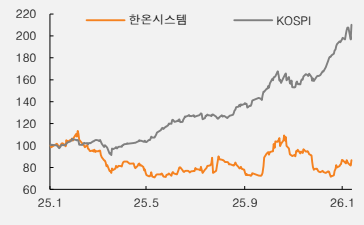


투자 의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 3,700원
현재주가(26/2/3)	3,390원
상승여력	9.1%

영업이익(25F,십억원)	272
Consensus 영업이익(25F,십억원)	0
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	18.2
KOSPI	5,288.08
시가총액(십억원)	3,479
발행주식수(백만주)	1,026
유동주식비율(%)	47.5
외국인 보유비중(%)	9.2
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	2,775
52주 최고가(원)	4,434

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.5	15.4	-12.1
상대주가	-5.9	-31.9	-59.2



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

한온시스템

4Q25 리뷰: 점진적 개선, 유럽 전기차 주목

비용절감 효과로 컨센서스 상회 및 26년 OPM 가이드선스 상향

매출액은 2.70조원(+6.6%YoY, 컨센서스 2.65조원 +2.0% 상회), 영업이익은 912억원(흑자전환YoY, 컨센서스 740억원 +23.2% 상회), OPM 3.4%(-0.1%p QoQ). 관세 영향은 약 400억원(증치세 포함) 발생한 가운데, 3Q25와 같이 대부분 회수한 것으로 파악된다. 공급망 재편과 물류 효율화 작업을 통한 물류비/재료비 절감 효과가 지속되고 있다. R&D 자산화 요건 강화로 인한 비용 인식은 지속되고 있다. 과거 64%에서 최근 30%(연간 39%)까지 낮아졌으며, 30%대를 유지할 계획이다. 26년 실적 가이드선은 11조원(+1%), 영업이익 4,500억원+, OPM 4%+를 제시했다. 작년에 밝힌 기존 26년 OPM 가이드선스(~3%) 대비 1%p 이상 상향된 것이다.

영업외단에서는 GM/Ford 개발비 손상차손이 발생했다. 순이자비용은 4Q25 약 514억원(-15%YoY)으로 24년 2,313억원 → 25년 2,026억원 → 26F 1,564억원(-462억원)으로 감소할 것으로 추정한다. 작년 유상증자 9,834억원은 대부분 차입금 상환에 사용된 것으로 파악된다. 차입금은 3Q25 4.73조원 → 4Q25 3.86조원(-18%), 순차입금은 3Q25 3.96조원 → 4Q25 2.94조원(-26%)으로 축소됐다.

지역별 매출액은 유럽 +14%YoY(25년 매출 비중 31%), 미주 +7%(+30%), 중국 -6%이다. 고객별로는 현대차그룹 +5%(48%), VW +28%(12%), 포드 +6%(13%), GM +16%(+7%), 스텔란 +10%(3%), 메르세데스 +35%(2%), BMW +18%이다. 25년 신규 수주는 8.85억달러로 24년 9.08억달러 대비 감소했다.

수익성 개선 구간 진입 긍정적이나 외형 성장 가시성도 중요

R&D 자산화 비중 축소, 구조조정 영향에도 물류비/재료비 중심 비용 절감 효과로 수익성이 점진적으로 개선되는 것은 긍정적이다. 25년 OPM 목표를 상회했고, 26년 목표를 상향했다. 수주 둔화와 낮은 외형 성장 목표는 아쉽다. 구조적인 회복을 위해서는 외형 성장이 필요하다. 최근 유럽 전기차 수요를 주목할 필요가 있다. 보조금/세액공제 정책을 중심으로 전기차 수요가 확대되고 있다. 25년 유럽 BEV+PHEV 판매는 +31% 증가했다. 독일은 1월 보조금을 재개하고, 프랑스/스페인 등의 보조금은 지속된다. 동사는 유럽 매출 비중이 가장 높고, 유럽에서는 VW 비중이 가장 높다. 목표주가를 3,400원(유증 반영 3,160원)에서 3,700원으로 상향한다. 26F EPS 241원에 Target P/E 15.5배(수익성 회복 16년 P/E에 20% 할인)를 적용했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,522	9,999	10,884	11,136	11,492
영업이익 (십억원)	284	96	272	435	494
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.5	3.9	4.3
순이익 (십억원)	51	-363	-182	247	303
EPS (원)	84	-594	-235	241	295
ROE (%)	2.2	-13.9	-6.5	8.7	9.7
P/E (배)	80.7	-	-	14.1	11.5
P/B (배)	1.7	1.0	1.1	1.2	1.1
배당수익률 (%)	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한온시스템 4Q25 실적 요약 테이블

(십억원)

	4Q24	3Q25	4Q25P				
			발표치	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,536	2,706	2,703	6.6	-0.1	2,649	2.0
영업이익	-138	95	91	흑전	-4.4	74	23.2
지배순이익	-316	55	-196	적지	적전	28	
영업이익률(%)	-5.4	3.5	3.4	8.8%p	-0.1%p	2.8	0.6%p
순이익률(%)	-12.5	2.0	-7.3	5.2%p	-9.3%p	1.1	-8.3%p

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,701	2,970	2,730	2,735	8,628	9,522	9,999	10,884	11,136
YoY (%)	8.8	11.6	8.2	6.6	3.2	3.9	0.9	1.2	17.4	10.4	5.0	8.8	2.3
매출총이익	190	254	288	260	263	329	296	249	847	910	812	1011	1136
GPM (%)	7.3	8.9	10.6	9.6	9.7	11.1	10.8	9.1	9.8	9.6	8.1	9.3	10.2
영업이익	21	64	95	91	93	150	121	71	257	284	96	272	435
YoY (%)	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	339.8	133.3	26.8	-21.9	-21.2	10.5	-66.2	183.2	59.9
OPM (%)	0.8	2.2	3.5	3.4	3.4	5.1	4.4	2.6	3.0	3.0	1.0	2.5	3.9
지배순이익	-24	-16	55	-196	53	64	64	66	20	51	-363	-182	247
YoY (%)	적전	적지	흑전	39.7	흑전	흑전	16.6	흑전	-93.4	155.0	적전	적지	흑전
NPM (%)	-0.9	-0.6	2.0	-7.3	2.0	2.2	2.3	2.4	0.2	0.5	-3.6	-1.7	2.2

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한온시스템 2026년 사업계획 목표

2026년 사업계획 목표



a Hankook Company

2026년 가이드런스

(단위: 십억원)	1H25	2H25	2025	2026
매출액	5,476	5,408	10,884	11,000
EBITDA	442	570	1,012	1,200
영업이익(%)	85(1.6%)	187(3.4%)	272(2.5%)	450(4%~)

수익구조 개선 활동을 통해 2026년 영업이익률 4% 이상 달성 목표

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한온시스템 영업현금흐름 전망

영업현금흐름 현황 및 전망

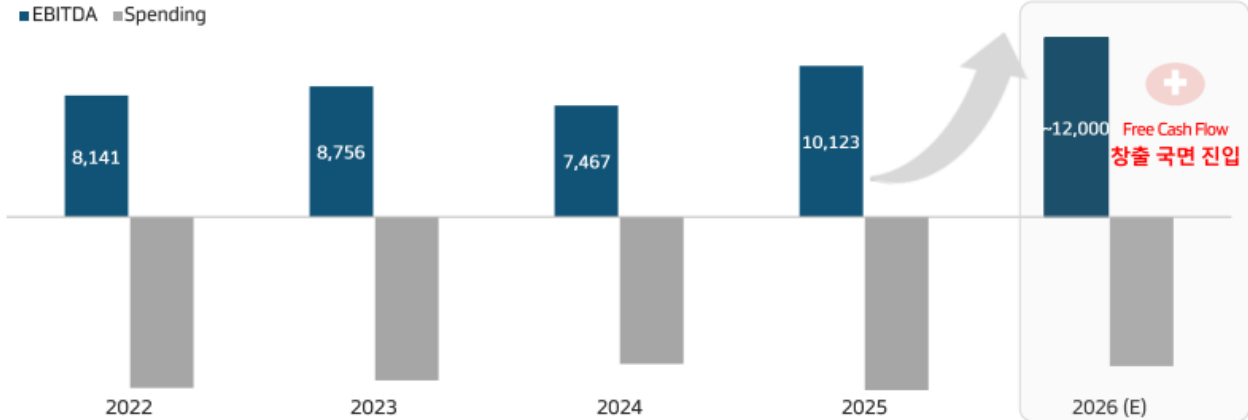
HANON
SYSTEMS
a Hankook Company

EBITDA < 지출 (외부자금 조달 확대 ↑)

EBITDA > 지출

■ EBITDA ■ Spending

(단위: 억원)



2026년 이후 EBITDA가 지출을 상회하며 잉여현금흐름(FCF) 구조로 전환

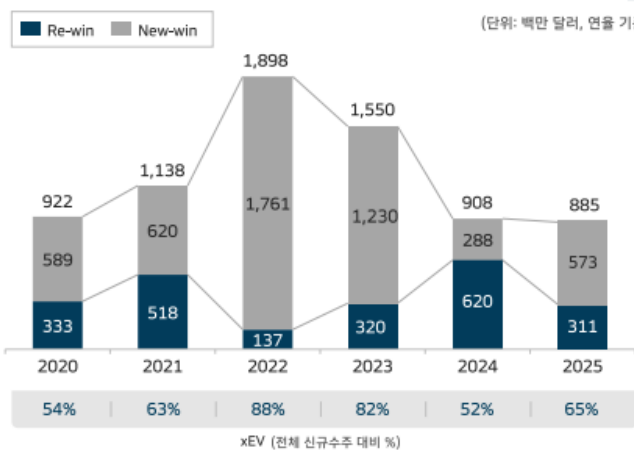
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한온시스템 신규 수주 현황

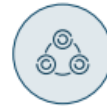
신규수주 현황

HANON
SYSTEMS
a Hankook Company

2025년 신규수주



• 2025 신규수주 목표 미달성:
정책 변경 및 관세 영향에 따른 고객사 사업운영
계획 변경으로 수주 가시성 저하



• ICE, BEV, HEV, PHEV, EREV 등 모든 유형의
파워트레인에 적용 가능한 강력한 포트폴리오를
바탕으로 기술 리더십 유지



• 완성차 업체의 전동화 속도 조절에 능동적 대응,
기존 우량 프로그램(ICE/HEV)의 공급 기간 연장으로
상쇄하며 실적 개선세 지속 기대

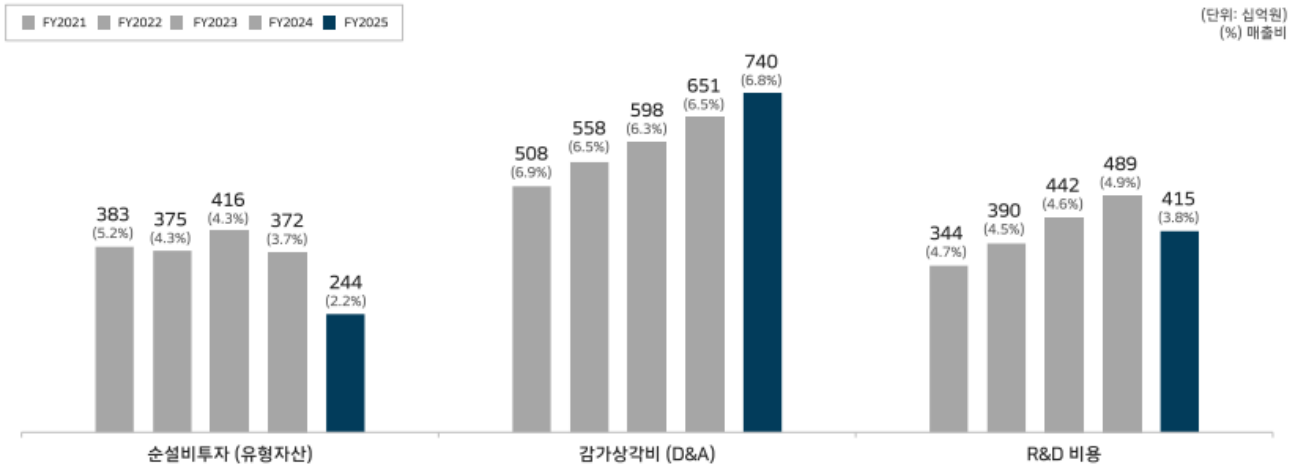
핵심 프로그램 공급 연장 (Life Cycle Extension) 기반 2026년 성장 모멘텀 확보 및 수익구조 고도화

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한온시스템 설비투자/감가상각비/연구개발비

설비투자, 감가상각비 및 R&D 비용 추이

HANON
SYSTEMS
a Hankook Company



설비투자 및 R&D 지출의 전략적 효율화 달성; 2026년 전사적 비용 최적화 기조 유지를 통한 수익성 제고

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 한온시스템 중장기 수익선 개선 목표 (25년 9월 발표 내용)

5. 중장기 전략 (1) 수익구조 개선

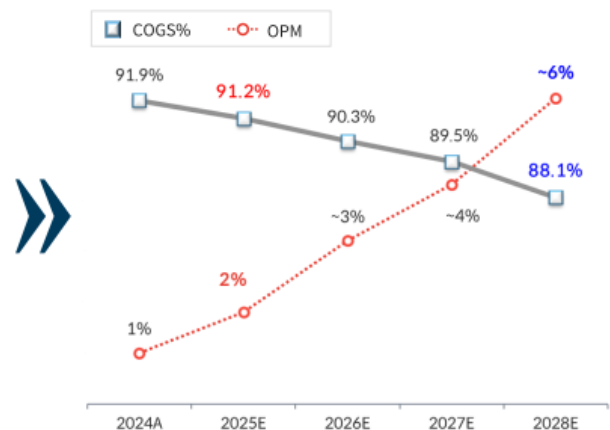
HANON
SYSTEMS
a Hankook Company

주요 활동

운영 효율화	• 공장/외부창고 통합 및 재배치 • 인원수 20% 감축	• 운영비 및 인건비 2~3%p* 절감
원가 절감	• Low Cost 지역 공급망으로 재편 • 물류 효율화	• 재료비 2%p* 절감 • 물류비 1%p* 절감
판가조정 및 리커버리	• 연간 리커버리 중 판가조정비를 확대	• 매출원가율 변동성 축소에 따른 사업 계획 안정성 확보

※ 매출액 대비 비중

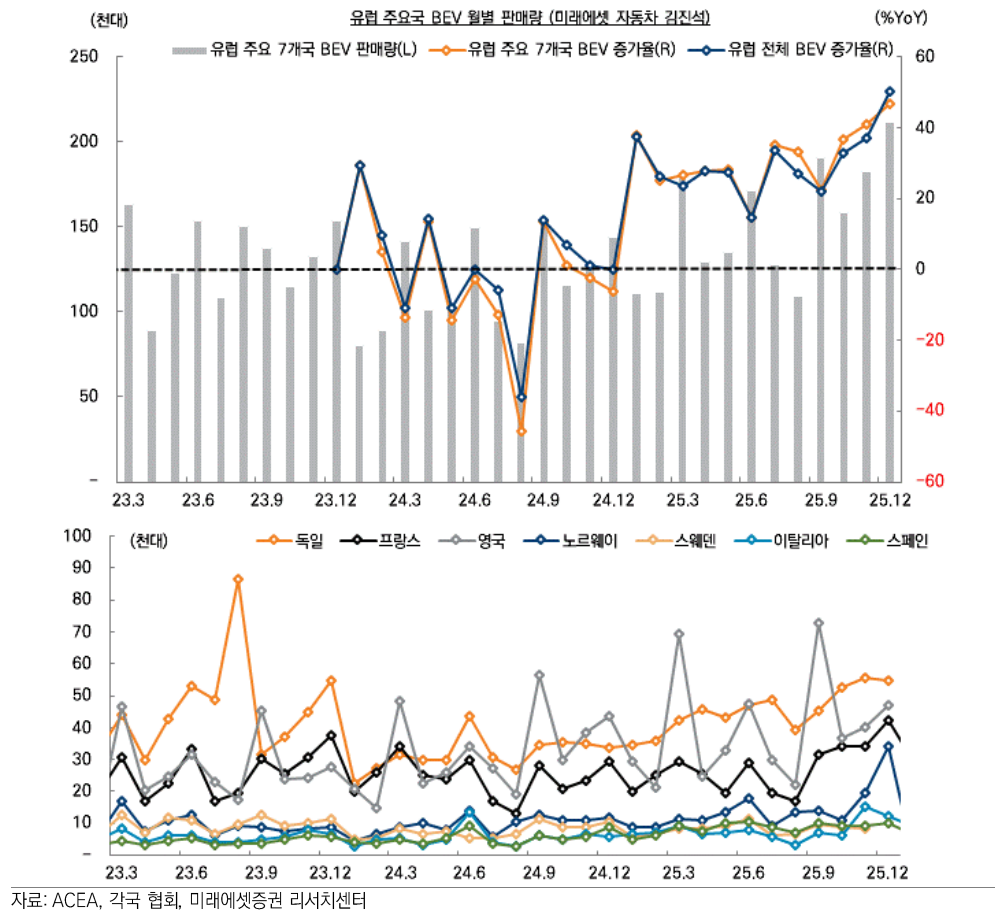
수익성 개선 목표



원가 및 수익구조 전면 재편을 통한 체질 개선 및 경영 내실화 추진

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 유럽 주요국 BEV 판매량 추이



한온시스템 (018880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,999	10,884	11,136	11,492
매출원가	9,187	9,872	9,999	10,251
매출총이익	812	1,012	1,137	1,241
판매비와관리비	717	740	702	747
조정영업이익	96	272	435	494
영업이익	96	272	435	494
비영업손익	-426	-390	-145	-134
금융손익	-231	-203	-156	-145
관계기업등 투자손익	13	7	10	11
세전계속사업손익	-330	-118	290	360
계속사업법인세비용	20	62	41	54
계속사업이익	-349	-181	250	306
중단사업이익	-9	0	0	0
당기순이익	-359	-181	250	306
지배주주	-363	-182	247	303
비지배주주	5	1	3	3
총포괄이익	-60	-140	250	306
지배주주	-80	-133	242	296
비지배주주	19	-7	8	10
EBITDA	747	1,004	1,167	1,198
FCF	184	298	680	704
EBITDA 마진율 (%)	7.5	9.2	10.5	10.4
영업이익률 (%)	1.0	2.5	3.9	4.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.6	-1.7	2.2	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,439	4,447	4,916	5,477
현금 및 현금성자산	1,346	1,152	1,582	2,037
매출채권 및 기타채권	1,297	1,382	1,399	1,443
재고자산	1,241	1,323	1,339	1,382
기타유동자산	555	590	596	615
비유동자산	6,181	6,319	6,139	5,989
관계기업투자등	95	102	103	106
유형자산	2,864	2,679	2,507	2,363
무형자산	2,351	2,506	2,496	2,487
자산총계	10,620	10,766	11,055	11,466
유동부채	5,034	5,223	5,256	5,345
매입채무 및 기타채무	1,688	1,799	1,820	1,879
단기금융부채	2,584	2,611	2,613	2,618
기타유동부채	762	813	823	848
비유동부채	2,588	2,686	2,692	2,708
장기금융부채	2,131	2,200	2,200	2,200
기타비유동부채	457	486	492	508
부채총계	7,622	7,909	7,948	8,053
지배주주지분	2,854	2,716	2,963	3,266
자본금	68	68	68	68
자본잉여금	561	561	561	561
이익잉여금	1,702	1,522	1,769	2,072
비지배주주지분	145	141	144	147
자본총계	2,999	2,857	3,107	3,413

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	569	560	980	1,004
당기순이익	-359	-181	250	306
비현금수익비용가감	1,208	1,029	929	903
유형자산감가상각비	443	491	472	445
무형자산상각비	208	241	260	259
기타	557	297	197	199
영업활동으로인한자산및부채의변동	31	42	-2	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	177	-198	-16	-43
재고자산 감소(증가)	-49	-57	-16	-43
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-221	150	17	47
법인세납부	-93	-134	-41	-54
투자활동으로 인한 현금흐름	-733	-714	-550	-551
유형자산처분(취득)	-372	-244	-300	-300
무형자산감소(증가)	-348	-347	-250	-250
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-2	0	-1
기타투자활동	-13	-121	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	651	8	2	5
장단기금융부채의 증가(감소)	529	96	2	5
자본의 증가(감소)	599	0	0	0
배당금의 지급	-46	-1	0	0
기타재무활동	-431	-87	0	0
현금의 증가	568	-195	430	455
기초현금	779	1,346	1,152	1,582
기말현금	1,346	1,152	1,582	2,037

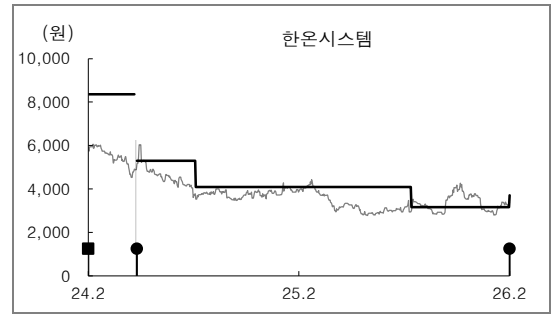
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	14.1	11.5
P/CF (x)	2.7	2.7	3.0	2.9
P/B (x)	1.0	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	7.6	5.8	5.9	5.3
EPS (원)	-594	-235	241	295
CFPS (원)	1,390	1,097	1,148	1,178
BPS (원)	3,697	2,648	2,889	3,184
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	5.0	8.9	2.3	3.2
EBITDA증가율 (%)	-15.3	34.4	16.2	2.7
조정영업이익증가율 (%)	-66.3	184.5	59.9	13.7
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	22.5
매출채권 회전율 (회)	8.1	8.4	8.2	8.3
재고자산 회전율 (회)	8.4	8.5	8.4	8.4
매입채무 회전율 (회)	6.9	7.1	6.9	6.9
ROA (%)	-3.6	-1.7	2.3	2.7
ROE (%)	-13.9	-6.5	8.7	9.7
ROIC (%)	1.6	6.1	5.7	6.6
부채비율 (%)	254.2	276.8	255.8	236.0
유동비율 (%)	88.2	85.1	93.5	102.5
순차입금/자기자본 (%)	112.0	127.2	103.2	80.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	1.1	2.3	2.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2026.02.04	중립	3,700	-	-
2025.08.18	중립	3,160	6.59	35.17
2025.08.09	1년 경과 이후	4,090	-21.16	-15.00
2024.08.09	중립	4,090	-13.57	8.41
2024.04.29	중립	5,298	-14.27	13.87
2024.04.26	분석 대상 제외		-	-
2023.11.10	Trading Buy	8,366	-28.94	-18.78



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.