

## 한온시스템 018880

## OPM 가이드스 상황

## 4Q25P Re: R&amp;D 자산화 축소에도 견조한 수익성 방어

4Q25P 잠정 매출액은 2.7조원(+6.6% YoY), 영업이익은 912억원(흑전 YoY)으로 컨센서스 영업이익 794억원을 상회했다. 매출은 우호적인 환율, 고객사 판가 조정 및 관세 리커버리 반영으로 성장했다. 지역별/고객사별로는 미국, 유럽이 현대차그룹과 폭스바겐을 중심으로 성장했다. 이익도 리커버리 효과와 재료비/물류비 절감 노력 등이 R&D 자산화 비율 축소(작년 49%→31%)에 따른 판관비 부담을 상쇄했다. 영업외단에서는 북미 고객사 전동화 계획 후퇴에 따라 관련 개발비 손상차손을 선제적으로 인식했다.

## 2026년 영업이익률 가이드스 4% 제시

2026F 매출액 11.1조원(+2.4% YoY), 영업이익 4,483억원(+64.9% YoY)으로 예상된다. 재료비/물류비의 구조적 절감과 리커버리 등을 통해 회사 가이드스 4%를 달성할 전망이다. 2H25 인식했던 손상차손도 2월에 청구 후 보전 시 매출액과 이익단에 추가 반영될 가능성이 있다. 2025년은 재료비에서 1,000억원, 물류비에서 400억원을 절감했다. 이러한 기조는 2026년에도 이어질 전망이다. 구조조정 관련 일회성 비용의 추가 인식 가능성이 있으나 충당금으로 커버 가능한 수준으로 판단된다. 감가상각비도 전년과 유사한 수준(7,400억원)이 예상된다. CAPEX도 전년 수준(3,000억원)을 유지하며 26F EBITDA 1.2조원 실현을 통해 현금흐름 양전을 기대한다. 한편, 신규 수주는 전동화 프로그램 후퇴에 따른 반사수혜로 기존 프로그램(ICE/HEV)의 수명이 연장되며 추가적인 자본 지출 없이 현금흐름 확보에 기여할 전망이다.

## 점진적인 리스크 해소와 개선세 확인이 주가를 견인

장기적으로 현대차그룹의 열관리시스템 내재화 동향은 경쟁 심화로 이어질 수 있다. 다만 기술적 격차가 있어 중단기적 영향은 제한적이다. 더불어 ESS 열관리와 데이터센터 냉각 시스템 등 포트폴리오 다각화로 성장 동력 확보가 기대된다. 한편 오버행 우려가 있던 NH투자증권 실권주 6,400만주의 대부분은 소화된 것으로 파악되며 2월 10일 공시로 확인 가능할 전망이다. 점진적인 리스크 해소와 실적 개선세 확인이 주가를 견인할 전망이다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2023  | 2024  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 9,522 | 9,999 | 10,884 | 11,140 | 11,815 |
| 영업이익         | 284   | 96    | 272    | 448    | 569    |
| 영업이익률(%)     | 3.0   | 1.0   | 2.5    | 4.0    | 4.8    |
| 세전이익         | 151   | -330  | -118   | 340    | 485    |
| 지배주주지분순이익    | 51    | -363  | -182   | 252    | 370    |
| EPS(원)       | 84    | -471  | -219   | 246    | 361    |
| 증감률(%)       | 149.5 | 적전    | 적지     | 흑전     | 46.9   |
| ROE(%)       | 2.2   | -13.9 | -5.9   | 7.5    | 11.0   |
| PER(배)       | 80.7  | -7.9  | -17.0  | 15.2   | 10.3   |
| PBR(배)       | 1.5   | 0.9   | 1.1    | 1.1    | 1.1    |
| EV/EBITDA(배) | 8.3   | 7.9   | 7.3    | 5.8    | 5.0    |

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2026.02.04

## 매수(상향)

|             |        |
|-------------|--------|
| 목표주가(유지)    | 4,300원 |
| 현재주가(02/03) | 3,390원 |
| 상승여력        | 26.8%  |

## Stock Data

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| KOSPI              | 5,288.1pt   |
| 시가총액(보통주)          | 3,479십억원    |
| 발행주식수              | 1,026,263천주 |
| 액면가                | 100원        |
| 자본금                | 68십억원       |
| 60일 평균거래량          | 6,430천주     |
| 60일 평균거래대금         | 21,658백만원   |
| 외국인 지분율            | 9.2%        |
| 52주 최고가            | 4,955원      |
| 52주 최저가            | 2,755원      |
| 주요주주               |             |
| 한국타이어앤테크놀로지(외 12인) | 51.1%       |
| NH투자증권(외 1인)       | 7.0%        |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 15.5  | -7.2  |
| 3M  | -16.3 | -41.5 |
| 6M  | 15.4  | -54.1 |

## 주가차트

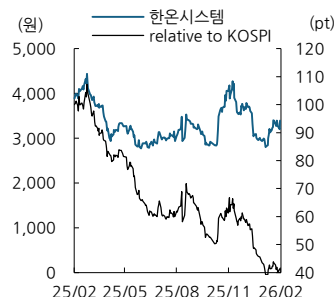


표1 한온시스템 4Q25P 실적 Review

| (십억원, %) | 4Q25P | 3Q25  | 4Q24   | QoQ    | YoY    | 컨센서스  | Gap   | DS 추정치 | Gap    |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액      | 2,703 | 2,706 | 2,536  | (0.1)  | 6.6    | 2,649 | 2.0   | 2,693  | 0.4    |
| 유럽       | 866   | 810   | 786    | 6.9    | 10.2   |       |       | 833    | 4.0    |
| 미주       | 811   | 812   | 735    | (0.1)  | 10.3   |       |       | 768    | 5.6    |
| 한국       | 756   | 704   | 685    | 7.3    | 10.4   |       |       | 728    | 3.8    |
| 아시아      | 270   | 379   | 330    | (29.0) | (18.2) |       |       | 364    | (25.9) |
| 영업이익     | 91    | 95    | (138)  | (4.3)  | 흑전     | 74    | 23.3  | 93     | (2.0)  |
| OPM      | 3.4   | 3.5   | (5.4)  | (0.1)  | 8.8    | 2.8   | 0.6   | 3.5    | (0.1)  |
| 지배순이익    | (196) | 55    | (316)  | 적전     | 적지     | 28    | 적전    | 69     | 적전     |
| NPM      | (7.3) | 2.0   | (12.5) | (9.3)  | 5.2    | 1.1   | (8.3) | 2.6    | (9.9)  |

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

| (십억원, %) | 변경전    |        | 변경후    |        | Gap   |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
|          | 2025F  | 2026F  | 2025P  | 2026F  | 2025P | 2026F |
| 매출액      | 10,810 | 11,030 | 10,884 | 11,140 | 0.7   | 1.0   |
| 영업이익     | 274    | 372    | 272    | 448    | (0.8) | 20.5  |
| OPM      | 2.5    | 3.4    | 2.5    | 4.0    | (0.0) | 0.7   |
| 지배순이익    | 81     | 175    | (182)  | 211    | 적전    | 20.7  |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한온시스템 실적 추정 Table

| (십억원, %, %p) | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25  | 4Q25P  | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F  | 4Q26F | 2024   | 2025F  | 2026F  | 증감률    |
|--------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 2,617  | 2,858  | 2,706 | 2,703  | 2,708 | 2,873 | 2,804  | 2,756 | 10,000 | 10,884 | 11,140 | 2.4    |
| 유럽           | 838    | 915    | 810   | 866    | 882   | 941   | 924    | 914   | 3,100  | 3,429  | 3,661  | 6.8    |
| 미주           | 785    | 857    | 812   | 811    | 839   | 899   | 892    | 821   | 2,900  | 3,265  | 3,452  | 5.7    |
| 한국           | 681    | 798    | 704   | 756    | 757   | 803   | 784    | 771   | 2,700  | 2,939  | 3,116  | 6.0    |
| 아시아          | 314    | 288    | 379   | 270    | 229   | 229   | 204    | 250   | 1,300  | 1,251  | 913    | (27.1) |
| 영업이익         | 21     | 64     | 95    | 91     | 85    | 109   | 123    | 132   | 93     | 272    | 448    | 65     |
| OPM          | 0.8    | 2.2    | 3.5   | 3.4    | 3.1   | 3.8   | 4.4    | 4.8   | 0.9    | 2.5    | 4.0    | 1.5    |
| 지배순이익        | (24)   | (16)   | 55    | (196)  | 60    | 48    | 48     | 55    | (363)  | (182)  | 211    | 흑전     |
| NPM          | (0.9)  | (0.6)  | 2.0   | (7.3)  | 2.2   | 1.7   | 1.7    | 2.0   | (3.6)  | (1.7)  | 1.9    | 3.6    |
| YoY          |        |        |       |        |       |       |        |       |        |        |        |        |
| 매출액          | 8.8    | 11.6   | 8.2   | 6.6    | 3.5   | 0.5   | 3.6    | 2.0   | 4.9    | 8.8    | 2.4    |        |
| 영업이익         | (67.7) | (10.2) | 1.7   | 흑전     | 303.6 | 68.9  | 29.1   | 44.4  | (66.9) | 192.2  | 64.9   |        |
| OPM          | (1.9)  | (0.5)  | (0.2) | 8.8    | 2.3   | 1.5   | 0.9    | 1.4   | (2.0)  | 1.6    | 1.5    |        |
| 지배순이익        | 적전     | (52.0) | 흑전    | (37.9) | 흑전    | 흑전    | (11.9) | 흑전    | 적전     | (49.9) | 흑전     |        |

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

## [ 한온시스템 018880 ]

| 재무상태표 (십억원) |       |        |        |       |        | 손익계산서 (십억원)   |       |       |        |        |        |
|-------------|-------|--------|--------|-------|--------|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
|             | 2023  | 2024   | 2025F  | 2026F | 2027F  |               | 2023  | 2024  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 유동자산        | 3,697 | 4,439  | 3,725  | 3,824 | 4,249  | 매출액           | 9,522 | 9,999 | 10,884 | 11,140 | 11,815 |
| 현금 및 현금성자산  | 779   | 1,346  | 329    | 407   | 439    | 매출원가          | 8,612 | 9,187 | 9,872  | 9,867  | 10,354 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,288 | 1,349  | 1,598  | 1,530 | 1,760  | 매출총이익         | 910   | 812   | 1,011  | 1,274  | 1,461  |
| 재고자산        | 1,140 | 1,241  | 1,257  | 1,326 | 1,467  | 판매비 및 관리비     | 626   | 717   | 740    | 826    | 892    |
| 기타          | 490   | 502    | 539    | 561   | 584    | 영업이익          | 284   | 96    | 272    | 448    | 569    |
| 비유동자산       | 5,548 | 6,181  | 6,371  | 6,162 | 6,010  | (EBITDA)      | 882   | 747   | 998    | 1,228  | 1,405  |
| 관계기업투자등     | 85    | 101    | 99     | 103   | 107    | 금융손익          | -93   | -152  | -172   | -65    | -41    |
| 유형자산        | 2,716 | 2,864  | 2,908  | 2,915 | 2,923  | 이자비용          | 186   | 265   | 225    | 175    | 158    |
| 무형자산        | 2,126 | 2,351  | 2,332  | 2,070 | 1,863  | 관계기업등 투자손익    | 12    | 13    | 9      | 8      | 9      |
| 자산총계        | 9,244 | 10,620 | 10,096 | 9,986 | 10,260 | 기타영업외손익       | -52   | -286  | -227   | -52    | -52    |
| 유동부채        | 3,576 | 5,034  | 4,524  | 4,532 | 4,701  | 세전계속사업이익      | 151   | -330  | -118   | 340    | 485    |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,906 | 2,196  | 1,905  | 1,943 | 2,097  | 계속사업법인세비용     | 85    | 20    | 62     | 85     | 111    |
| 단기금융부채      | 1,476 | 2,584  | 2,265  | 2,221 | 2,221  | 계속사업이익        | 66    | -349  | -181   | 255    | 373    |
| 기타유동부채      | 194   | 254    | 354    | 368   | 383    | 중단사업이익        | -7    | -9    | 0      | 0      | 0      |
| 비유동부채       | 3,160 | 2,588  | 2,057  | 1,975 | 1,996  | 당기순이익         | 59    | -359  | -181   | 255    | 373    |
| 장기금융부채      | 2,710 | 2,131  | 1,548  | 1,445 | 1,445  | 지배주주          | 51    | -363  | -182   | 252    | 370    |
| 기타비유동부채     | 450   | 456    | 510    | 530   | 551    | 총포괄이익         | 333   | -359  | -181   | 255    | 373    |
| 부채총계        | 6,736 | 7,622  | 6,581  | 6,507 | 6,697  | 매출총이익률 (%)    | 9.6   | 8.1   | 9.3    | 11.4   | 12.4   |
| 지배주주지분      | 2,372 | 2,853  | 3,371  | 3,336 | 3,419  | 영업이익률 (%)     | 3.0   | 1.0   | 2.5    | 4.0    | 4.8    |
| 자본금         | 53    | 68     | 103    | 103   | 103    | EBITDA마진률 (%) | 9.3   | 7.5   | 9.2    | 11.0   | 11.9   |
| 자본잉여금       | -23   | 561    | 1,510  | 1,510 | 1,510  | 당기순이익률 (%)    | 0.6   | -3.6  | -1.7   | 2.3    | 3.2    |
| 이익잉여금       | 2,103 | 1,702  | 1,522  | 1,486 | 1,569  | ROA (%)       | 0.6   | -3.7  | -1.8   | 2.5    | 3.7    |
| 비지배주주지분(연결) | 137   | 145    | 143    | 143   | 143    | ROE (%)       | 2.2   | -13.9 | -5.9   | 7.5    | 11.0   |
| 자본총계        | 2,508 | 2,999  | 3,515  | 3,479 | 3,562  | ROIC (%)      | 2.3   | 1.1   | 3.0    | 5.0    | 6.6    |

| 현금흐름표 (십억원) |       |       |        |       |       | 주요투자지표 (원, 배) |        |        |        |        |        |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023  | 2024  | 2025F  | 2026F | 2027F |               | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름   | 517   | 569   | -211   | 536   | 404   | 투자지표 (x)      |        |        |        |        |        |
| 당기순이익(손실)   | 59    | -359  | -181   | 255   | 373   | P/E           | 80.7   | -7.9   | -17.0  | 15.2   | 10.3   |
| 비현금수익비용가감   | 895   | 1,208 | -196   | 250   | 254   | P/B           | 1.5    | 0.9    | 1.1    | 1.1    | 1.1    |
| 유형자산감가상각비   | 418   | 443   | 488    | 533   | 584   | P/S           | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 무형자산상각비     | 180   | 208   | 238    | 247   | 252   | EV/EBITDA     | 8.3    | 7.9    | 7.3    | 5.8    | 5.0    |
| 기타현금수익비용    | 297   | -33   | -1,435 | -556  | -613  | P/CF          | 4.3    | 3.4    | n/a    | 7.6    | 6.1    |
| 영업활동 자산부채변동 | -194  | 31    | 166    | 31    | -223  | 배당수익률 (%)     | 4.1    | 7.5    | 7.5    | 7.5    | 7.5    |
| 매출채권 감소(증가) | -21   | 177   | -318   | 68    | -230  | 성장성 (%)       |        |        |        |        |        |
| 재고자산 감소(증가) | -140  | -49   | 8      | -68   | -141  | 매출액           | 10.4   | 5.0    | 8.9    | 2.4    | 6.1    |
| 매입채무 증가(감소) | 28    | -221  | 21     | 37    | 155   | 영업이익          | 10.5   | -66.3  | 184.6  | 64.9   | 27.0   |
| 기타자산, 부채변동  | -60   | 123   | 454    | -7    | -7    | 세전이익          | 55.1   | 적전     | 적지     | 흑전     | 42.6   |
| 투자활동 현금     | -677  | -733  | -617   | -25   | -85   | 당기순이익         | 120.2  | 적전     | 적지     | 흑전     | 46.4   |
| 유형자산처분(취득)  | -416  | -372  | -349   | -7    | -7    | EPS           | 149.5  | 적전     | 적지     | 흑전     | 46.9   |
| 무형자산 감소(증가) | -317  | -348  | -112   | 16    | -45   | 안정성 (%)       |        |        |        |        |        |
| 투자자산 감소(증가) | 24    | 3     | 12     | 9     | 11    | 부채비율          | 268.5  | 254.2  | 187.2  | 187.0  | 188.0  |
| 기타투자활동      | 32    | -16   | -167   | -42   | -44   | 유동비율          | 103.4  | 88.2   | 82.3   | 84.4   | 90.4   |
| 재무활동 현금     | -480  | 651   | -189   | -434  | -287  | 순차입금/자기자본(x)  | 135.2  | 112.0  | 98.6   | 93.1   | 90.0   |
| 차입금의 증가(감소) | -295  | 98    | -984   | -147  | 0     | 영업이익/금융비용(x)  | 1.5    | 0.4    | 1.2    | 2.6    | 3.6    |
| 자본의 증가(감소)  | -185  | 430   | 795    | -287  | -287  | 총차입금 (십억원)    | 4,186  | 4,715  | 3,813  | 3,666  | 3,666  |
| 배당금의 지급     | 185   | 169   | 189    | 287   | 287   | 순차입금 (십억원)    | 3,391  | 3,358  | 3,464  | 3,239  | 3,206  |
| 기타재무활동      | 0     | 122   | 0      | 0     | 0     | 주당지표(원)       |        |        |        |        |        |
| 현금의 증가      | -651  | 568   | -1,017 | 78    | 32    | EPS           | 84     | -471   | -219   | 246    | 361    |
| 기초현금        | 1,429 | 779   | 1,346  | 329   | 407   | BPS           | 4,443  | 4,204  | 3,285  | 3,251  | 3,332  |
| 기말현금        | 779   | 1,346 | 329    | 407   | 439   | SPS           | 15,682 | 12,951 | 13,083 | 10,855 | 11,513 |
| NOPLAT      | 124   | 69    | 197    | 336   | 438   | CFPS          | 1,571  | 1,101  | -453   | 493    | 611    |
| FCF         | 83    | 148   | -828   | 512   | 319   | DPS           | 278    | 280    | 280    | 280    | 280    |

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 한온시스템 (018880) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) |            | (원) |
|------------|------|---------|--------|------------|-----|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |     |
| 2024-02-15 | 매수   | 7,500   | -27.3  | -13.5      |     |
| 2024-07-16 | 매수   | 6,000   | -32.5  | -20.5      |     |
| 2024-09-03 | 매수   | 6,000   | -33.1  | -20.5      |     |
| 2025-01-13 | 매수   | 6,000   | -33.8  | -20.5      |     |
| 2025-05-09 | 중립   | 3,600   | -8.3   | 5.4        |     |
| 2025-07-07 | 중립   | 3,600   | -6.1   | 5.4        |     |
| 2025-08-18 | 중립   | 3,600   | -3.6   | 5.4        |     |
| 2025-09-25 | 중립   | 3,300   | 5.9    | 29.3       |     |
| 2025-10-30 | 중립   | 4,300   | -13.4  | 6.9        |     |
| 2026-02-04 | 매수   | 4,300   |        |            |     |

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 |                               |  | 산업   |                            |
|----|-------------------------------|--|------|----------------------------|
| 매수 | + 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우       |  | 비중확대 | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
| 중립 | - 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우 |  | 중립   |                            |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우        |  | 비중축소 |                            |

## 투자의견 비율

기준일 2025.12.31

| 매수    | 중립   | 매도   |
|-------|------|------|
| 98.8% | 0.6% | 0.6% |

## Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에게 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 현재 당사에서 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.