한온시스템 (018880)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

비용 구조 개선 진행 중

4Q25 영업이익 컨센서스 상회, 지배순이익은 하회

한온시스템의 2025년 4분기 영업이익은 컨센서스를 23% 상회했으나 지배순이익은 기대치를 크게 하회했다. 4분기 매출액은 2조 7,025억원을 기록하며 전분기비 큰 변동 없이(0.1% 감소) 안정적인 수준을 유지했다. 이는 우호적인 환율 환경과 더불어 판가 조정 및 관세 리커버리 협상 결과가 반영된 덕분이다. 영업이익은 912억원(이익률 3.4%)으로 전분기비 4.4% 소폭 감소했으나, 이는 R&D 자산화 요건 강화에 따른 비용 인식 확대(YoY -639억 원 효과)에도 불구하고 거둔 성과라는 점에서 의미가 있다. 특히 매출원가율이 상반기 약 92%에서 하반기 89.5%까지 개선되었는데, 이는 물류비와 재료비 절감 등 전사적인 운영 효율화 노력이 수익성 방어에 크게 기여했음을 보여준다. 다만 지배순이익은 -1,961억원으로 적자를 기록, 컨센서스 409억원을 크게 하회했는데 영업외손익에서 개발비 손상차손을 선제적으로 반영했기 때문이다.

재무 건전성 강화를 위한 빅배스(Big Bath)와 비용 구조 혁신

미래 감가상각 부담을 줄이기 위해 4분기 R&D 자산화율을 31%까지 낮췄으며, 이는 단기적인 판관비 상승 압박 요인이었으나 기타 비용 억제를 통해 전체 판관비 증가율을 7% 수준으로 통제했다. 또한, 영업외비용에서 Ford와 GM의 차세대 전기차(xEV) 개발 취소 및 지연에 따른 개발비 자산 손상차손을 선제적으로 반영했다. 이는 잠재적 부실 요소를 털어내는 과정으로, 회사는 해당 손상분에 대해 고객사와 보상 협상을 진행 중이며 2026년 2분기 내 회수를 목표로 하고 있다. 아울러 유상증자를 통해 순차입금 비율을 0.75배(2024년 1.07배)로 낮추며 재무구조를 크게 개선한 점도 긍정적인 변화다.

Fig. 1: 한온시스템 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	9,522	9,999	10,884	11,161	11,501
영업이익	284	96	272	416	483
세전이익	151	-330	-118	145	243
순이익[지배]	51	-363	-182	107	180
EPS(원)	84	-594	-235	105	176
증감률(%)	149.5	적자전환	적자지속	흑자전환	67.6
PER(배)	80.7	-	-	32.4	19.3
PBR	1.7	1.0	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.4	7.5	5.1	5.6	5.2
ROE(%)	2.2	-13.9	-5.6	2.9	4.7
배당수익률	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한온시스템, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	보유
[유지]	
목표주가(6M)	3,800원
[하향]	12.1%
현재주가	3,390원
2026/2/3	

주식지표

시가총액	3,479십억원
52주최고가	4,434원
52주최저가	2,775원
상장주식수	102,626만주/0.0만주
자본금/액면가	68십억원/100원
60일평균거래량	649만주
60일평균거래대금	22십억원
외국인지분율	9.2%
자기주식수	1.1만주/0.0%
주요주주및지분율	
한국타이어앤테크놀로지 외	51.1%
NH투자증권	7.0%

주가동향

이상현
자동차/기계
prolog@bnkfn.co.kr
(02)2071-7672

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

2026년 영업이익률 4% 이상 목표와 현금흐름(FCF) 턴어라운드

2026년 가이던스로 매출 11조 원, EBITDA 1조 2,000억 원, 영업이익률 4% 이상을 제시했다. 이는 2025년 하반기부터 확인된 수익성 개선 추세가 지속될 것이라는 자신감에 기반한다. 특히 2026년부터는 EBITDA가 투자 지출(CAPEX)을 상회하며 잉여현금흐름(FCF)이 창출되는 국면으로 진입할 것으로 전망된다. 전기차(EV) 수요 둔화에 대응하여, 이미 투자가 완료되어 수익성이 높은 내연기관(ICE) 및 하이브리드(HEV) 핵심 프로그램의 공급 기간을 연장함으로써 추가 투자 없이 현금을 창출하는 전략을 펼칠 계획이다. 경영진은 이러한 현금 창출 능력을 바탕으로 차입금 상환과 주주 환원 확대를 검토하겠다고 밝혔다.

투자의견 보유, 목표주가 3,800원

투자의견 보유를 유지하며, 목표주가는 3,800원으로 소폭 조정한다(기존 4,300원이며 유상증자로 수정된 기존 목표주가는 3,997원). '26년 예상실적 기준 목표주가의 Implied PER은 1.04배 수준이다(과거 3개년 PBR 최저치 평균 수준).

체질 개선을 통한 구조적 이익률 개선과 재무 리스크 완화는 긍정적이다. 고비용 지역 인력 구조조정과 R&D 거점 효율화가 진행 중이며, 이는 매출 성장이 이익 증가로 직결되는 영업 레버리지 효과를 극대화할 것이다. 다만 글로벌 완성차 업체들의 전동화 속도 조절로 인한 신규 수주 목표 미달성(2025년 목표 하회)과 미래 성장 동력인 xEV 매출 비중의 성장 속도 둔화 가능성이 있다. 또한, 현대위아 등 경쟁사의 열관리 시장 진입이 가시화되고 있다. 기술 및 원가 경쟁력 격차를 근거로 단기 위협 가능성은 낮으나 중장기 위협이 될 가능성이 있다. 또한 연구개발비 자산화 비율 축소와 고객사로부터의 개발비 보상금 회수 규모와 시점이 2026년 순이익 개선의 중요한 변수가 될 것이다.

질의응답(Q&A) 세션 주요 내용

1. 재무 및 회계 이슈 (R&D, 손상차손, 감가상각)

• R&D 자산화율 축소: 2025년 3월부터 R&D 자산화율을 산업 평균 수준인 30%대(연간 약 39% → 30% 유지)로 하향 조정했음. 이는 과거 과도했던 자산화를 정상화하고 미래 상각 부담을 줄이기 위함임

• 포드(Ford)·GM 관련 손상차손 및 보상: 고객사의 xEV 전략 수정(취소/지연)에 따라 개발비를 영업외비용으로 선제적 손상 처리했음. 현재 설비 투자비 및 협력사 비용까지 포함하여 고객사에 보상(Claim)을 청구 중이며, 2026년 2분기 내 회수를 목표로 하고 있음

• CAPEX 및 감가상각 전망: 신규 투자 대신 유휴 설비 활용을 극대화하여 CAPEX 효율성을 유지할 계획임. 감가상각비는 2026년까지 현 수준(약 7,400억 원)을 유지하다가 2027년부터 감소세로 전환될 전망임

2. 2026년 전망 및 주주 환원

• 영업이익률 4% 달성 근거: 2026년 목표인 영업이익률 4%는 재료비 절감(1,000억 원 이상), 고비용 지역 인력 구조조정, 물류비 절감 등 구체적인 비용 효율화 성과에 기반함. ESS 등 신사업보다는 애프터마켓(A/S) 사업 진출을 통해 추가 수익을 모색하고 있음

• 주주 환원 및 현금흐름: 2026년 EBITDA 1.2조 원 달성 시 잉여현금흐름(FCF) 흑자 전환이 예상됨. 우선순위는 차입금 상환에 있으나, 배당 등 주주 환원 재개에 대한 의무감을 가지고 2026년 실적 확인 후 검토할 예정임

3. 시장 경쟁 및 기타 이슈

• 현대위아 경쟁 우려 관련: 현대위아의 열관리 시장 진입에 대해 회사는 기술력 및 원가 경쟁력 격차를 이유로 단기적인 위협이 되지 않는다고 판단. 특히 플래그십 및 볼륨 모델에서의 수주는 한온시스템이 우위를 점하고 있음

• 유상증자 실권주(NH투자증권) 현황: NH투자증권이 인수한 실권주(약 6,400만 주)는 블록딜 등을 통해 대부분 매각되었으며, 잔여 물량은 1,000만 주 이하로 파악됨

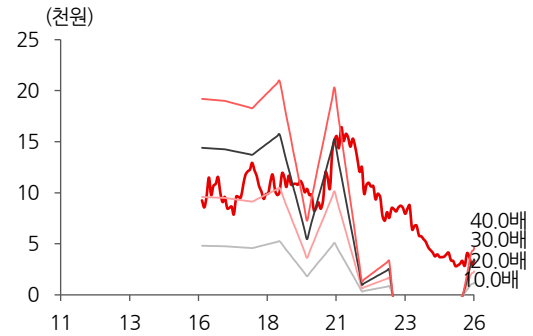
• 신규 수주 트렌드 변화: 완성차 업체들의 전동화 지연으로 인해 '신규 수주(New Win)'보다는 기존 내연기관/하이브리드 프로그램의 공급 기간 연장이 주를 이루고 있어, 단순 수주 금액보다는 수익성이 높은 기존 계약의 연장이 실적 방어에 기여하고 있음

표 1. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
원달러 환율	1453	1404	1385	1451	1450	1448	1447	1445	1364	1423	1447
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,671	2,876	2,763	2,851	9,999	10,884	11,161
매출총이익	190	254	288	280	252	281	304	343	812	1,011	1,180
판관비	169	190	192	188	173	184	193	214	717	740	764
영업이익	21	64	95	91	79	97	111	129	96	272	416
세전이익	-17	-26	91	-166	11	30	43	62	-338	-118	145
지배순이익	-24	-16	55	-196	8	22	32	46	-363	-182	107
(증감률, % y-y)											
매출액	8.9	11.7	8.2	6.6	2.0	0.6	2.1	5.5	4.6	8.9	2.5
영업이익	-68.9	-10.2	1.7	흑전	274.4	51.0	16.5	41.8	-66.3	184.5	53.1
세전이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-53.0	흑전	적전	적지	흑전
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-41.8	흑전	적전	적지	흑전
(이익률, %)											
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	10.3	9.4	9.8	11.0	12.0	8.1	9.3	10.6
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.4	3.0	3.4	4.0	4.5	1.0	2.5	3.7
세전이익률	-0.7	-0.9	3.4	-6.2	0.4	1.0	1.6	2.2	-3.4	-1.1	1.3
지배순이익률	-0.9	-0.6	2.0	-7.3	0.3	0.8	1.2	1.6	-3.6	-1.7	1.0

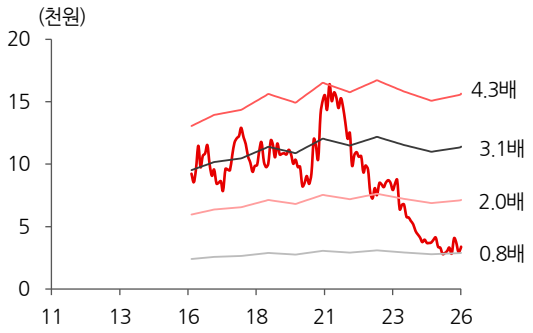
자료: 한온시스템, BNK투자증권

Fig. 2: 한온시스템 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 한온시스템 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,553	4,988	5,359
현금성자산	779	1,346	927	1,163	1,464
매출채권	1,196	1,259	1,593	1,680	1,711
재고자산	1,140	1,241	1,403	1,480	1,507
비유동자산	5,548	6,181	6,060	5,907	5,779
투자자산	92	113	115	121	123
유형자산	2,716	2,864	2,741	2,570	2,420
무형자산	2,126	2,351	2,184	2,196	2,217
자산총계	**9,244**	**10,620**	**10,613**	**10,895**	**11,138**
유동부채	3,576	5,034	4,169	4,315	4,367
매입채무	1,308	1,354	1,828	1,928	1,964
단기차입금	967	1,959	1,375	1,375	1,375
비유동부채	3,160	2,588	2,686	2,713	2,723
사채및장기차입금	2,679	2,126	1,664	1,664	1,664
부채총계	**6,736**	**7,622**	**6,855**	**7,028**	**7,090**
지배기업지분	2,371	2,854	3,617	3,724	3,904
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,426	1,426	1,426
이익잉여금	2,103	1,702	1,522	1,630	1,810
자본총계	**2,508**	**2,999**	**3,758**	**3,866**	**4,048**
총차입금	4,186	4,715	3,861	3,870	3,873
순차입금	3,377	3,345	2,922	2,694	2,396

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,522**	**9,999**	**10,884**	**11,161**	**11,501**
매출원가	8,612	9,187	9,872	9,980	10,214
매출총이익	910	812	1,011	1,180	1,287
매출총이익률	9.6	8.1	9.3	10.6	11.2
판매비와관리비	626	717	740	764	804
판관비율	6.6	7.2	6.8	6.8	7.0
영업이익	**284**	**96**	**272**	**416**	**483**
영업이익률	3.0	1.0	2.5	3.7	4.2
EBITDA	882	747	998	1,128	1,167
영업외손익	-133	-425	-390	-271	-240
금융이자손익	-157	-231	-197	-151	-140
외화관련손익	84	42	63	0	0
기타영업외손익	-60	-236	-256	-120	-100
세전이익	**151**	**-330**	**-118**	**145**	**243**
세전이익률	1.6	-3.3	-1.1	1.3	2.1
법인세비용	85	20	62	36	61
법인세율	56.3	-6.1	-52.5	24.8	25.1
계속사업이익	66	-349	-181	109	182
당기순이익	**59**	**-359**	**-181**	**109**	**182**
당기순이익률	0.6	-3.6	-1.7	1.0	1.6
지배기업순이익	51	-363	-182	107	180
총포괄손익	322	-60	-140	109	182

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**517**	**569**	**121**	**787**	**854**
당기순이익	59	-359	-181	109	182
비현금비용	1,142	1,548	1,328	941	939
감가상각비	598	651	727	711	684
비현금수익	-247	-340	-310	-42	-54
자산및부채의증감	-194	31	-392	-33	-12
매출채권감소	-21	177	-449	-88	-31
재고자산감소	-140	-49	-137	-77	-27
매입채무증가	28	-221	534	101	36
법인세환급(납부)	-91	-93	-134	-36	-61
투자활동현금흐름	**-677**	**-733**	**-452**	**-559**	**-556**
유형자산증가	-481	-386	-327	-312	-304
유형자산감소	65	13	18	0	0
무형자산순감	-317	-348	-17	-240	-250
재무활동현금흐름	**-480**	**651**	**-42**	**8**	**3**
차입금증가	-131	529	-854	8	3
자본의증감	0	599	900	0	0
배당금지급	-185	-46	-1	0	0
현금의증가	-651	568	-419	236	301
기말현금	779	1,346	927	1,163	1,464
잉여현금흐름(FCF)	36	184	-206	475	550

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

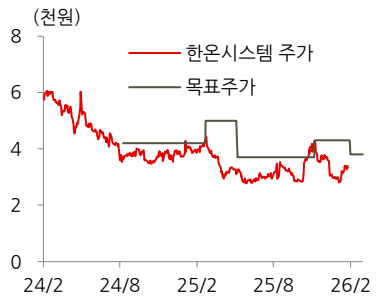
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	84	-594	-235	105	176
BPS	3,908	3,697	3,525	3,630	3,805
CFPS	1,571	1,390	1,083	982	1,040
DPS	316	0	0	0	0
PER (배)	80.7	-	-	32.4	19.3
PSR	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	1.7	1.0	0.8	0.9	0.9
PCR	4.3	2.7	2.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	8.4	7.5	5.1	5.6	5.2
배당성향 (%)	286.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	10.4	5.0	8.9	2.5	3.0
영업이익증가율	10.5	-66.3	184.5	53.1	16.0
순이익증가율	149.5	0.0	0.0	0.0	67.7
EPS증가율	149.5	0.0	0.0	0.0	67.7
부채비율 (%)	268.5	254.2	182.4	181.8	175.1
차입금비율	166.9	157.2	102.8	100.1	95.7
순차입금/자기자본	134.6	111.6	77.8	69.7	59.2
ROA (%)	0.6	-3.6	-1.7	1.0	1.7
ROE	2.2	-13.9	-5.6	2.9	4.7
ROIC	2.2	1.6	6.2	4.6	5.4

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/2/3 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
한온시스템 (018880)	24/08/12	보유	4,200원	-9.3	-4.6
	24/10/04	보유	4,200원	-8.8	2.9
	25/02/25	보유	5,000원	-30.4	-11.3
	25/05/12	보유	3,700원	-18.4	-4.7
	25/08/25	보유	3,700원	-9.4	13.1
	25/11/11	보유	4,300원	-21.7	-2.0
	26/02/04	보유	3,800원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.