한온시스템 (018880)

EARNINGS REVIEW | Company Analysis | 자동차/부품 | 2026.02.04

이익 정상화로 가는 길

Analyst 이병근
bglee@ls-sec.co.kr

4Q25 Preview

한온시스템은 4Q25P 매출액 2.7조원(+6.6% YoY, -0.1% QoQ), 영업이익 912억원(흑자전환 YoY, -4.3% QoQ, OPM 3.4%)을 기록, 시장 컨센서스를 상회(740억원)와 당사 추정치(870억원)를 상회했다. R&D 자산화 요건 강화에 따른 R&D 비용 확대에도 불구하고, 관세 리커버리 및 판가 조정으로 인해 수익성이 개선됐다.

2026년 턴어라운드 기대

3분기에 이어 4분기에도 영업이익률 3% 이상을 기록, 대주주 변경 이후 추진된 운영 효율화를 통한 수익성 개선이 지속되고 있다. 다만, 이번 분기 영업외비용이 크게 발생했는데, 이는 포드와 GM 등 주요 미국 고객사의 전동화 전략 수정에 따른 차세대 EV 개발비를 선제적으로 손상 처리(Write-off)한 결과다. 이러한 일회성 비용은 향후 고객사와 협상을 통해 2분기 내 회수가 시작될 것으로 예상된다.

차입금 상환을 통한 이자비용 축소(연 600억 축소)는 2026년부터 본격화될 전망이며, 대규모 투자 사이클이 종료되는 2027년부터는 감가상각비가 유의미하게 감소할 것으로 예상된다. EV 시장 둔화 및 전기차 신차 출시 지연 등으로 외형 성장은 제한적이나, 비용 감소를 통한 이익 성장은 가능할 것이다.

투자의견 Hold, 목표주가 3,700원 유지

2026년부터는 FCF가 플러스(+)로 전환되면서, 자본 확충 리스크가 제한적이라는 점은 긍정적이나, 현재 주가는 12M Fwd P/E 기준 24.7배로 타 부품사 대비 부담스러운 수준이다. 또한, 재무 구조 안정화와 경영 정상화에 집중되어 있어, ESS나 데이터센터 등 신사업을 통한 Value Re-rating 요소가 당분간 제한적일 것으로 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,884	11,154	11,429
영업이익	284	96	272	350	380
순이익	59	-359	-181	138	192
EPS (원)	96	-535	-432	132	184
증감률 (%)	149.5	적전	적지	흑전	39.4
PER (x)	76.3	-7.5	-7.8	25.7	18.5
PBR (x)	1.6	1.0	1.0	0.9	0.9
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.5	3.1	3.3
EBITDA 마진 (%)	9.3	7.5	9.3	10.1	10.7
ROE (%)	2.2	-13.9	-5.6	3.6	4.8

주: IFRS 연결 기준
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

Hold (유지)

목표주가 (유지)	3,700 원
현재주가	3,390 원
상승여력	9.1%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (2/3)	5,288.08 pt
시가총액	34,790 억원
발행주식수	1,026,263 천주
52 주 최고가/최저가	4,434 / 2,775 원
90 일 일평균거래대금	214.53 억원
외국인 지분율	9.2%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	3,564 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -7.2%
	6 개월 -54.1%
	12 개월 -127.6%
주주구성	한국타이어앤테크놀로지(외 12인) 51.1%
	NH 투자증권 (외 1 인) 7.0%
	국민연금공단 (외 1 인) 5.3%

Stock Price

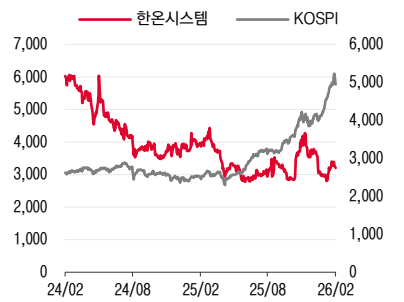


표1 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024	2025P	2026E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**9,999**	**10,884**	**11,154**	**2,617**	**2,858**	**2,706**	**2,703**	**2,658**	**2,949**	**2,776**	**2,771**
%yoy	5.0%	8.9%	2.5%	8.8%	11.7%	8.2%	6.6%	1.6%	3.2%	2.6%	2.5%
%qoq				3.3%	9.2%	-5.3%	-0.1%	-1.6%	11.0%	-5.9%	-0.2%
영업이익	**96**	**272**	**350**	**21**	**64**	**95**	**91**	**79**	**98**	**84**	**89**
%OPM	1.0%	2.5%	3.1%	0.8%	2.2%	3.5%	3.4%	3.0%	3.3%	3.0%	3.2%
%yoy	-66.3%	184.5%	28.7%	-67.9%	-10.2%	1.7%	흑전	277.9%	52.0%	-11.8%	-2.9%
%qoq				흑전	206.2%	48.2%	-4.3%	-13.0%	23.1%	-13.9%	5.3%
세전이익	**-330**	**-118**	**180**	**-18**	**-26**	**91**	**-166**	**25**	**70**	**40**	**46**
%yoy	-318.8%	적지	흑전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-56.4%	흑전
%qoq				적지	적지	흑전	적전	흑전	184.4%	-43.0%	15.8%
지배순이익	**-363**	**-182**	**135**	**-24.0**	**-16**	**55**	**-196**	**18**	**52**	**30**	**35**
%NPM	-3.6%	-1.7%	1.2%	-0.9%	-0.6%	2.0%	-7.3%	0.7%	1.8%	1.1%	1.2%
%yoy	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-45.5%	흑전
%qoq				적지	적지	흑전	적전	흑전	182.6%	-43.0%	15.8%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

표2 한온시스템 4Q25 Review

(단위: 십억원)	분기실적			증감		Consensus	
	4Q24	3Q24	4Q25	(YoY)	(QoQ)	4Q25	Diff.
매출액	2,534	2,706	**2,703**	6.6%	-0.1%	**2,649**	2.0%
영업이익	-135	95	**91**	-167.5%	-4.3%	**74**	23.2%
영업이익률	-5.3%	3.5%	**3.4%**	8.7%p	-0.1%p	**2.8%**	0.6%p
순이익	-316	55	**-196**	-37.9%	-458.6%	**28**	-795.3%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

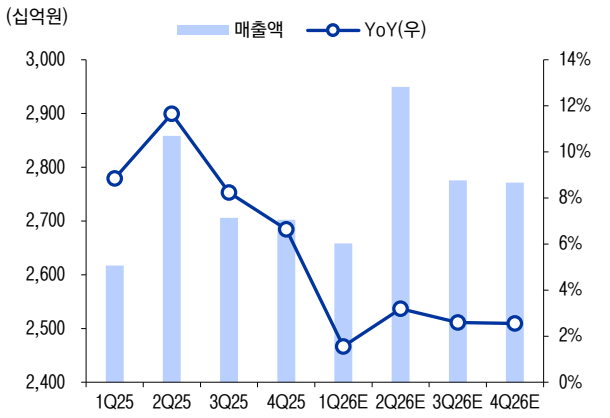
표3 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	10,884	11,154	10,874	11,229	0.1%	-0.7%
영업이익	272	350	268	341	1.4%	2.6%
세전이익	-118	180	75	171	-257.8%	5.3%
순이익	-182	135	34	128	-634.7%	5.5%

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

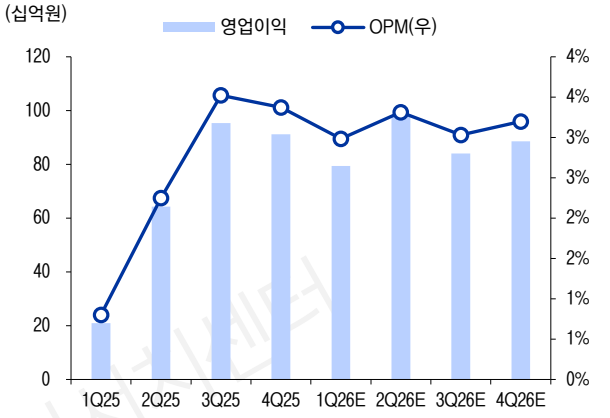
LS증권 리서치센터

그림1 한온시스템 매출액 추이 및 전망



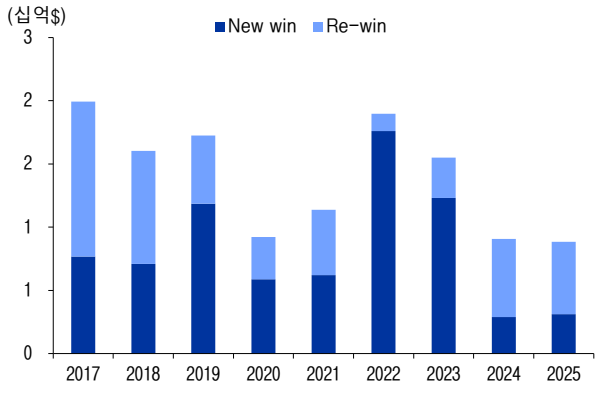
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림2 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



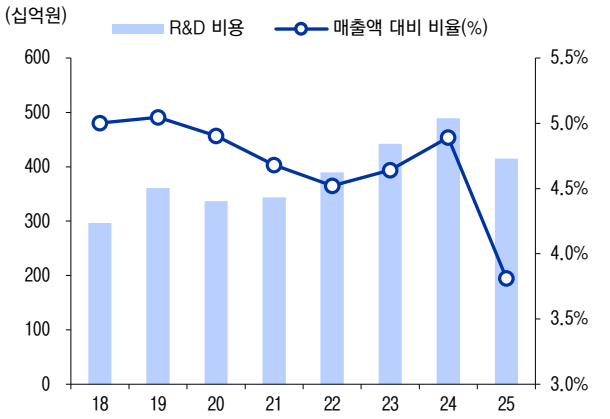
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림3 한온시스템 신규 수주 추이



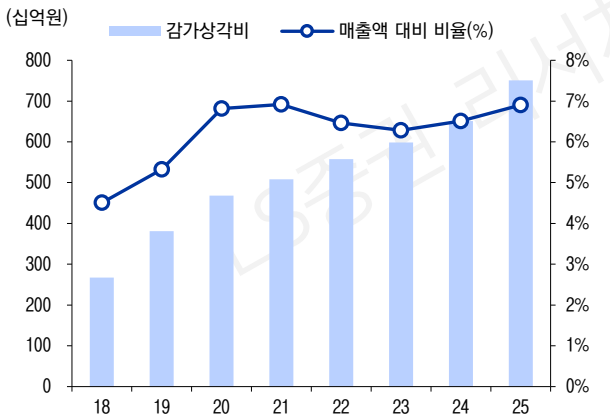
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림4 한온시스템 R&D 비용 추이



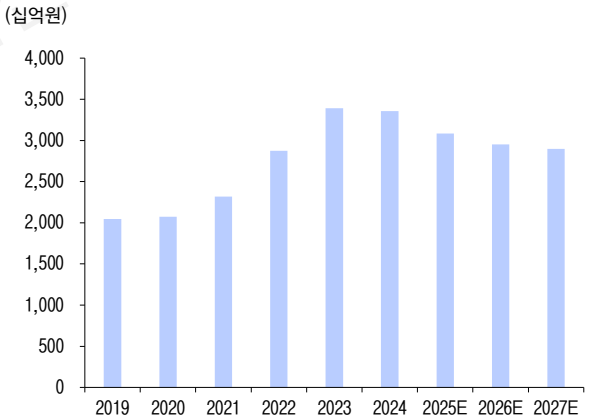
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림5 한온시스템 감가상각비 추이



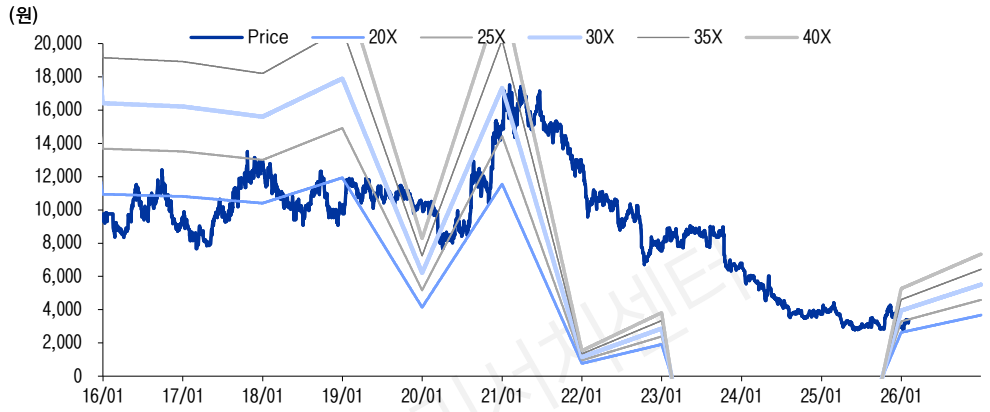
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림6 한온시스템 순차입금 추이



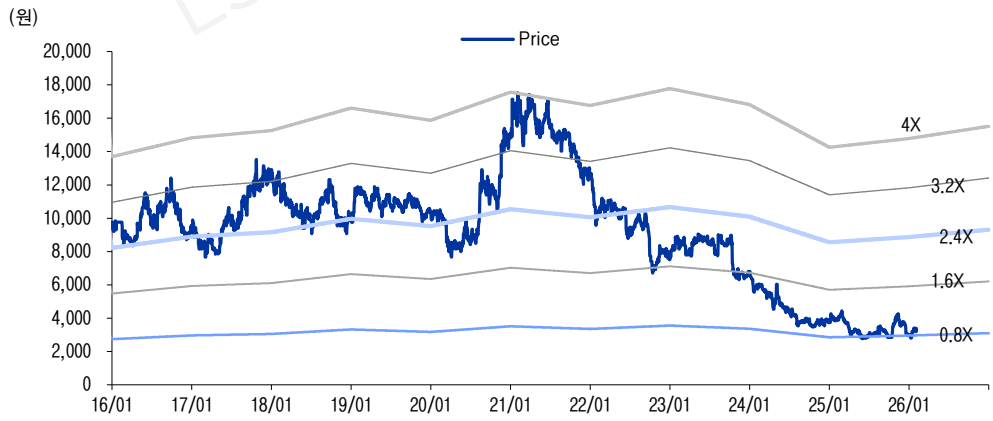
자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

그림7 한온시스템 12M Fwd P/E Band



자료: LS증권 리서치센터

그림8 한온시스템 12M Fwd P/B Band



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,283	4,414	4,823
현금 및 현금성자산	779	1,346	740	848	1,160
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,598	1,639	1,679
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,367	1,400
기타유동자산	490	502	539	561	584
비유동자산	5,548	6,181	6,228	6,212	6,138
관계기업투자등	85	101	99	103	107
유형자산	2,716	2,864	2,747	2,617	2,429
무형자산	2,126	2,351	2,349	2,418	2,484
자산총계	**9,244**	**10,620**	**10,511**	**10,627**	**10,961**
유동부채	3,576	5,034	4,260	4,240	4,347
매입채무 및 기타재무	1,906	2,196	1,833	1,954	2,001
단기금융부채	1,476	2,584	2,074	1,918	1,962
기타유동부채	194	254	354	368	383
비유동부채	3,160	2,588	2,450	2,451	2,491
장기금융부채	2,710	2,131	1,940	1,921	1,939
기타비유동부채	450	456	510	530	551
부채총계	**6,736**	**7,622**	**6,710**	**6,691**	**6,837**
지배주주지분	2,372	2,853	3,657	3,792	3,981
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,510	1,510	1,510
이익잉여금	2,103	1,702	1,522	1,657	1,846
비지배주주지분(연결)	137	145	143	143	143
자본총계	**2,508**	**2,999**	**3,801**	**3,936**	**4,124**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**9,522**	**9,999**	**10,884**	**11,154**	**11,429**
매출원가	8,612	9,187	9,872	10,055	10,286
매출총이익	**910**	**812**	**1,011**	**1,099**	**1,143**
판매비 및 관리비	626	717	740	750	763
영업이익	**284**	**96**	**272**	**350**	**380**
(EBITDA)	882	747	1,012	1,130	1,223
금융손익	-93	-152	-172	-98	-87
이자비용	186	265	236	177	175
관계기업등 투자손익	12	13	8	10	22
기타영업외손익	-52	-286	-226	-82	-64
세전계속사업이익	**151**	**-330**	**-118**	**180**	**251**
계속사업법인세비용	85	20	62	42	59
계속사업이익	66	-349	-181	138	192
중단사업이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	**59**	**-359**	**-181**	**138**	**192**
지배주주	51	-363	-182	135	188
총포괄이익	**333**	**-73**	**-181**	**138**	**192**
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	9.3	9.9	10.0
영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.5	3.1	3.3
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.5	9.3	10.1	10.7
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-1.7	1.2	1.7
ROA (%)	0.6	-3.7	-1.7	1.3	1.7
ROE (%)	2.2	-13.9	-5.6	3.6	4.8
ROIC (%)	2.3	1.1	3.0	3.9	4.3

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**517**	**569**	**250**	**1,038**	**998**
당기순이익(손실)	59	-359	-181	138	192
비현금수익비용가감	895	1,208	1,282	788	838
유형자산감가상각비	418	443	502	531	591
무형자산상각비	180	208	238	249	252
기타현금수익비용	297	557	-122	-586	-618
영업활동 자산부채변동	-194	31	-604	112	-33
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	-41	-40
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-139	38	-33
매입채무 증가(감소)	28	-221	-51	121	48
기타자산, 부채변동	-60	123	-97	-7	-7
투자활동 현금흐름	**-677**	**-733**	**-529**	**-756**	**-748**
유형자산처분(취득)	-416	-372	-323	-400	-403
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-187	-318	-318
투자자산 감소(증가)	24	3	7	5	17
기타투자활동	32	-16	-27	-42	-44
재무활동 현금흐름	**-480**	**651**	**194**	**-174**	**63**
차입금의 증가(감소)	-295	98	-783	-174	63
자본의 증가(감소)	-185	552	983	0	0
배당금의 지급	185	46	0	0	0
기타재무활동	0	0	-6	0	0
현금의 증가	**-651**	**568**	**-607**	**108**	**313**
기초현금	1,429	779	1,346	740	848
기말현금	779	1,346	740	848	1,160

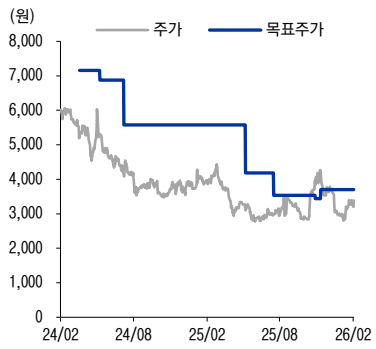
주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	76.3	-7.5	-7.8	25.7	18.5
P/B	1.6	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.3	7.4	6.7	5.7	5.1
P/CF	4.1	3.2	1.3	3.8	3.4
배당수익률 (%)	4.3	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	10.4	5.0	8.9	2.5	2.5
영업이익	10.5	-66.3	184.6	28.6	8.8
세전이익	55.1	적전	적지	흑전	39.6
당기순이익	120.2	적전	적지	흑전	39.4
EPS	149.5	적전	적지	흑전	39.4
안정성 (%)					
부채비율	268.5	254.2	176.5	170.0	165.8
유동비율	103.4	88.2	100.5	104.1	111.0
순차입금/자기자본(x)	135.2	112.0	85.6	75.5	66.0
영업이익/금융비용(x)	1.5	0.4	1.2	2.0	2.2
총차입금 (십억원)	4,186	4,715	4,014	3,839	3,902
순차입금 (십억원)	3,391	3,358	3,254	2,972	2,721
주당지표(원)					
EPS	96	-535	-432	132	184
BPS	4,443	4,204	3,564	3,695	3,879
CFPS	1,787	1,252	2,618	903	1,004
DPS	316	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한온시스템, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

한온시스템 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2024.03.20	신규	이병근			
2024.03.20	Buy	7,700	-15.7		-27.3
2024.05.10	Buy	7,400	-22.8		-32.4
2024.07.09	Buy	6,000	-18.4		-32.3
2025.05.09	Buy	4,500	-21.7		-29.1
2025.07.18	Buy	3,800	12.3		-9.6
2025.10.30	Hold	3,700		-18.6	0.6
2026.02.04	Hold	3,700			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	88.7% 11.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025.1.1 ~ 2025.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)