

한온시스템

(018880.KS)

4Q25 Review: 고난의 25년을 지나 결실의 26년으로

투자의견

BUY(유지)

목표주가

5,250 원(유지)

현재주가

3,385 원(02/03)

시가총액

3,479 (십억원)

이재일 CFA _ lee.jae-il@eugenefn.com

- 동사의 4분기 실적은 매출액 2.7조원(+6.6%yoy), 영업이익 910억원(흑자전환yoy), 지배이익 -1,960억원(적자yoy)으로 영업이익 기준 컨센서스를 상회함. 다만, 포드/GM 등 고객사 EV 프로젝트 상각에 따른 일회성 비용 발생하며 지배이익은 급감
- 수익성 개선 플랜 차질 없이 진행 중: 물류비, 재료비, R&D 등 코스트 전반에 대한 비용 절감 활동을 통해 수익성 개선을 이뤄내고 있음. 수익성 중심 경영 기조를 유지하며 운영 효율화를 통해 수익 구조를 개선하겠다는 방침. 25년 하반기 3.5%의 영업이익률 달성을 이뤄냈으며(1H25 OPM 1.6%) 2026년에는 4%+@의 이익률을 달성하겠다는 방침
- xEV 불확실성: 다만, 고객사의 xEV 프로젝트 지연에 따른 우려가 존재. GM/Ford의 EV 프로젝트 상각으로 인한 비용은 26년 상반기 중(빠르면 2월) 회수가 가능할 것으로 보이나, 전반적으로 단기 파워트레인 믹스에 대한 고객사의 계획 변경이 지속될 가능성이 존재함. xEV 중심의 신규 수주 둔화로 장기 성장성에 대한 우려도 일부 부각됨. 한편, 현대위아의 친환경 열관리 사업 진출도 부담 요인인데 장기적으로 동사의 주요 고객사인 현대차 그룹의 물량의 일부가 현대위아로 이전될 가능성 있기 때문
- 동사는 2025년 재무구조 개선을 위한 대규모 유상 증자를 단행했고 사업 구조 조정을 위한 일회성 비용이 발생하는 등 어려운 한 해를 보냈음. 2026년은 구조 조정 효과를 통한 수익성 개선이 가시화 되는 해가 될 것으로 기대되며 잉여현금흐름 플러스로 전환되며 재무 구조에 대한 우려도 불식될 것으로 예상. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5,250원을 유지함

주가(원, 02/03)	3,385
시가총액(십억원)	3,479

발행주식수	1,026,263천주
52주 최고가	4,955원
최저가	2,755원
52주 일간 Beta	1.01
60일 일평균거래대금	212억원
외국인 지분율	9.2%
배당수익률(2025F)	0.0%

주주구성	
한국타이어앤테크놀로지 (외 12인)	51.1%
NH투자증권 (외 1인)	7.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	9.0	9.0	-19.5
상대기준	-5.8	-49.7	-116.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	5,250	5,250	-
영업이익(25)	272	271	▲
영업이익(26)	457	354	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026E
매출액	9,522	9,999	10,884	11,366
영업이익	284	96	272	457
세전손익	151	-330	-118	384
지배이익	51	-363	-182	287
EPS(원)	84	-471	-235	348
증감률(%)	149.5	적전	na	흑전
PER(배)	80.7	na	na	9.2
ROE(%)	2.2	-13.9	-7.2	12.3
PBR(배)	1.5	0.9	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.3	7.4	8.1	6.5

자료: 유진투자증권

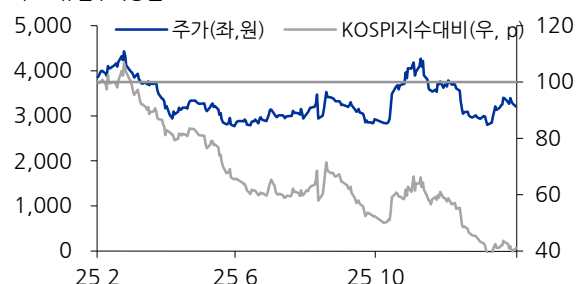


도표 1. 4Q25 Review

(단위: 십억원, (%, %p)	4Q25P					1Q26E			2024A	2025P		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	2,703	2,605	3.7	2,649	2.0	2,734	1.2	4.4	9,999	10,884	8.9	11,366	4.4
영업이익	91	91	0.7	74	23.2	108	18.8	413.8	96	272	184.5	457	68.3
세전이익	-166	85	적전	41	적전	90	흑전	흑전	-330	-118	적지	384	흑전
지배이익	-196	63	적전	28	적전	67	흑전	흑전	-363	-182	적지	287	흑전
영업이익률	3.4	3.5	-0.1	2.8	0.6	4.0	0.6	3.2	1.0	2.5	1.5	4.0	1.5
순이익률	-7.3	2.5	-9.8	1.1	-8.4	2.5	9.9	3.4	-3.6	-1.7	1.9	2.6	4.3
EPS(원)	-1,016	328	적전	0		325	흑전	흑전	-471	-235	적지	348	흑전
BPS(원)	2,645	2,959	-10.6	2,472	7.0	2,726	3.1	-35.6	4,204	2,645	-37.1	2,993	13.2
ROE(%)	-38.4	11.1	-49.5	na		11.9	50.4	14.9	-13.9	-7.2	6.7	12.3	19.6
PER(X)	na	9.8	-	na	-	9.8	-	-	na	na	-	9.2	-
PBR(X)	1.2	1.1	-	1.3	-	1.2	-	-	0.9	1.2	-	1.1	-

자료: 한온시스템, 유진투자증권

주: EPS 는 annualized 기준

도표 2. 4Q25 잠정 실적

(십억원)	4Q25P	4Q24	3Q25	% yoy	% qoq	컨센서스	차이	당사추정치	차이
매출액	2,703	2,536	2,706	6.6	-0.1	2,649	2.0%	2,605	3.7%
영업이익	91	-138	95	흑자전환	-4.4	74	23.2%	91	0.2%
세전이익	-166	-311	91	적자지속	적자전환	41	적자전환	86	적자전환
지배이익	-196	-316	55	적자지속	적자전환	28	적자전환	64	적자전환
% of Sales									
영업이익	3.4%	-5.4%	3.5%			2.8%		3.5%	
세전이익	-6.2%	-12.3%	3.4%			1.5%		3.3%	
지배이익	-7.3%	-12.5%	2.0%			1.1%		2.5%	

자료: 한온시스템, 유진투자증권



도표 3. 한온시스템 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025P	2026E	2025E	2026E	2025P	2026E
매출액	10,884	11,366	10,786	11,123	0.9%	2.2%
영업이익	272	457	271	354	0.3%	29.0%
세전이익	- 118	384	134	427	적자전환	-10.0%
지배이익	- 182	287	79	320	적자전환	-10.2%
% of Sales						
영업이익	2.5%	4.0%	2.5%	3.2%		
세전이익	-1.1%	3.4%	1.2%	3.8%		
지배이익	-1.7%	2.5%	0.7%	2.9%		

자료: 한온시스템, 유진투자증권

도표 4. 한온시스템 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,734	2,985	2,825	2,821	10,884	11,366
유럽	838	915	839	783	904	988	906	905	3,374	3,703
미국	785	857	812	811	809	883	836	835	3,265	3,363
한국	681	772	731	756	694	814	745	744	2,939	2,998
아시아	314	314	325	353	327	300	338	337	1,306	1,301
매출원가	2,427	2,604	2,418	2,423	2,449	2,664	2,526	2,497	9,872	10,136
매출총이익	190	254	288	280	285	322	299	324	1,011	1,229
판관비	169	190	192	188	176	198	201	196	740	772
영업이익	21	64	95	91	108	123	98	128	272	457
세전이익	-17	-26	91	-166	90	105	80	109	-118	384
지배이익	-24	-16	55	-196	67	79	59	82	-182	287
성장률(%)										
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	4.4	4.5	4.4	4.4	8.9	4.4
영업이익	-67.7	-10.2	-1.0	흑자전환	413.9	92.0	2.9	40.1	184.5	68.3
지배이익	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	8.1	흑자전환	적자지속	흑자전환
이익률(%)										
매출총이익	7.3	8.9	10.6	10.3	10.4	10.8	10.6	11.5	9.3	10.8
영업이익	0.8	2.2	3.5	3.4	4.0	4.1	3.5	4.5	2.5	4.0
지배이익	-0.9	-0.6	2.0	-7.3	2.5	2.6	2.1	2.9	-1.7	2.5

자료: 한온시스템, 유진투자증권



한온시스템(018880.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
자산총계	9,244	10,620	9,738	10,214	10,644
유동자산	3,697	4,439	3,520	3,999	4,407
현금성자산	795	1,357	93	776	1,123
매출채권	1,288	1,349	1,598	1,453	1,486
재고자산	1,140	1,241	1,333	1,268	1,292
비유동자산	5,548	6,181	6,218	6,215	6,237
투자자산	705	966	1,131	1,177	1,225
유형자산	2,716	2,864	2,729	2,732	2,752
기타	2,126	2,351	2,358	2,306	2,260
부채총계	6,736	7,622	7,416	7,606	7,722
유동부채	3,576	5,034	4,706	4,876	4,971
매입채무	1,906	2,196	1,905	2,072	2,164
유동성이자부채	1,476	2,584	2,545	2,545	2,545
기타	194	254	257	259	262
비유동부채	3,160	2,588	2,710	2,730	2,751
비유동이자부채	2,710	2,131	2,200	2,200	2,200
기타	450	456	510	530	551
자본총계	2,508	2,999	2,322	2,608	2,922
지배지분	2,372	2,853	2,178	2,465	2,779
자본금	53	68	82	82	82
자본잉여금	(23)	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,522	1,809	2,122
기타	238	523	13	13	13
비지배지분	137	145	143	143	143
자본총계	2,508	2,999	2,322	2,608	2,922
총차입금	4,186	4,715	4,745	4,745	4,745
순차입금	3,391	3,358	4,652	3,968	3,622

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업현금	517	569	(584)	1,337	1,022
당기순이익	59	(359)	(181)	295	322
자산상각비	598	651	710	662	660
기타비현금성손익	297	557	(835)	(6)	(5)
운전자본증감	(194)	31	(533)	374	33
매출채권감소(증가)	(21)	177	(318)	145	(33)
재고자산감소(증가)	(140)	(49)	(67)	65	(24)
매입채무증가(감소)	28	(221)	21	167	92
기타	(60)	123	(170)	(2)	(2)
투자현금	(677)	(733)	(599)	(654)	(677)
단기투자자산감소	24	1	7	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	2	1	2	2
설비투자	481	386	301	455	475
유형자산처분	65	13	18	0	0
무형자산처분	(317)	(348)	(187)	(159)	(159)
재무현금	(480)	651	(44)	0	0
차입금증가	(295)	98	(52)	0	0
자본증가	(185)	552	14	0	0
배당금지급	185	46	0	0	0
현금 증감	(651)	568	(1,273)	683	345
기초현금	1,429	779	1,346	73	756
기말현금	779	1,346	73	756	1,102
Gross Cash flow	954	850	196	963	989
Gross Investment	895	703	1,140	279	642
Free Cash Flow	59	147	(943)	684	346

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,884	11,366	11,875
증가율(%)	10.4	5.0	8.9	4.4	4.5
매출원가	8,612	9,187	9,873	10,136	10,576
매출총이익	910	812	1,011	1,229	1,299
판매 및 일반관리비	626	717	739	863	806
기타영업손익	6	14	3	17	(7)
영업이익	284	96	272	457	493
증가율(%)	10.5	(66.3)	184.5	68.3	7.7
EBITDA	882	747	982	1,119	1,153
증가율(%)	8.3	(15.3)	31.5	14.0	3.0
영업외손익	(133)	(425)	(390)	(74)	(74)
이자수익	29	33	38	48	50
이자비용	186	265	238	242	242
지분법손익	12	13	8	6	6
기타영업손익	11	(207)	(198)	114	112
세전순이익	151	(330)	(118)	384	419
증가율(%)	55.1	적전	적지	흑전	9.2
법인세비용	85	20	62	89	97
당기순이익	59	(359)	(181)	295	322
증가율(%)	120.2	적전	적지	흑전	9.2
지배주주지분	51	(363)	(182)	287	314
증가율(%)	149.5	적전	적지	흑전	9.4
비지배지분	8	5	1	8	8
EPS(원)	84	(471)	(235)	348	381
증가율(%)	149.5	적전	적지	흑전	9.4
수정EPS(원)	84	(471)	(235)	348	381
증가율(%)	149.5	적전	적지	흑전	9.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	84	(471)	(235)	348	381
BPS	4,443	4,204	2,645	2,993	3,374
DPS	278	0	0	0	150
밸류에이션(배, %)					
PER	80.7	n/a	n/a	9.2	8.4
PBR	1.5	0.9	1.2	1.1	0.9
EV/ EBITDA	8.3	7.4	8.1	6.5	6.0
배당수익율	4.1	0.0	n/a	n/a	4.7
PCR	4.3	3.4	12.6	2.7	2.7
수익성(%)					
영업이익율	3.0	1.0	2.5	4.0	4.1
EBITDA이익율	9.3	7.5	9.0	9.8	9.7
순이익율	0.6	(3.6)	(1.7)	2.6	2.7
ROE	2.2	(13.9)	(7.2)	12.3	12.0
ROIC	2.3	1.1	3.0	5.3	5.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	135.2	112.0	200.4	152.1	123.9
유동비율	103.4	88.2	74.8	82.0	88.7
이자보상배율	1.5	0.4	1.1	1.9	2.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	7.5	7.6	7.4	7.4	8.1
재고자산회전율	9.0	8.4	8.5	8.7	9.3
매입채무회전율	5.1	4.9	5.3	5.7	5.6



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.30 기준)

