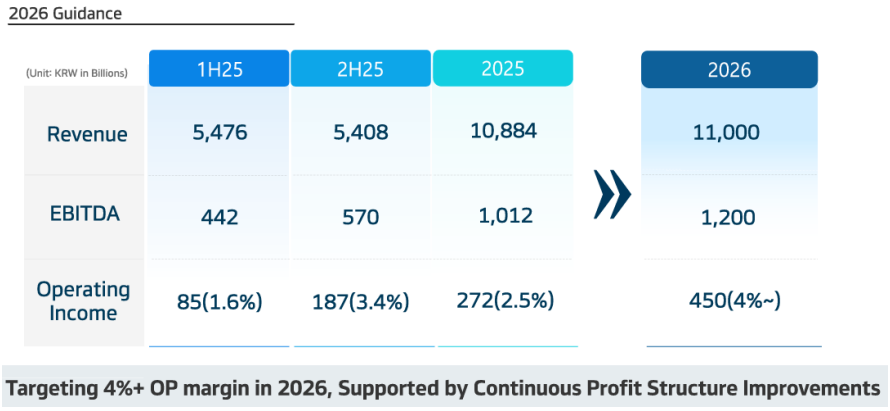
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림4〉 4Q25 신규 수주 현황: 관세 불확실성, 프로젝트 발주 지연, EV 전략 축소 등



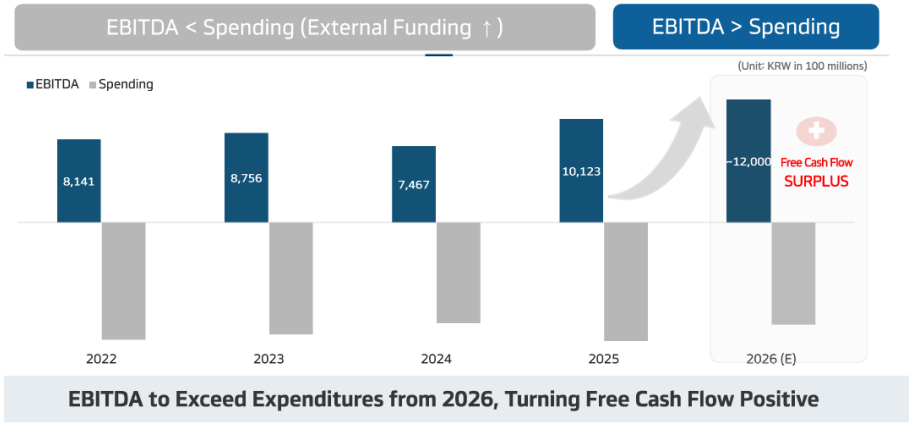
자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림5> 2026년 가이던스 (1): 재무손익 전망



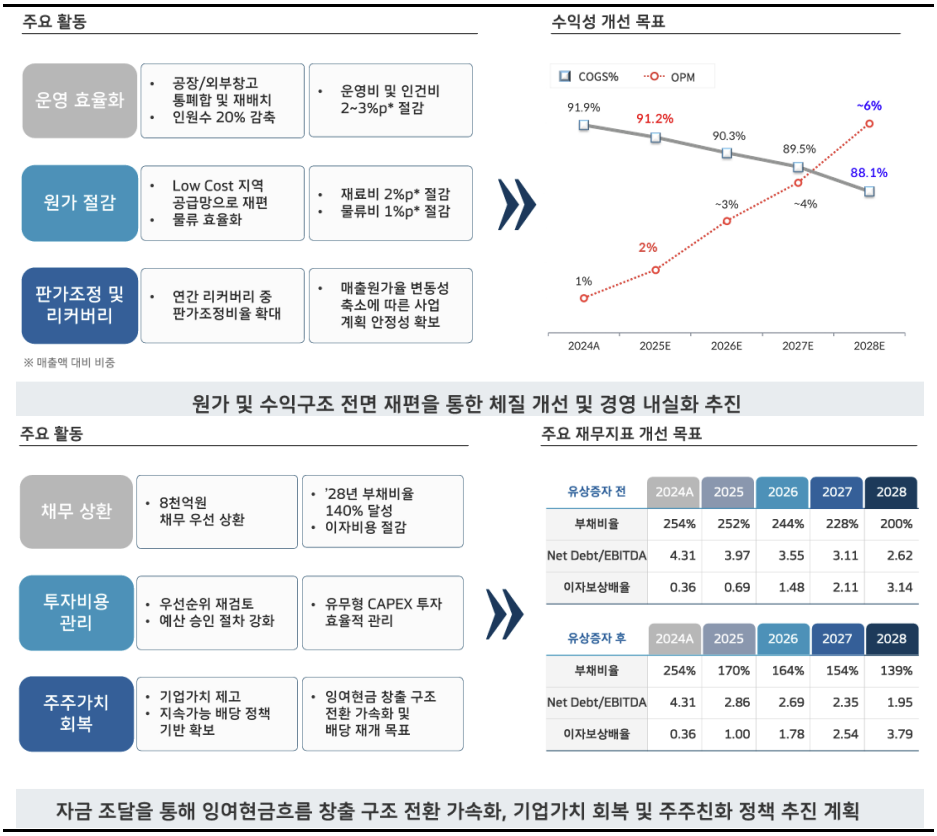
자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림6> 2026년 가이던스 (2): 영업현금흐름 전망



자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림7> 한온시스템 중장기 전략 (수익구조 개선 및 재무 안정성 확보)

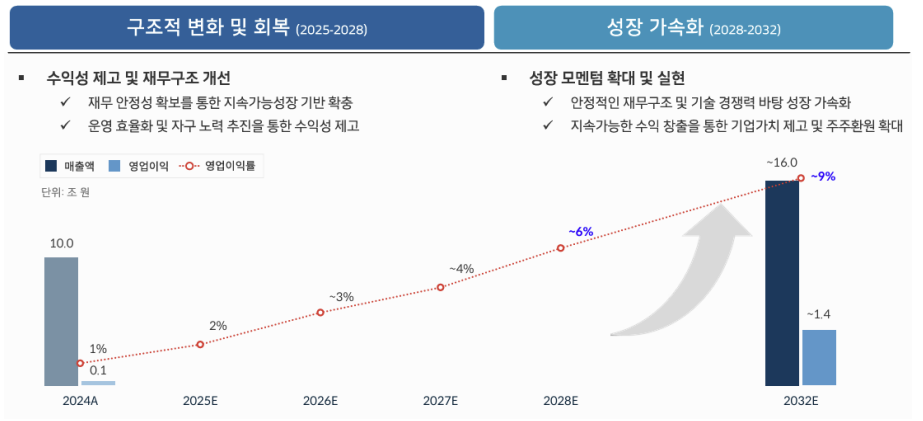


유상증자 전	2024A	2025	2026	2027	2028
부채비율	254%	252%	244%	228%	200%
Net Debt/EBITDA	4.31	3.97	3.55	3.11	2.62
이자보상배율	0.36	0.69	1.48	2.11	3.14

유상증자 후	2024A	2025	2026	2027	2028
부채비율	254%	170%	164%	154%	139%
Net Debt/EBITDA	4.31	2.86	2.69	2.35	1.95
이자보상배율	0.36	1.00	1.78	2.54	3.79

자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림8> 한온시스템 중장기 사업 목표



자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림9> 한온시스템의 수익성 개선 전략

▪ Continue to promote various profitability-related initiatives to drive mid- to long-term performance recovery, with profit structure improvements to be accelerated through the planned capital increase

Classification	Plans		Effect
Supply Chain Diversification	• Secure supply networks in low-cost regions and promote material cost reductions through supply chain diversification		COGS ~85% (FY2024 92%)
Operational Excellence	• Achieve operational excellence through optimization efforts, including working shift adjustments and efficiency improvements		
Repricing & Recovery	Promote Repricing	• Improve repricing ratio and maximize recovery amount through renegotiation with OEMs	
Restructuring/ Plant Integration	• Decrease headcount 20%	• Reduce fixed cost through plant integration and restructuring; labor cost savings expected within one year	
Plant Buyback	• Reduce lease expenses and stabilize operations through asset reacquisition		
Make or Buy	• Optimize costs and manage risks through review of CapEx and production costs compared to outsourcing expenses		
Debt Repayment	Reduce Interest Cost	• Repay debt strategically, considering maturity profiles and interest rate impact	Stable Free Cash Flow
CapEx Mgmt.	Reduce CapEx	• Execute capital expenditures selectively and strategically, based on investment priorities and business needs	

Major Initiatives		1Q 2025 Results	2Q 2025 Results	Effect
Operational Efficiency	• Restructuring; Reduce 20% of headcount • Plant / warehouse integration	• Labor cost 14.4%	• Labor cost 13.1% (-1.3%pt) • Developed warehouse consolidation plan (72→40, -44%)	• Reduce ~3%pt of operational and labor costs
Cost Reduction	• Restructure supply chain toward low-cost Regions • Optimize logistics • Expand regional production system	• Material cost 68.5% • Logistics cost 2.4%	• Material cost 66.7% (-1.8%pt) • Logistics cost 2.0% (-0.4%pt)	• Reduce ~2%pt of material cost • Reduce ~1%pt of logistics cost
Repricing / Recovery	• Aim to achieve repricing of more than 50% • Maximize recovery amount	• Recovery result : YoY negative	• Recovery result : YoY +30% improved	• Secure business stability through reduction of COGS ratio volatility

Substantial Improvements are Being Realized from the 2Q 2025

자료: 한온시스템, 현대차증권

주요질의 응답

1. (R&D 자산화) 미국 OEM 손상차손 반영 상황에 따른 영향 및 25년 xEV 고객사 매출 비중

- 2025년 3월 이후 주요 3개 연구소에서 발생하는 R&D 개발비는 기존과 동일
- 공장 소재 테스트 관련 연구 인력 인건비 등을 축소
- 2025년 3월 기준 R&D 자산화율은 산업평균 수준인 약 30% 수준
- 연간 기준 R&D 자산화율은 39%까지 하락
- 향후에도 30%대 유지 계획
- 과거 경영진이 자산화율을 64%까지 과도하게 확대
- 해당 과정에서 현금흐름과 무관한 회계상 EBITDA 및 EBIT 증가
- 현재는 이를 정상화하는 과정
- 2025년은 전년 대비 자산화 금액 기준 약 2,600억 원 감소

2. (CAPEX) '26년 CAPEX 전망 및 감가상각비 피크아웃 시점

- 유휴 설비 최소화하며 CAPEX 효율성 유지 계획
- 유형자산 투자는 작년 가이던스 3,000억원 수준 전망
- 감가상각비는 '26년까지 현수준(약 7,400억원) 유지 전망, '27년부터 감소할 것으로 예상

3. (영업외손익) 영업외손익 Breakdown

- 이자비용 축소의 영향이 가장 큼
- 고금리 차입금 상환을 통해 이자비용 이미 상당 부분 개선
- Ford 및 GM과 차세대 xEV 차량 개발을 공동 진행
- GM은 2024년 3분기, Ford는 2024년 12월 일부 개발 계획 조정 발표
- 이에 따라 관련 개발비를 영업외 손익에서 선제적으로 손상 처리
- 향후 Ford 및 GM과 협상을 통해 손상 처리된 비용 회수 진행 중
- Ford는 2월까지 청구 마무리 예정
- 최종 협상 완료 후 늦어도 2분기 내 비용 회수 개시 계획
- 해당 손상은 2025년 영업외 손익에 부담 요인으로 반영

4. (주주환원) 정책 방향성 자세히 설명

- 2026년 EBITDA 목표는 1조 2,000억원
- EBITDA 1조 2,000억원 달성 시 현금흐름은 플러스로 전환 예상
- 창출되는 잉여현금흐름은 우선적으로 차입금 상환에 사용
- 이후 배당 등 주주환원 정책에 대한 논의 가능
- 자사주는 보유 규모가 미미하여 주요 고려 대상 아님

5. (가이던스) 신규 파이프라인에 따른 영업이익률 가이던스 달성 가능성

- '2H25 영업이익률 핵심 개선 요인은 재료비 절감
- '25년 한 해 동안 재료비 절감 효과는 1,000억원 이상
- '26년에도 재료비 절감을 최우선 과제로 설정
- 고임금 지역 중심 구조조정에 따른 비용 절감
- 구조조정 충당금은 일부 잔여분 존재하나 추가 집행 규모는 제한적
- 물류비는 계약 재정비 및 효율화로 연간 400억원 절감
- '26년에는 물류비 절감 효과가 연간 기준으로 온전히 반영
- 신사업은 가시화되면 추후 업데이트 예정

6. (차입금) 순차입금 수치 관련 유상증자 납입금 상환 반영 여부 및 순차입금 전망

- 순차입금 2.9조원은 유상증자 반영된 수치
- '25년 말 기준 9,834억 원 중 약 8,800억 원 차입금 상환 완료
- 잔여분 1,000억원은 1월 중 상환 완료
- 2026년 현금흐름 상황을 감안해 추가 상환 검토 중

7. (손상처리) Ford · GM 손상 계정 및 회계 처리

- 현재 손상 처리된 부분은 R&D 개발비에 한정
- 향후 고객사에 청구할 금액은 개발비 외에도 공장 투자분 및 서플라이어 투자분 포함
- 향후 고객에게 유형자산 매각 형태로 회수 예정
- 회수 시 기존 손상 처리된 개발비는 손익에 재반영
- 회수 시점에 매출로 인식되며 손익에 긍정적 영향
- 회수 규모 및 보상 수준에 따라 '26년 손익에 추가 영향 가능

8. (유상증자) 유상증자 실권주 처리 현황

- NH투자증권이 인수한 실권주는 약 6,400만주
- NH투자증권 보유 물량은 블록딜 및 장내 거래 등을 통해 상당 부분 정리
- 내부적으로 파악한 잔여 물량은 1,000만주 이하 수준

9. (경쟁사) 현대위아 공조시스템 진행 관련 경쟁 리스크 및 대응

- 인지하고 있으나 현재로서는 직접적 위협 제한적
- 가격 경쟁력, 기술 경쟁력 측면에서 격차 존재
- 일부 엔트리 레벨 제품에서 제한적 영향 가능성은 배제하지 않음
- 플래그십 및 볼륨 모델에서는 고객사 고려 대상이 아닌 것으로 파악
- 중장기적 잠재 리스크는 존재하나 당장의 핵심 리스크는 아니라고 판단

10. (수주목표) 2026년 수주 및 xEV 비중 전망

- 2026년 전체 수주 물량은 증가 전망
- 신규 수주 외 기존 프로그램 EOP 연장 효과가 큼
- 일부 프로그램은 종료 시점이 '29년에서 '33년으로 연장 협의 중
- 기존 수주 장표는 향후 다른 포맷으로 개선 검토
- 파워트레인 전략 변화로 신규 수주 및 xEV 비중 가이던스 제시는 시기상조
- 완성차 전략 가시화 이후 연중 업데이트 예정

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,884	11,443	11,978
증가율 (%)	10.4	5.0	8.9	5.1	4.7
매출원가	8,612	9,187	9,872	10,212	10,672
매출원가율 (%)	90.4	91.9	90.7	89.2	89.1
매출총이익	910	812	1,011	1,231	1,306
매출이익률 (%)	9.6	8.1	9.3	10.8	10.9
증가율 (%)	7.4	-10.8	24.5	21.8	6.1
판매관리비	626	717	740	804	826
판관비율(%)	6.6	7.2	6.8	7.0	6.9
EBITDA	882	747	1,016	1,273	1,367
EBITDA 이익률 (%)	9.3	7.5	9.3	11.1	11.4
증가율 (%)	8.4	-15.3	36.0	25.3	7.4
영업이익	284	96	272	427	481
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.5	3.7	4.0
증가율 (%)	10.5	-66.2	183.3	57.0	12.6
영업외손익	-145	-438	-398	-275	-256
금융수익	131	189	209	142	147
금융비용	218	470	431	327	319
기타영업외손익	-58	-157	-176	-90	-84
종속/관계기업관련손익	12	13	8	6	7
세전계속사업이익	151	-330	-118	159	231
세전계속사업이익률	1.6	-3.3	-1.1	1.4	1.9
증가율 (%)	55.7	적전	적지	흑전	45.3
법인세비용	85	20	62	34	50
계속사업이익	66	-349	-181	125	180
중단사업이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-181	125	180
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-1.7	1.1	1.5
증가율 (%)	118.5	적전	적지	흑전	44.0
지배주주지분 순이익	51	-363	-182	124	179
비지배주주지분 순이익	8	5	1	1	1
기타포괄이익	263	298	40	0	0
총포괄이익	322	-60	-140	125	180

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,000	3,653	3,787
현금성자산	779	1,346	691	192	224
단기투자자산	16	11	19	19	19
매출채권	1,196	1,259	1,339	1,414	1,464
재고자산	1,140	1,241	1,300	1,373	1,422
기타유동자산	551	569	640	642	645
비유동자산	5,548	6,181	6,253	6,339	6,397
유형자산	2,716	2,864	2,726	2,643	2,533
무형자산	2,126	2,351	2,398	2,515	2,631
투자자산	92	113	103	107	112
기타비유동자산	614	853	1,026	1,074	1,121
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,244	10,620	10,253	9,992	10,184
유동부채	3,576	5,034	5,309	5,173	5,393
단기차입금	967	1,959	1,375	790	890
매입채무	1,308	1,354	1,424	1,505	1,558
유동성장기부채	500	483	105	284	301
기타유동부채	801	1,238	2,405	2,594	2,644
비유동부채	3,160	2,588	2,087	1,898	1,752
사채	1,413	1,338	599	423	299
장기차입금	1,266	788	1,000	960	920
장기금융부채	31	5	1	1	1
기타비유동부채	450	457	487	514	532
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,736	7,622	7,396	7,071	7,144
지배주주지분	2,371	2,854	2,716	2,779	2,896
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
자본조정 등	14	13	13	13	13
기타포괄이익누계액	224	510	552	552	552
이익잉여금	2,103	1,702	1,522	1,585	1,702
비지배주주지분	137	145	141	142	143
자본총계	2,508	2,999	2,857	2,921	3,039

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	517	569	-36	856	936
당기순이익	59	-359	-181	125	180
유형자산 상각비	418	443	504	578	605
무형자산 상각비	180	208	241	268	281
외환손익	-54	-62	-107	-131	-138
운전자본의 감소(증가)	-194	31	-519	22	14
기타	108	308	26	-6	-6
투자활동으로인한현금흐름	-677	-733	-622	-795	-800
투자자산의 감소(증가)	19	-4	18	2	2
유형자산의 감소	65	13	21	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-481	-386	-323	-506	-506
기타	-280	-356	-338	-302	-307
재무활동으로인한현금흐름	-480	651	49	-560	-103
차입금의 증가(감소)	521	-503	207	-40	-40
사채의증가(감소)	-133	-76	347	-61	-124
자본의 증가	0	599	0	0	0
배당금	-185	-46	-1	-62	-62
기타	-683	677	-504	-397	123
기타현금흐름	-10	81	-46	0	0
현금의증가(감소)	-651	568	-656	-499	32
기초현금	1,429	779	1,346	691	192
기말현금	779	1,346	691	192	224

(단위:원, 배, %)

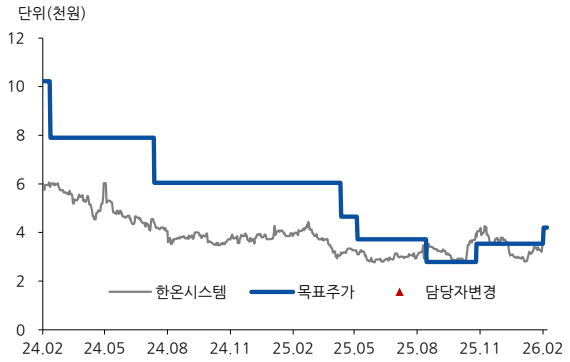
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	97	-587	-233	122	176
EPS(지배순이익 기준)	84	-594	-235	121	175
BPS(자본총계 기준)	4,132	3,884	2,784	2,846	2,962
BPS(지배지분 기준)	3,906	3,696	2,647	2,708	2,823
DPS	316	0	60	60	60
P/E(당기순이익 기준)	69.9	NA	NA	30.6	21.2
P/E(지배순이익 기준)	80.7	NA	NA	30.8	21.3
P/B(자본총계 기준)	1.6	1.0	1.1	1.3	1.3
P/B(지배지분 기준)	1.7	1.0	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA(Reported)	8.4	7.5	5.7	5.9	5.5
배당수익률	4.7	0.0	2.0	1.6	1.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	120.2	적전	적지	흑전	44.5
EPS(지배순이익 기준)	149.5	적전	적지	흑전	44.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.4	-13.0	-6.2	4.3	6.1
ROE(지배순이익 기준)	2.2	-13.9	-6.5	4.5	6.3
ROA	0.6	-3.6	-1.7	1.2	1.8
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	258.8	242.1	235.1
순차입금비율	134.6	111.6	125.8	123.1	115.8
이자보상배율	1.5	0.4	1.1	1.9	2.2

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.10.18	BUY	10,225	-37.38	-31.73
2024.02.15	BUY	7,901	-35.98	-23.65
2024.07.16	BUY	6,042	-36.90	-28.31
2025.01.16	AFTER 6M	6,042	-37.39	-26.61
2025.04.15	BUY	4,648	-30.25	-28.20
2025.05.09	BUY	3,718	-19.24	-6.50
2025.08.18	M.PERFORM	2,789	16.14	1.65
2025.10.30	M.PERFORM	3,532	-2.08	-20.72
2026.02.05	M.PERFORM	4,200		

▶ 최근 2년간 한온시스템 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.