COMPANY UPDATE

2026. 2. 4

EV/모빌리티팀

임은영 팀장
esther.yim@samsung.com

김현지 Research Associate
hyunzi.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

한온시스템 (018880)

4Q25 Review: 정상화로 가는 중

- 4분기 실적은 R&D 비용의 무형 자산화 비중 축소(49% → 31%)에도 비용 절감 노력과 관세 비용 일부 보상으로 추정치 상회.
- 2026년은 신규수주 2년 연속 감소로, 매출액 정체 예상. 비용 절감 노력과, GM, 포드의 전기차 write-off 연관 비용 회수로, 영업이익률은 4% 달성 예상.
- 영업이익률 4% 달성으로 이자비용 감당이 가능하여, 순이익 흑전 예상. 아직은 차입금 감소가 우선인 재무상황으로, 투자 매력은 낮은 상황.

▶ 종목 정보

HOLD

목표주가	4,000원	16.2%
현재주가	3,390원	
시가총액	3.5조원	
주식수 (유동주식 비중)	1,026,262,552주 (47.5%)	
52주 최저/최고	2,775원/4,434원	
60일-평균거래대금	216.0억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
한온시스템 (%)	15.5	15.4	-12.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.9	-31.9	-59.2

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	4,000	4,000	0.0%
2025E EPS	-235	74	-418.8%
2026E EPS	237	250	-5.4%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	4,238
추천 점수	3.5

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

4분기 영입이익률 개선세 지속, 영업 외는 전기차 프로젝트 취소 비용으로 적자 전환: 영업이익률 3.4% 및 순이익 -1961억원 적자기록.

- **매출 2.7조원으로, +6.6%YoY:** 환율효과 (+3.7%YoY), 관세 보상금 효과 (+1%YoY), 물량 증가(+2%YoY)로 매출 증가. 지역별로는 미국과 유럽에서 매출증가. 고객사 별로는 현대차그룹과 VW향 매출 증가. xEV매출비중은 27%(-1%pYoY)
- **영업이익 911억원으로, 흑자 전환(OPM 3.4%):** R&D 비용의 자산화 범위 축소(-300억원YoY/향후 30%대에서 관리 예정). 관세 영향 400억원(매출액 대비 1.4%) 발생하였고, 완성차로부터 90% 이상 비용 보상.

  인력 구조조정(유럽 사업장 중심으로 20% 인력 감축)은 계획 대비로는 느리지만, 4분기에 매출액 대비 인건비 비중 1%p 하락. 인력 구조조정으로 인한 충당금은 2026년에 500억원 정도 추가 발생 예상. 외부 창고를 1분기 72개에서 3분기에 53개로 축소하였고, 이를 통한 물류비는 0.4%p 하락. 외부 창고는 향후 31개까지 축소할 계획. 그 외 재료비는 소싱처 변화를 통해, 1분기 대비 5.3%p 하락.
- **영업외 2,570억원 적자:** 이자비용 약 510억원 외에, 외환차익 250억원 발생. 고객사인 GM, 포드의 전기차 모델 출시 취소 및 물량 축소에 따른 개발비 상각, 금형비 상각 반영(약 2.2천억원 추정). GM과 포드에 관련 비용 보상을 협상 중이며, 2026년 상반기 내에 회수 예정.

(다음 페이지에 계속)

분기 실적

(십억원)	4Q25	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	2,702.5	6.6	-0.1	-1.8	0.2
영업이익	91.1	흑전	-4.4	-6.9	13.9
세전이익	-166.3	적지	적전	nm	nm
순이익	-196.1	적지	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	3.4				
세전이익	-6.2				
순이익	-7.3				

자료: 한온시스템, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2024	2025E	2026E
Valuation (배)			
P/E	n/a	n/a	13.5
P/B	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.6	6.4	6.1
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	적전	적지	흑전
ROE (%)	-13.9	-6.6	8.7
주당지표 (원)			
EPS	-594	-235	237
BVPS	3,697	2,603	2,840
DPS	0	0	0

삼성증권

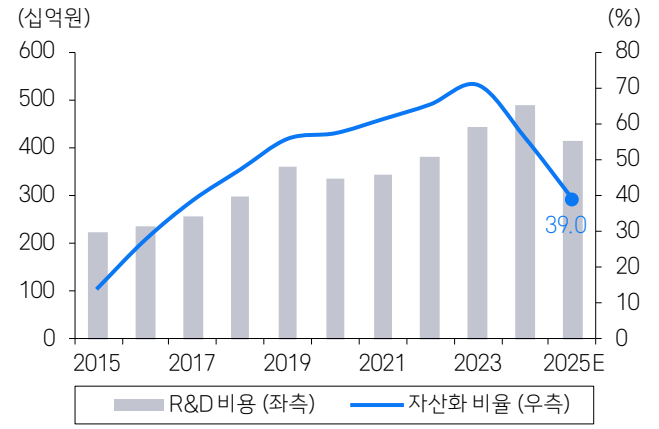
- **2025년 신규 수주 8.85억 달러로 부진:** 수주 목표인 15억 달러 대비 59% 달성. 미국 관세 정책과 전기차 보조금 축소 가능성 등으로 불확실성이 커지면서, 완성차업체의 전기차 모델 개발 일정 지연. 기존 내연기관차 모델의 생산 연한이 연장되면서, 신규 프로젝트가 축소된 점도 영향.

  2024년 신규 수주도 9.08억달러에 그치면서, 2년 연속 수주 부진. 이는 한온시스템의 원가율이 높아지면서, 경쟁력 있는 가격을 제시하지 못한 측면도 있음. 구조조정으로 원가율(2024년 91.9% →2028년 85% 목표)이 하락이 빨라지면서, 신규 수주 확대가 가능할 전망. 2026년에는 신규 수주 확대 목표.

2026년 가이던스: 매출액 11조원 및 영업이익 4.5천억원이상으로 영업이익률 4% 목표.

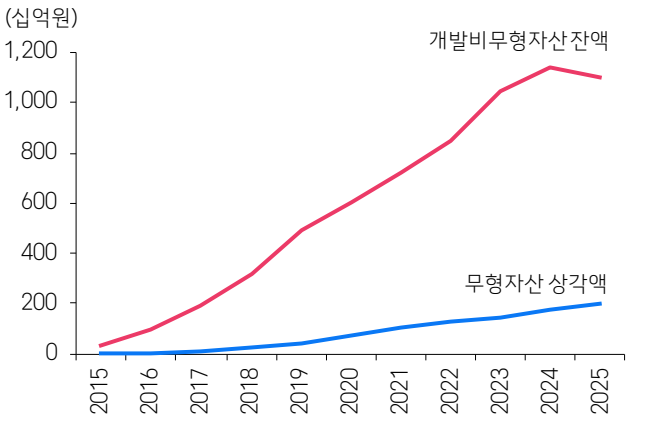
- **매출 성장 정체**: 2년 연속 신규수주 부진으로 매출액 정체 예상. 상반기에 관세 보상 비용과 전기차 프로젝트 취소에 따른 상각비 회수를 매출액에 반영할 예정.
- **수익성 4% 달성 가능 전망:** 비용 회수와 구조조정 노력으로 수익성 개선 예상. 영업이익률 4%는 연간 이자비용을 상쇄할 수 있는 수익성(이자비용 연간 2천억원)으로, 연간 흑자전환 예상. 연간 EBITDA 목표가 1.2조원으로, 2천억원 수준의 잉여현금흐름 창출이 가능하여, 차입금 축소 목표. 2025년말 기준 순차입금은 2.94조원으로, 순차입금 비율은 75%.
- **ESS 시장의 급성장에 따라 ESS 열관리 시장 진출**: 데이터센터 관련하여 ESS 시장도 고성장 중. 하반기부터 A/S시장부터 진출. 경쟁사인 말레, 덴소가 이미 ESS 열관리 A/S시장에 진출해 있으며, 벤치마크 예정. A/S시장을 거쳐, ESS 시장으로 직접 진출할 것
- **현대위아와의 전기차 열관리 시스템 수주** 경쟁: 현대위아는 CES2026에서 전기차 열관리 시스템을 전시하고, 기술이 내재화되었음을 강조. 2026년에는 현대차/기아의 차세대 전기차 플랫폼인 eM, eS를 기반으로 하는 신차들에 대한 수주 경쟁이 진행될 예정. 한온시스템이 독점적 M/S를 유지할 수 있는지 여부가 관건.

한온시스템 R&D 투자 및 Capitalization 비중



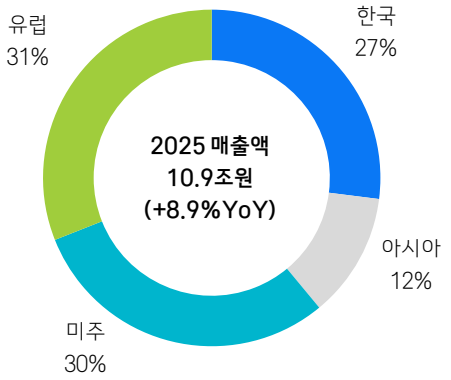
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

한온시스템 개발비 무형자산 상각액과 잔액



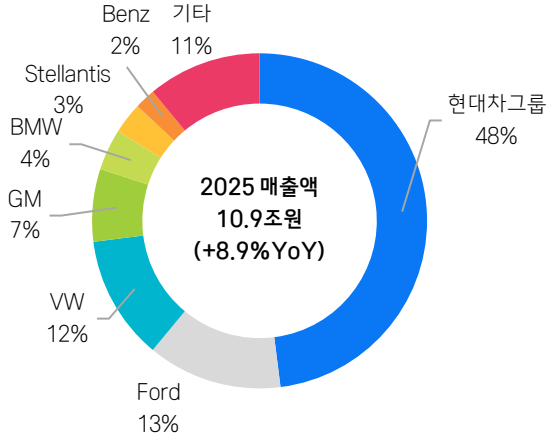
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

한온시스템: 지역별 매출 비중



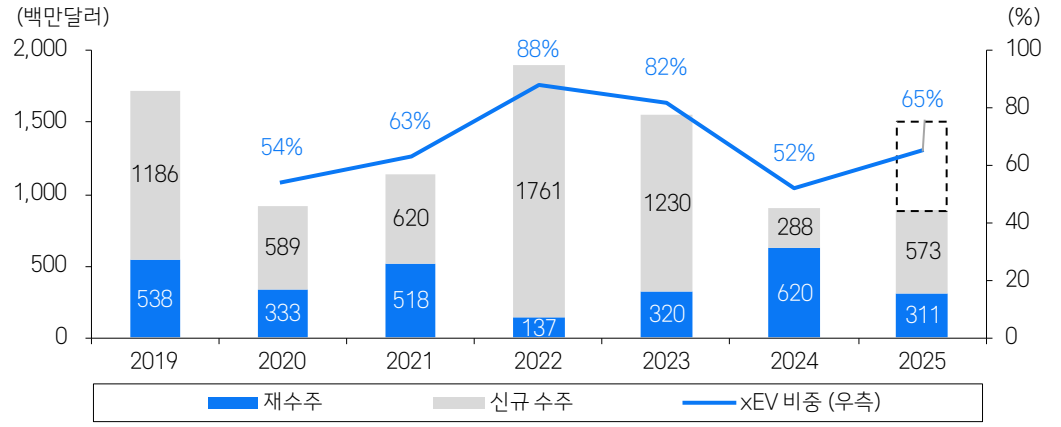
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 고객사별 매출 비중



자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 2025 누적 수주 실적



자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러(평균)	1,453	1,400	1,387	1,452	1,430	1,420	1,400	1,400	1,365	1,422	1,413	1,370
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,755	2,932	2,761	2,861	9,999	10,884	11,309	11,944
(%y-y)	8.8	11.7	8.3	6.6	5.3	2.6	2.0	5.9	5.0	8.9	3.9	5.6
한국	949	1,050	1,004	1,065	898	956	808	1,052	3,625	4,068	3,715	3,800
중국	454	480	493	207	364	382	407	305	1,720	1,634	1,458	1,674
북미	772	810	802	723	810	890	895	679	2,502	3,106	3,275	3,567
유럽	1,379	1,526	1,397	1,468	1,697	1,754	1,689	1,718	5,065	5,769	6,859	6,996
연결조정	-936	-1,007	-990	-760	-1,014	-1,050	-1,039	-894	-3,391	-3,694	-3,997	-4,093
매출총이익	190	254	288	260	270	306	302	353	812	991	1,232	1,394
영업이익	21	64	95	91	272	102	123	120	96	272	469	564
(%y-y)	-67.7	-10.2	-1.0	-166.2	1,189.8	58.9	28.6	31.3	-66.3	184.5	72.4	20.4
한국	26	53	41	43	30	38	30	35	-5	163	133	177
중국	21	16	35	14	22	19	16	18	49	86	76	85
북미	-13	-12	17	14	16	18	18	17	49	7	69	168
유럽	-18	35	11	12	34	53	51	34	52	40	172	175
연결조정	5	-29	-10	8	0	-5	5	20	-50	-25	20	-41
세전계속사업이익	-17.3	-25.6	91.1	-166.3	73.2	73.5	78.6	96.3	-330	-118	322	447
순이익	-23	-15	55	-198	56	57	61	74	-359	-181	248	345
지배주주순이익	-24	-16	55	-196	55	55	59	73	-363	-182	243	338
(%y-y)	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	8.5	흑전	적전	적지	흑전	39.1
이익률 (%)												
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	9.6	9.8	10.5	11.0	12.3	8.1	9.1	10.9	11.7
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.4	9.9	3.5	4.4	4.2	1.0	2.5	4.1	4.7
순이익률	-0.9	-0.5	2.0	-7.3	2.0	1.9	2.2	2.6	-3.6	-1.7	2.2	2.9
지배주주순이익률	-0.9	-0.6	2.0	-7.3	2.0	1.9	2.1	2.5	-3.6	-1.7	2.1	2.8

자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**9,522**	**9,999**	**10,884**	**11,309**	**11,944**
매출원가	8,612	9,187	9,892	10,078	10,550
매출총이익	**910**	**812**	**991**	**1,232**	**1,394**
(매출총이익률, %)	9.6	8.1	9.1	10.9	11.7
판매 및 일반관리비	626	717	740	763	829
영업이익	**284**	**96**	**252**	**469**	**564**
(영업이익률, %)	3.0	1.0	2.3	4.1	4.7
영업외손익	**-139**	**-433**	**-370**	**-147**	**-117**
금융수익	131	189	39	46	66
금융비용	218	470	269	262	265
지분법손익	12	13	0	0	0
기타	-64	-165	-140	68	82
세전이익	**145**	**-338**	**-118**	**322**	**447**
법인세	85	20	73	74	103
(법인세율, %)	58.6	-5.8	-61.8	23.0	23.0
계속사업이익	66	-349	-211	248	345
중단사업이익	-7	-9	30	0	0
순이익	**59**	**-359**	**-181**	**248**	**345**
(순이익률, %)	0.6	-3.6	-1.7	2.2	2.9
지배주주순이익	51	-363	-182	243	338
비지배주주순이익	8	5	1	5	7
EBITDA	882	747	833	990	1,036
(EBITDA 이익률, %)	9.3	7.5	7.7	8.8	8.7
EPS (지배주주)	84	-594	-235	237	329
EPS (연결기준)	97	-587	-233	241	336
수정 EPS (원)*	84	-594	-235	237	329

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**3,697**	**4,439**	**4,517**	**5,311**	**6,114**
현금 및 현금등가물	779	1,346	1,152	1,815	2,423
매출채권	1,196	1,259	1,370	1,424	1,504
재고자산	1,140	1,241	1,351	1,404	1,483
기타	582	592	644	668	705
비유동자산	**5,548**	**6,181**	**5,810**	**5,493**	**5,228**
투자자산	92	113	123	128	134
유형자산	2,716	2,864	2,664	2,501	2,367
무형자산	2,126	2,351	2,170	2,012	1,874
기타	613	853	853	853	853
자산총계	**9,244**	**10,620**	**10,327**	**10,804**	**11,342**
유동부채	**3,576**	**5,034**	**4,881**	**5,091**	**5,255**
매입채무	1,308	1,354	1,474	1,531	1,617
단기차입금	967	1,959	2,059	2,159	2,159
기타 유동부채	1,300	1,721	1,348	1,401	1,480
비유동부채	**3,160**	**2,588**	**2,628**	**2,648**	**2,676**
사채 및 장기차입금	2,679	2,126	2,126	2,126	2,126
기타 비유동부채	481	462	502	522	550
부채총계	**6,736**	**7,622**	**7,509**	**7,738**	**7,932**
지배주주지분	**2,372**	**2,853**	**2,672**	**2,914**	**3,252**
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,520	1,762	2,100
기타	238	523	523	523	523
비지배주주지분	**137**	**145**	**147**	**151**	**158**
자본총계	**2,508**	**2,999**	**2,818**	**3,066**	**3,410**
순부채	3,391	3,358	3,181	2,624	2,024

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**517**	**569**	**386**	**762**	**806**
당기순이익	59	-359	-181	248	345
현금유출이없는 비용 및 수익	895	1,208	870	807	770
유형자산 감가상각비	418	443	399	363	334
무형자산 상각비	180	208	181	158	138
기타	297	557	289	285	298
영업활동 자산부채 변동	-194	31	-14	-7	-10
투자활동에서의 현금흐름	**-677**	**-733**	**-202**	**-201**	**-201**
유형자산 증감	-416	-372	-200	-200	-200
장단기금융자산의 증감	6	-0	-2	-1	-1
기타	-267	-360	0	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	**-480**	**651**	**-370**	**106**	**9**
차입금의 증가(감소)	-131	529	-370	106	9
자본금의 증가(감소)	0	599	-0	0	0
배당금	-185	-46	0	0	0
기타	-165	-431	0	0	0
현금증감	-651	568	-195	663	608
기초현금	1,429	779	1,346	1,152	1,815
기말현금	779	1,346	1,152	1,815	2,423
Gross cash flow	**954**	**850**	**689**	**1,055**	**1,115**
Free cash flow	**36**	**184**	**186**	**562**	**606**

재무비율 및 주당지표

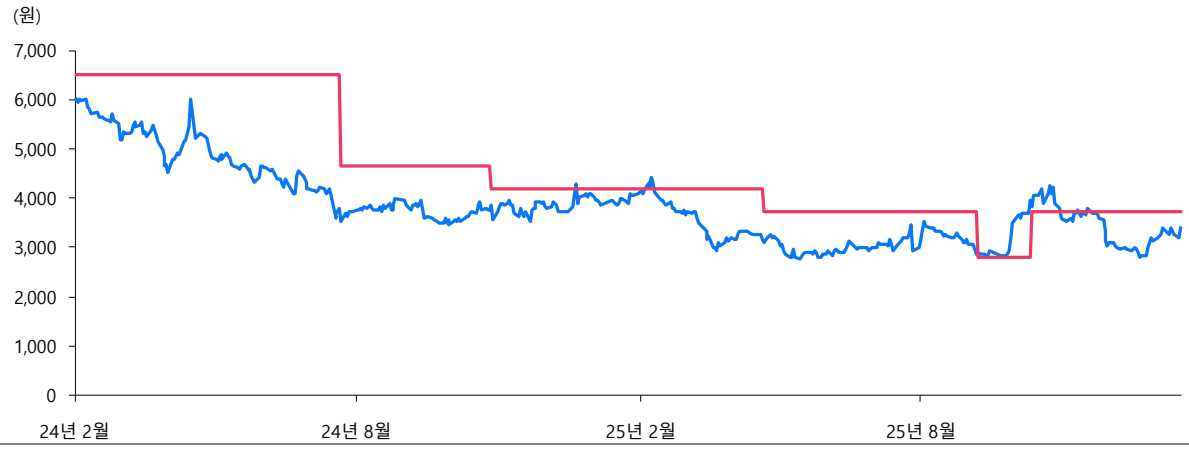
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	10.4	5.0	8.9	3.9	5.6
영업이익	10.5	-66.3	163.7	86.1	20.4
순이익	120.2	적전	적지	흑전	39.1
수정 EPS**	149.5	적전	적지	흑전	39.1
주당지표					
EPS (지배주주)	84	-594	-235	237	329
EPS (연결기준)	97	-587	-233	241	336
수정 EPS**	84	-594	-235	237	329
BPS	3,907	3,697	2,603	2,840	3,169
DPS (보통주)	278	0	0	0	100
Valuations (배)					
P/E***	80.7	n/a	n/a	13.5	9.7
P/B***	1.7	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	7.6	6.4	6.1	5.3
비율					
ROE (%)	2.2	-13.9	-6.6	8.7	11.0
ROA (%)	0.6	-3.6	-1.7	2.3	3.1
ROIC (%)	2.2	1.6	6.0	6.0	7.5
배당성향 (%)	330.8	0.0	0.0	0.0	30.4
배당수익률 (보통주, %)	4.1	0.0	0.0	0.0	3.1
순부채비율 (%)	135.2	112.0	112.9	85.6	59.4
이자보상배율 (배)	1.5	0.4	0.9	1.8	2.1

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/11/10	2024/2/15	8/9	11/14	2025/5/9	9/25	10/30	11/14
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	7436	6507	4648	4183	3718	2789	3718	3718
괴리율 (평균)	-14.82	-24.54	-19.82	-10.70	-17.47	17.07	10.12	
괴리율 (최대or최소)	-8.62	-7.29	-13.81	6.00	-5.12	1.65	4.63	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA