# 한온시스템(018880.KS) 매수(상향)

# 기대와 우려가 공존한 실적

**분석의 기본 가정**

- 추정치에 반영했던 '26년 구조조정 추가 비용 700억원 제외

**4Q 매출 2.7조원(YoY+7%), 영업이익 91십억원(흑전), 영업이익률 3.4%**

컨센 대비 매출 부합, 영업이익 18% 상회, 순익은 196십억원 적자로 컨센서스(34십억원) 하회. 우호적 환율 여건 속에 VW, 등이 견인한 유럽 매출(+7.5%)이 전사 매출 견인. 4Q25에도 관세가 발생했으나 예상 보다 빠른 고객사와 관세 정산('25년 관세의 약 90% 정산)과 비용 효율화가 기대 이상의 수익성 배경. 세전이익은 -166십억원으로 적자를 지속했는데, 매출의 13%와 7%를 차지하는 GM과 Ford가 EV 전략을 축소함에 따라 이와 관련된 연구개발비 손상차손이 발생했기 때문이며, 이는 1H26 정산 예정.

**'26년 매출 11조원(+1%), 영업이익률 4% 이상 목표 가이던스 발표**

지난 8년 동안 팬데믹(2020년)을 제외하고 동사는 산업 수요를 상회하는, 최소 +5% 이상 연간 매출 성장을 해왔음. 그러나 '26년 매출 성장률 가이던스는 +1%에 불과한데, 이는 주요 고객사의 EV 전략이 축소되었고, 2025년 신규 수주가 목표의 59%에 불과한 $8.85억(-3%)에 그치며 2015년 이후 최저치를 경신했기 때문으로 판단. 이러한 상황 속에 최대 고객사인 현대차그룹(매출 49%)의 현대위아가 열 관리 사업을 EV에서 내연기관까지 확대하고 있는 것은 잠재적 리스크 요인임. 이에 4% 이상의 영업이익률 달성을 위해서는 인건비, 운반비 등 비용 절감과 더불어 무엇보다도 현재 69%로 추정되는 원재료율이 67% 이내(2018년~2021년) 수준까지 낮아져야 할 것이며, 알루미늄과 전장 원재료가 변수가 될 것으로 판단함.

**목표주가 유지하나, 주가 하락에 따른 상승 여력 확보로 투자의견 매수로 상향**

기대 이상의 비용 효율화 속도에 따라 '26년 가정했던 700억원의 추가 구조조정 비용을 추정치에서 제외했으며, '26년 추정 영업이익률을 1%p 상향. 단 유상증자에 따른 주식수 증가(+51%) 여파로 목표주가 산정을 지난해 BPS로 변경했기에 목표주가는 4,400원으로 유지(PBR 1.2배 해당)하며 주가 하락에 따라 상승 여력이 10% 이상 확보되었기 때문에 투자의견을 매수로 상향.

| 결산기(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 9,522 | 9,999 | 10,884 | 11,151 | 11,834 |
| 영업이익(십억원) | 284 | 96 | 272 | 405 | 468 |
| 계속사업세전손익(십억원) | 151 | -330 | -118 | 210 | 301 |
| 지배주주순이익(십억원) | 51 | -363 | -182 | 158 | 226 |
| EPS(원) | 84 | -594 | -177 | 154 | 220 |
| 증감율(%) | 149.5 | 적전 | 적지 | 흑전 | 43.3 |
| ROE(%) | 2.2 | -13.9 | -5.6 | 4.2 | 5.7 |
| PER(배) | 76.3 | na | na | 22.0 | 15.4 |
| PBR(배) | 1.7 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA(배) | 8.3 | 7.4 | 5.1 | 5.5 | 4.8 |

**자동차/부품/타이어 담당 문용권**

T.02)2004-9175/moon.yong-kwan@shinyoung.com

| | |
|---|---|
| 현재주가(02/03) | 3,390원 |
| 목표주가(12M, 유지) | 4,400원 |

**Key Data** (기준일: 2026. 02. 03)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 5288.08 |
| KOSDAQ(pt) | 1144.33 |
| 액면가(원) | 100 |
| 시가총액(억원) | 34,790 |
| 발행주식수(천주) | 1,026,263 |
| 평균거래량(3M,주) | 6,492,791 |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 21,600 |
| 52주 최고/최저 | 4,434 / 2,775 |
| 52주 일간Beta | 0.9 |
| 배당수익률(26F,%) | 0.0 |
| 외국인지분율(%) | 9.2 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 한국타이어앤테크놀로지 외 11 인 | 51.1 % |
| NH투자증권 | 7.0 % |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 15.5 | -16.3 | 15.4 | -12.1 |
| KOSPI대비 상대수익률 | -5.9 | -33.1 | -31.9 | -59.2 |

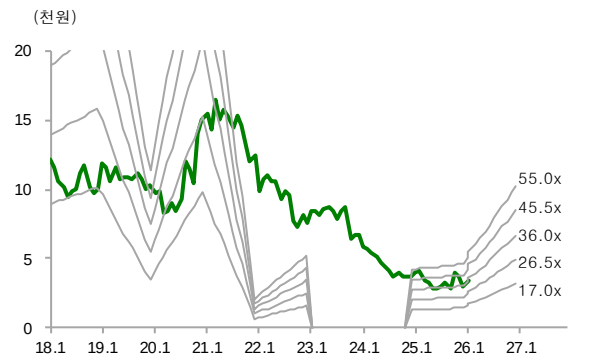
**Company vs KOSPI composite**

**도표 1. 한온시스템 분기별 실적 추이** (단위: 십억원)

| 구분 | 2024A | | | | 2025F | | | | 연간 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q24A | 2Q24A | 3Q24A | 4Q24A | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25A | 4Q25P | 2024A | 2025F | 2026F |
| 매출액 | 2,405 | 2,560 | 2,500 | 2,536 | 2,617 | 2,858 | 2,706 | 2,703 | 9,999 | 10,884 | 11,151 |
| 매출총이익 | 220 | 233 | 250 | 107 | 190 | 254 | 288 | 280 | 812 | 1,011 | 1,155 |
| GPM | 9.2% | 9.1% | 10.0% | 4.2% | 7.3% | 8.9% | 10.6% | 10.3% | 8.1% | 9.3% | 10.4% |
| 판관비 | 155 | 161 | 157 | 245 | 169 | 190 | 192 | 188 | 717 | 740 | 750 |
| 판관비율 | 6.4% | 6.3% | 6.3% | 9.7% | 6.5% | 6.6% | 7.1% | 7.0% | 7.2% | 6.8% | 6.7% |
| 영업이익 | 65 | 72 | 94 | -138 | 21 | 64 | 95 | 91 | 96 | 272 | 405 |
| OPM | 2.7% | 2.8% | 3.7% | -5.4% | 0.8% | 2.2% | 3.5% | 3.4% | 1.0% | 2.5% | 3.6% |
| 당기손익(지배) | 8 | -34 | -22 | -316 | -24 | -16 | 55 | -196 | -363 | -182 | 158 |
| NIM | 0.3% | -1.3% | -0.9% | -12.5% | -0.9% | -0.6% | 2.0% | -7.3% | -3.6% | -1.7% | 1.4% |
| 매출액 (yoy) | 3% | 5% | 8% | 3% | 9% | 12% | 8% | 7% | 5% | 9% | 2% |
| 매출총이익(yoy) | 8% | -50% | 391% | -337% | -68% | -10% | 2% | -166% | -66% | 185% | 49% |
| 판관비(yoy) | 0% | 15% | -7% | 48% | 9% | 18% | 23% | -23% | 14% | 3% | 1% |
| 영업이익(yoy) | 8% | -50% | 391% | 적전 | -68% | -10% | 2% | -166% | -66% | 185% | 49% |
| 당기손익(yoy) | -81% | 적전 | 적지 | 적지 | 적전 | 적지 | 흑전 | 적지 | 적전 | 적지 | 흑전 |
| 지역별 매출 | 1,311 | 1,386 | 1,336 | 1,361 | 1,403 | 1,530 | 1,498 | 1,391 | 5,394 | 5,821 | 5,827 |
| 아시아 | 657 | 743 | 753 | 757 | 772 | 810 | 802 | 817 | 2,909 | 3,200 | 3,319 |
| 북미 | 1,265 | 1,273 | 1,298 | 1,272 | 1,379 | 1,526 | 1,397 | 1,444 | 5,108 | 5,745 | 6,129 |
| 유럽 | 429 | 435 | 461 | 444 | 454 | 480 | 493 | 474 | 1,768 | 1,901 | 1,909 |
| 기타 | 1,311 | 1,386 | 1,336 | 1,361 | 1,403 | 1,530 | 1,498 | 1,391 | 5,394 | 5,821 | 5,827 |
| 매출액 | 2,617 | 2,858 | 2,706 | 2,703 | 2,637 | 2,865 | 2,780 | 2,869 | 10,000 | 10,884 | 11,151 |
| 지역별 매출(yoy) | | | | | | | | | | | |
| 아시아 | 2% | 4% | -2% | -3% | 7% | 10% | 12% | 2% | 0% | 8% | 0% |
| 북미 | 13% | 15% | 15% | 21% | 18% | 9% | 6% | 8% | 16% | 10% | 4% |
| 유럽 | -2% | 0% | 7% | -1% | 9% | 20% | 8% | 14% | 1% | 12% | 7% |
| 기타 | 5% | -2% | -7% | -12% | 6% | 10% | 7% | 7% | -4% | 8% | 0% |
| 매출액 | 3% | 5% | 8% | 3% | 9% | 12% | 8% | 7% | 5% | 9% | 2% |

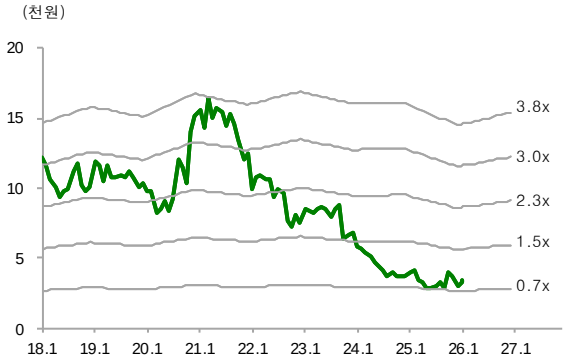
자료 : 한온시스템, 신영증권 리서치센터 / 4Q25 지역별 매출(연결조정 전)은 IR 가마감 자료의 매출 증가율(YoY)을 기반으로한 연결조정 전 추정치, 향후 변경될 수 있음

**도표 2 Fwd12M PER Band**



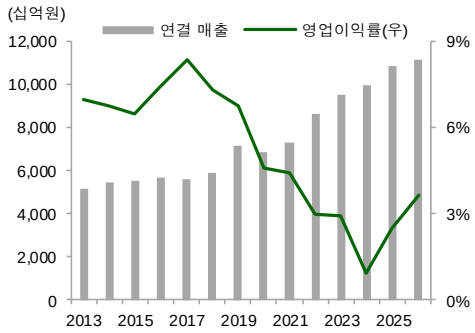

자료: Valuewise, 신영증권 리서치센터

**도표 3. Fwd 12M PBR Band**



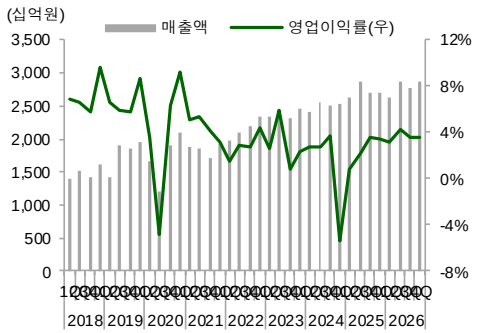

자료: Valuewise, 신영증권 리서치센터

### 도표 4. 연간 매출 & 영업이익률 추이



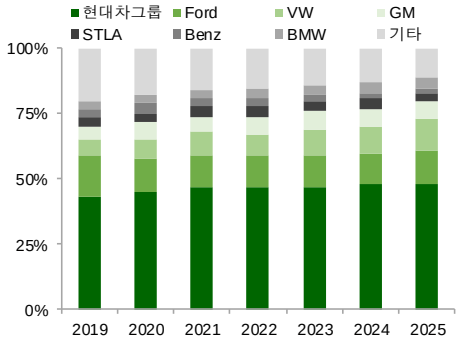

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 5. 분기별 매출액 & 영업이익률 추이



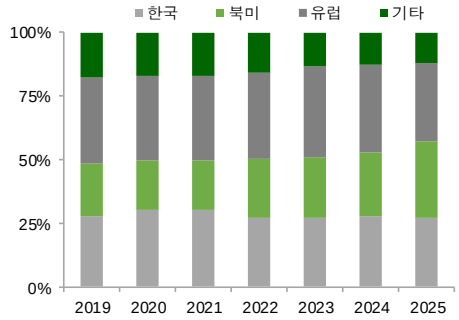

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 6. 고객별 매출 비중 추이



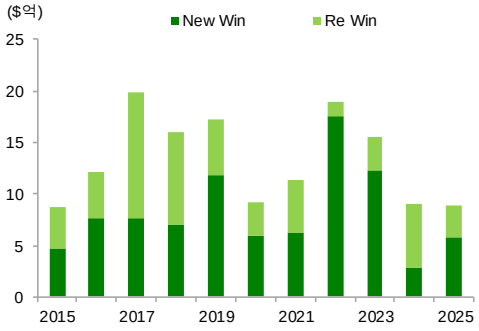

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 7. 지역별 매출 비중 추이



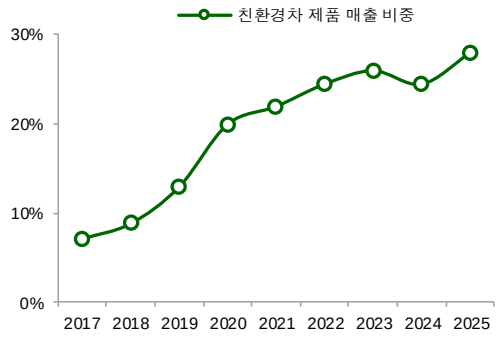

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 8. 감소 중인 신규 수주: '25년 목표의 59% 달성



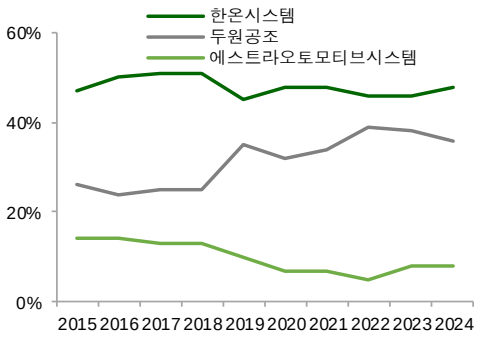

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 9. 친환경차 매출 비중: '25년 목표 30%에서 28%로 하향



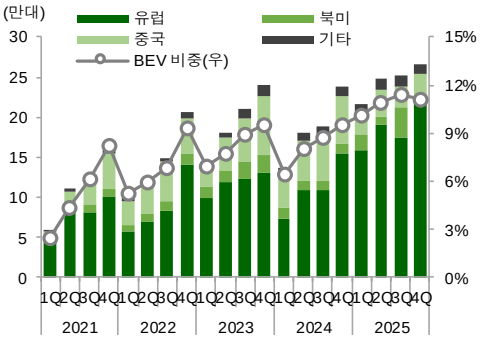

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 10. 국내 자동차 공조시장 점유율 추이




자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

### 도표 11. Volkswagen 글로벌 BEV 판매 추이




자료: VW, 신영증권 리서치센터

# 한온시스템(018880.KS) 추정 재무제표

## Income Statement

| 12월 결산(억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **95,216** | **99,987** | **108,837** | **111,510** | **118,343** |
| 증가율(%) | 10.4 | 5.0 | 8.9 | 2.5 | 6.1 |
| **매출원가** | **86,120** | **91,865** | **98,724** | **99,955** | **105,905** |
| 원가율(%) | 90.4 | 91.9 | 90.7 | 89.6 | 89.5 |
| **매출총이익** | **9,096** | **8,122** | **10,114** | **11,554** | **12,438** |
| 매출총이익률(%) | 9.6 | 8.1 | 9.3 | 10.4 | 10.5 |
| **판매비와 관리비 등** | **6,260** | **7,166** | **7,395** | **7,500** | **7,760** |
| 판관비율(%) | 6.6 | 7.2 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |
| **영업이익** | **2,836** | **955** | **2,718** | **4,054** | **4,678** |
| 증가율(%) | 10.5 | -66.3 | 184.6 | 49.2 | 15.4 |
| 영업이익률(%) | 3.0 | 1.0 | 2.5 | 3.6 | 4.0 |
| **EBITDA** | **8,820** | **7,467** | **9,833** | **10,473** | **10,700** |
| EBITDA마진(%) | 9.3 | 7.5 | 9.0 | 9.4 | 9.0 |
| **순금융손익** | **-870** | **-2,808** | **-1,537** | **-1,339** | **-1,223** |
| 이자손익 | -1,567 | -2,314 | -1,746 | -1,171 | -843 |
| 외화관련손익 | 839 | 417 | 479 | 133 | 20 |
| **기타영업외손익** | **-583** | **-1,572** | **-2,483** | **-743** | **-580** |
| **종속및관계기업 관련손익** | **125** | **128** | **120** | **126** | **131** |
| **법인세차감전계속사업이익** | **1,507** | **-3,297** | **-1,181** | **2,099** | **3,007** |
| **계속사업손익법인세비용** | **848** | **196** | **633** | **504** | **722** |
| **세후중단사업손익** | **-70** | **-93** | **0** | **0** | **0** |
| **당기순이익** | **589** | **-3,586** | **-1,815** | **1,595** | **2,285** |
| 증가율(%) | 120.6 | 적전 | 적지 | 흑전 | 43.3 |
| 순이익률(%) | 0.6 | -3.6 | -1.7 | 1.4 | 1.9 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 510 | -3,633 | -1,820 | 1,579 | 2,262 |
| 증가율(%) | 150.0 | 적전 | 적지 | 흑전 | 43.3 |
| **기타포괄이익** | **2,631** | **2,983** | **-410** | **524** | **524** |
| **총포괄이익** | **3,220** | **-603** | **-2,225** | **2,119** | **2,809** |

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## Balance Sheet

| 12월 결산(억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **36,969** | **44,390** | **43,865** | **48,602** | **56,490** |
| 현금및현금성자산 | 7,786 | 13,465 | 9,509 | 14,635 | 20,914 |
| 매출채권 및 기타채권 | 12,877 | 13,489 | 15,040 | 14,849 | 15,359 |
| 재고자산 | 11,404 | 12,412 | 14,050 | 13,599 | 14,432 |
| **비유동자산** | **55,475** | **61,812** | **59,023** | **57,529** | **55,939** |
| 유형자산 | 27,165 | 28,637 | 27,401 | 26,573 | 26,028 |
| 무형자산 | 21,260 | 23,514 | 21,855 | 21,063 | 19,887 |
| 투자자산 | 919 | 1,135 | 1,255 | 1,381 | 1,512 |
| **기타 금융업자산** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **자산총계** | **92,444** | **106,203** | **102,887** | **106,131** | **112,430** |
| **유동부채** | **35,761** | **50,338** | **47,413** | **49,538** | **53,027** |
| 단기차입금 | 9,675 | 19,587 | 13,587 | 13,587 | 13,587 |
| 매입채무및기타채무 | 19,058 | 21,959 | 18,787 | 20,812 | 24,201 |
| 유동성장기부채 | 4,998 | 4,828 | -2 | -2 | -2 |
| **비유동부채** | **31,598** | **25,877** | **17,877** | **16,877** | **16,877** |
| 사채 | 14,132 | 13,375 | 5,375 | 4,375 | 4,375 |
| 장기차입금 | 12,660 | 7,885 | 7,885 | 7,885 | 7,885 |
| **기타 금융업부채** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **부채총계** | **67,359** | **76,215** | **65,290** | **66,415** | **69,904** |
| **지배주주지분** | **23,717** | **28,535** | **36,139** | **38,242** | **41,029** |
| 자본금 | 534 | 679 | 1,026 | 1,026 | 1,026 |
| 자본잉여금 | -231 | 5,610 | 15,096 | 15,096 | 15,096 |
| 기타포괄이익누계액 | 2,244 | 5,101 | 4,691 | 5,215 | 5,739 |
| 이익잉여금 | 21,031 | 17,015 | 15,195 | 16,774 | 19,036 |
| **비지배주주지분** | **1,368** | **1,453** | **1,458** | **1,474** | **1,497** |
| **자본총계** | **25,085** | **29,987** | **37,597** | **39,716** | **42,525** |
| **총차입금** | **41,861** | **47,151** | **37,940** | **36,940** | **36,940** |
| **순차입금** | **32,501** | **32,167** | **28,195** | **22,067** | **15,786** |

## Cashflow Statement

| 12월 결산(억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | **5,174** | **5,693** | **3,560** | **13,271** | **13,037** |
| **당기순이익** | **589** | **-3,586** | **-1,815** | **1,595** | **2,285** |
| **현금유출이없는비용및수익** | **8,951** | **12,084** | **12,895** | **10,836** | **10,435** |
| 유형자산감가상각비 | 4,181 | 4,433 | 5,037 | 4,627 | 4,346 |
| 무형자산상각비 | 1,803 | 2,079 | 2,079 | 1,792 | 1,676 |
| **영업활동관련자산부채변동** | **-1,935** | **308** | **-5,142** | **2,515** | **1,882** |
| 매출채권의감소(증가) | -210 | 1,773 | -1,551 | 191 | -510 |
| 재고자산의감소(증가) | -1,404 | -485 | -1,638 | 451 | -833 |
| 매입채무의증가(감소) | 278 | -2,209 | -3,172 | 2,024 | 3,389 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | **-6,773** | **-7,327** | **-3,382** | **-2,802** | **-3,302** |
| 투자자산의 감소(증가) | 214 | -87 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 감소 | 648 | 134 | 0 | 0 | 0 |
| CAPEX | -4,812 | -3,856 | -3,800 | -3,800 | -3,800 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -65 | 67 | -2 | -2 | -2 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | **-4,803** | **6,506** | **1,224** | **-1,000** | **0** |
| 장기차입금의증가(감소) | 2,621 | 2,927 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | -951 | -1,020 | -8,000 | -1,000 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 5,985 | 9,834 | 0 | 0 |
| **기타현금흐름** | **-104** | **809** | **-5,358** | **-4,342** | **-3,456** |
| **현금의 증가** | **-6,506** | **5,679** | **-3,956** | **5,127** | **6,279** |
| 기초현금 | 14,291 | 7,786 | 13,465 | 9,509 | 14,636 |
| 기말현금 | 7,786 | 13,465 | 9,509 | 14,636 | 20,915 |

## Valuation Indicator

| 12월 결산(억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per Share (원)** | | | | | |
| EPS | 84 | -594 | -177 | 154 | 220 |
| BPS | 3,908 | 3,697 | 3,523 | 3,727 | 3,999 |
| DPS | 316 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Multiples (배)** | | | | | |
| PER | 76.3 | na | na | 22.0 | 15.4 |
| PBR | 1.7 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 7.4 | 5.1 | 5.5 | 4.8 |

## Financial Ratio

| 12월 결산(억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성(%)** | | | | | |
| EPS(지배순이익) 증가율 | 149.5% | 적전 | 적지 | 흑전 | 43.3% |
| EBITDA(발표기준) 증가율 | 8.3% | -15.3% | 31.7% | 6.5% | 2.2% |
| **수익성(%)** | | | | | |
| ROE(순이익 기준) | 2.4% | -13.0% | -5.4% | 4.1% | 5.6% |
| ROE(지배순이익 기준) | 2.2% | -13.9% | -5.6% | 4.2% | 5.7% |
| ROIC | 3.4% | 0.3% | 4.1% | 4.7% | 5.8% |
| WACC | 6.0% | 7.3% | 9.1% | 6.7% | 6.5% |
| **안전성(%)** | | | | | |
| 부채비율 | 268.5% | 254.2% | 173.7% | 167.2% | 164.4% |
| 순차입금비율 | 129.6% | 107.3% | 75.0% | 55.6% | 37.1% |
| 이자보상배율 | 1.5 | 0.4 | 1.3 | 2.4 | 3.2 |

## Compliance Notice

■ **투자등급**

**종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
**중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
**매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

**산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
**중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
**비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

| 당사의 투자의견 비율 | | | |
|---|---|---|---|
| 기준일(20251231) | 매수 : 87.18% | 중립 : 11.54% | 매도 : 1.28% |

[당사와의 이해관계 고지]

| 종목명 | LP(유동성공급자) | 시장조성자 | | | 1%이상보유 | 계열사 관계여부 | 채무이행보증 | 자사주신탁 계약 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ELW | 주식 | 주식선물 | 주식옵션 | | | | |
| 한온시스템 | - | - | - | - | - | - | - | - |

한온시스템 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균주가 | 최고(저) 주가 |
| 2026-02-04 | 매수 | 4400 | | |
| 2025-10-30 | 중립 | 4400 | | |
| 2025-08-18 | 중립 | 3400 | 2.49 | 25.46 |
| 2024-08-09 | 중립 | 4400 | -13.57 | 8.41 |
| 2024-05-10 | 중립 | 6200 | -22.86 | -8.54 |