한온시스템 (018880)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

짜면 나온다

M.PERFORM **TP 4,200원**

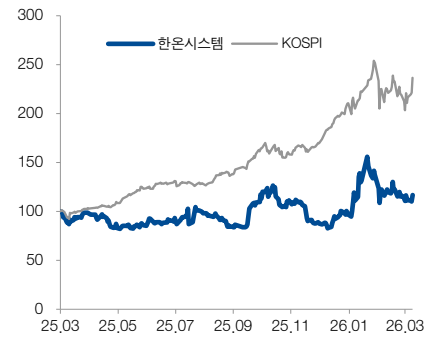
현재주가 (4/8)	3,950원
상승여력	6.3%
시가총액	4,054십억원
발행주식수	1,026,263천주
자본금/액면가	103십억원/100원
52주 최고가/최저가	5,270원/2,775원
일평균 거래대금 (60일)	94십억원
외국인 지분율	6.87%
주요주주 지분율	
한국타이어앤테크놀로지 외 10인	51.09%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.6	41.1	35.1
상대주가(%p)	-9.3	9.4	-18.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	121	175	4,200
After	185	235	4,200
Consensus	188	259	4,379
Cons. 차이	-1.6%	-9.3%	-4.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q26 영업이익은 993억원(+317% yoy, OPM 3.6%) 기록하며 컨센서스 8.1% 상회할 전망. 비용 개선을 위한 수익성 개선 전략이 효과를 보고 있어 기대보다 이익 회복에 속도
- 투자의견 Marketperform, 목표주가 4,200원 유지. 목표주가는 글로벌 주요 공조업체 2025~2026년 P/E 평균 14.0배(기존 2024~2025년 평균 12.9배)와 손익 회복을 예상하는 FY2 선행 EPS인 당사 예상 2028년 EPS 270원(기존 299원) 적용

주요이슈 및 실적전망

- 1Q26 Preview: 점진적인 비용 절감으로 손익 개선 진행 중

  1) 매출액 2.7조원(+4.1% yoy, +0.8% qoq), 영업이익 993억원(+371% yoy, +10.7% qoq, OPM 3.6%), 지배순이익 382억원(흑전 yoy, 흑전 qoq)으로 영업이익기준 컨센서스 919억원(OPM 3.4%)을 8.1% 상회

  2) 요인: 계절 비수기에 따른 조업일수 감소에도 유럽 EV 수요 회복 영향으로 볼륨은 증가. 관세 반영에도 구조조정과 재료비, 인건비, 물류비 중심 점진적인 비용 개선 기대. 데이터 센터 및 애프터마켓 등 신사업 추진에 대한 계획은 존재하나 사내 조직 구성 단계로 구체적 계획은 없음
- Key Takeaways: 수익성 개선을 위해 선택 가능한 카드는 제한적

  동사의 이익 개선은 1) 전기차 전환 재점화 및 주요 고객 수주 확대, 전동화 제품 매출 성장 가시화 혹은 2) 인건비, 운반비 등 주요 비용 절감, 3) 유무형감가비 부담 축소에 의해 가능. 전방 수요는 EV 전략 축소로 단기 가시화가 어려운 상황(2026년 매출액 가이던스 1% 증가 목표). R&D 자산화 비중 축소와 구조조정 지연에도 물류비, 재료 등 비용 절감으로 수익성 개선 중이나 시장 기대를 넘는 4% 이상 영업이익률 목표를 달성하기 위해서는 단기 일회성 비용을 수반한 구조조정 전략이 불가피

주가전망 및 Valuation

- 재료비 절감, 물류 합리화로 원가 절감으로 계획대비 빠른 수익성 개선으로 당초 목표한 현금흐름이 가능한 4%이상 OPM 목표 시점을 1년 당겨지고 있는 점 긍정적. 단, 추가적인 주가 상승을 위해서는 불용 자산에 대한 상각과 인력 조정으로 운영 효율화 등 구조조정 속도 필요

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	9,999	96	-363	747	-594	적전	NA	1.0	7.0	-13.9	0.0
2025	10,884	270	-199	1,012	-257	적지	NA	0.8	4.5	-6.0	0.0
2026F	11,368	441	190	1,055	185	흑전	21.4	1.0	6.0	4.9	0.0
2027F	11,922	491	241	1,137	235	27.2	16.8	1.0	5.4	5.9	0.0
2028F	12,981	509	277	1,096	270	14.8	14.7	0.9	4.8	6.4	0.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한온시스템 1Q26 Preview: 영업이익은 993억원 기록해 컨센서스 8.1% 상회 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	4Q25	1Q26F	% yoy	% qoq	Consensus	Diff (%)
매출액	2,617.3	2,702.5	2,725.2	4.1	0.8	2,717.0	0.3
영업이익	21.1	89.7	99.3	371.0	10.7	91.9	8.1
세전이익	(17.3)	(183.0)	49.0	흑전	흑전	48.7	0.7
지배순이익	(24.0)	(212.8)	38.2	흑전	흑전	37.3	2.4
영업이익률	0.8	3.3	3.6	2.8	0.3	3.4	0.3
세전이익률	(0.7)	(6.8)	1.8	2.5	8.6	1.8	0.0
지배순이익률	(0.9)	(7.9)	1.4	2.3	9.3	1.4	0.0

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 한온시스템 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	11,368	11,922	11,443	11,978	-0.6%	-0.5%
영업이익	441	491	427	481	3.3%	2.2%
세전이익	243	310	159	231	52.7%	34.4%
당기순이익	191	242	125	180	52.7%	34.4%

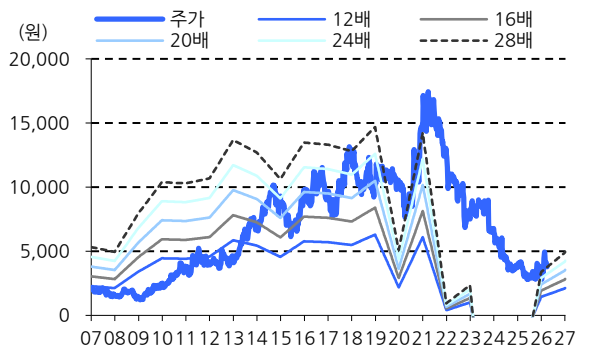
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

목표 P/E(배)	14.0	①, 글로벌 주요 공조업체 2025년~2026년 P/E 평균
적용 EPS(원)	270	②, 2028F EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	4,200	① X ②
전일 종가(원)	3,950	기준 주가 (2026.04.08)
Upside Potential (%)	6.3%	
투자의견	M.PERFORM	

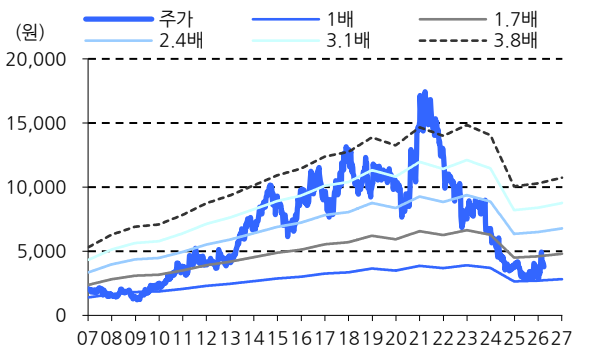
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

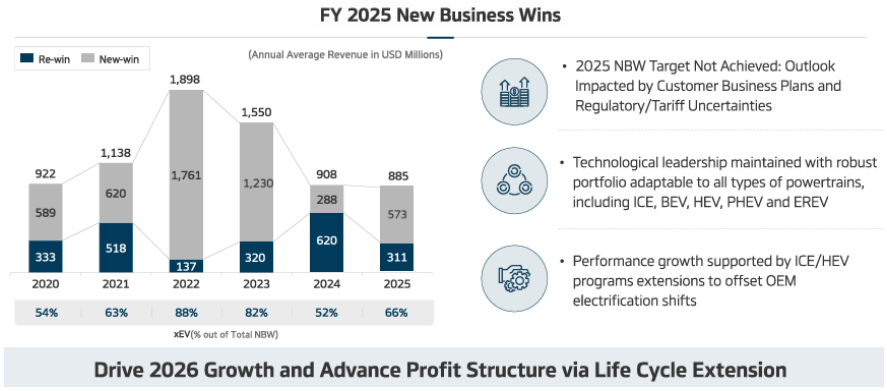
〈표4〉 한온시스템 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,617.3	2,858.2	2,705.7	2,702.5	2,725.2	2,955.3	2,865.9	2,822.0	10,883.7	11,368.3	11,922.3
>아시아	1,403.4	1,529.6	1,497.5	1,384.6	1,508.5	1,586.2	1,575.5	1,455.0	5,815.1	6,125.2	6,401.6
>미주	771.5	809.5	801.8	784.0	798.5	829.8	853.9	834.9	3,166.8	3,317.1	3,466.4
>유럽	1,378.6	1,526.2	1,396.6	1,432.0	1,468.2	1,620.8	1,512.5	1,565.2	5,733.3	6,166.6	6,705.8
>조정	(936.2)	(1,007.1)	(990.2)	(898.1)	(1,050.0)	(1,081.5)	(1,076.1)	(1,033.0)	(3,831.5)	(4,240.6)	(4,651.5)
영업이익	21.1	64.3	95.3	89.7	99.3	114.3	121.3	105.6	270.4	440.5	491.1
세전이익	(17.3)	(25.6)	91.1	(183.0)	49.0	65.2	72.2	56.6	(134.9)	243.0	309.9
지배순이익	(22.6)	(15.1)	55.3	(214.9)	38.2	50.8	56.3	44.2	(197.3)	189.6	241.1
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.6	3.9	4.2	3.7	2.5	3.9	4.1
세전이익률	(0.7)	(0.9)	3.4	(6.8)	1.8	2.2	2.5	2.0	(1.2)	2.1	2.6
순이익률	(0.9)	(0.5)	2.0	(8.0)	1.4	1.7	2.0	1.6	(1.8)	1.7	2.0
% yoy											
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	4.1	3.4	5.9	4.4	8.9	4.5	4.9
>아시아	7.0	10.4	12.1	1.8	7.5	3.7	5.2	5.1	7.8	5.3	4.5
>미주	17.5	8.9	6.5	3.6	3.5	2.5	6.5	6.5	8.8	4.7	4.5
>유럽	9.0	19.9	7.6	12.5	6.5	6.2	8.3	9.3	12.2	7.6	8.7
영업이익	(67.7)	(10.2)	(1.0)	흑전	371.0	77.8	27.3	17.7	183.0	62.9	11.5
세전이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	(20.7)	흑전	적지	흑전	27.5
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	1.9	흑전	적지	흑전	27.2
% qoq											
매출액	3.2	9.2	(5.3)	(0.1)	0.8	8.4	(3.0)	(1.5)	-	-	-
>아시아	3.2	9.0	(2.1)	(7.5)	8.9	5.2	(0.7)	(7.7)	-	-	-
>미주	2.0	4.9	(1.0)	(2.2)	1.9	3.9	2.9	(2.2)	-	-	-
>유럽	8.3	10.7	(8.5)	2.5	2.5	10.4	(6.7)	3.5	-	-	-
영업이익	흑전	205.1	48.2	(5.9)	10.7	15.2	6.1	(13.0)	-	-	-
세전이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	33.0	10.8	(21.6)	-	-	-
지배순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	33.0	10.8	(21.6)	-	-	-

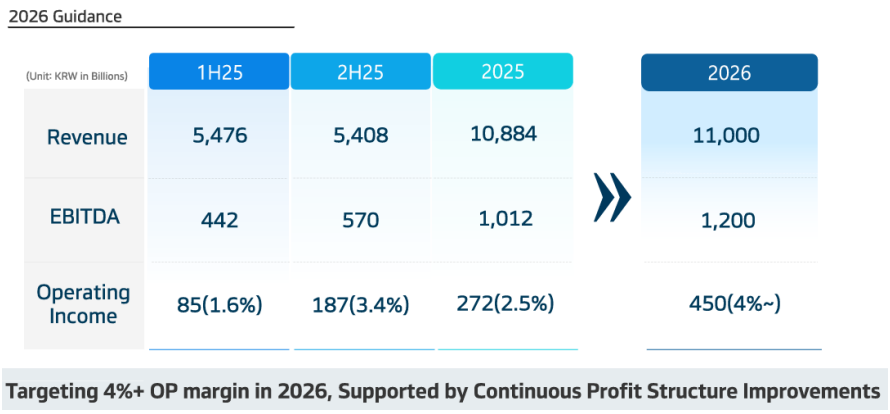
자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 4Q25 신규 수주 현황: 관세 불확실성, 프로젝트 발주 지연, EV 전략 축소 등



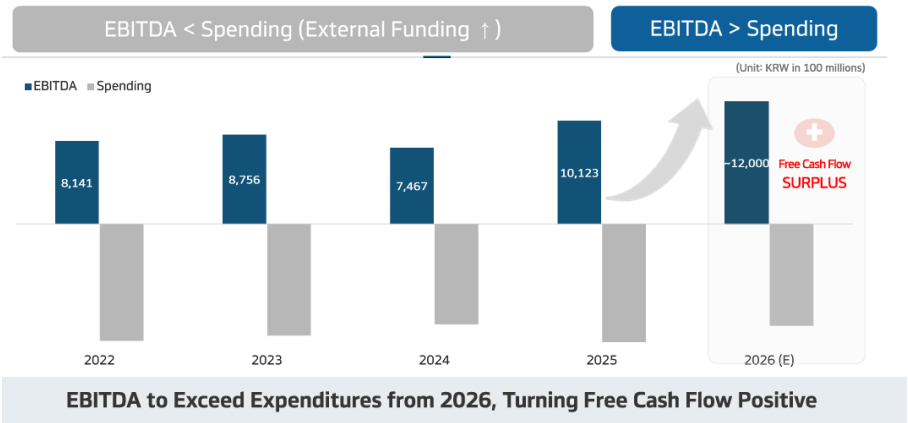
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림4〉 2026년 가이던스 (1): 재무손익 전망



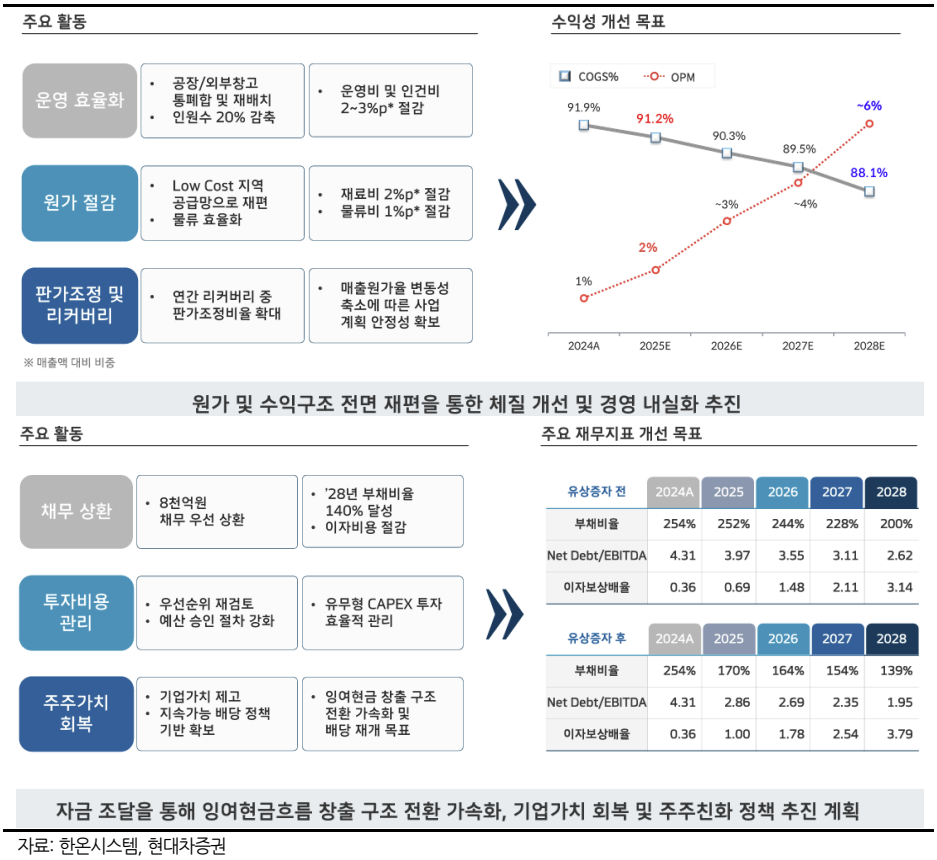
자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림5〉 2026년 가이던스 (2): 영업현금흐름 전망



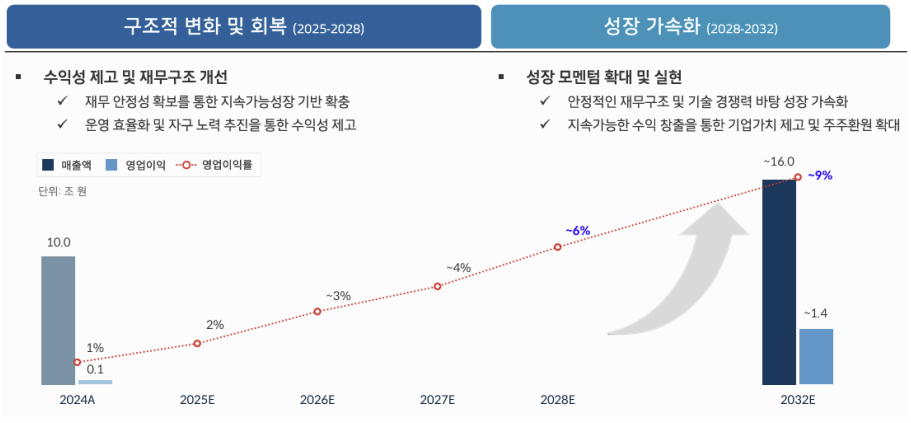
자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림6> 한온시스템 중장기 전략 (수익구조 개선 및 재무 안정성 확보)



자료: 한온시스템, 현대차증권

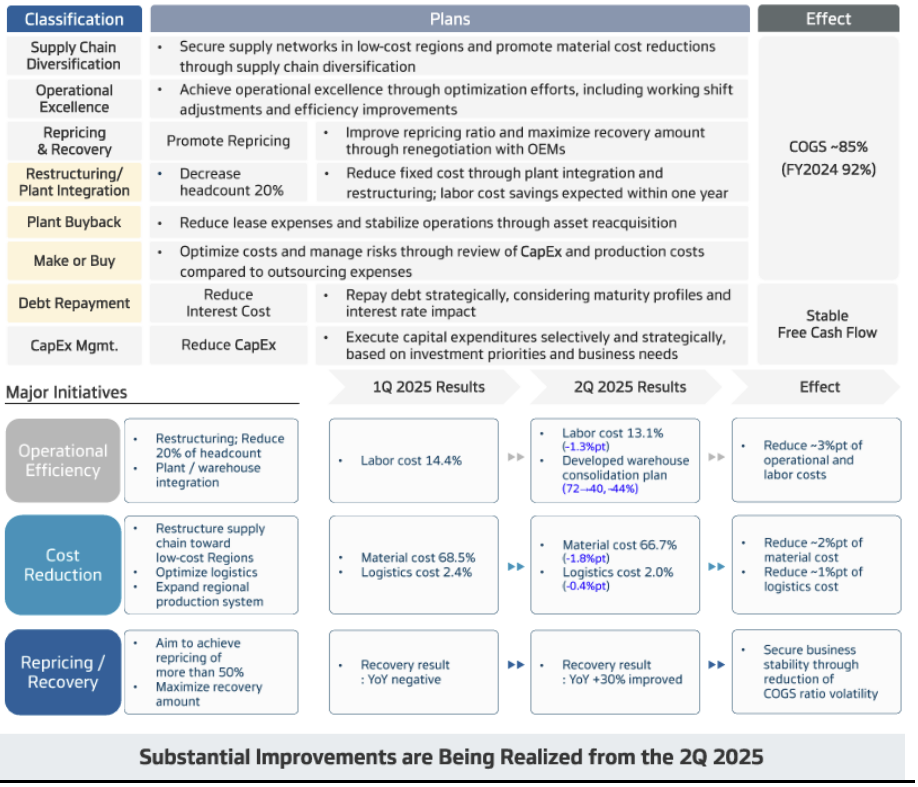
<그림7> 한온시스템 중장기 사업 목표



자료: 한온시스템, 현대차증권

〈그림8〉 한온시스템의 수익성 개선 전략

▪ Continue to promote various profitability-related initiatives to drive mid- to long-term performance recovery, with profit structure improvements to be accelerated through the planned capital increase



자료: 한온시스템, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,368	11,922	12,981
증가율 (%)	5.0	8.9	4.4	4.9	8.9
매출원가	9,187	9,874	10,145	10,625	11,631
매출원가율 (%)	91.9	90.7	89.2	89.1	89.6
매출총이익	812	1,010	1,224	1,298	1,350
매출이익률 (%)	8.1	9.3	10.8	10.9	10.4
증가율 (%)	-10.8	24.4	21.2	6.0	4.0
판매관리비	717	740	783	807	841
판관비율(%)	7.2	6.8	6.9	6.8	6.5
EBITDA	747	1,012	1,055	1,137	1,096
EBITDA 이익률 (%)	7.5	9.3	9.3	9.5	8.4
증가율 (%)	-15.3	35.5	4.2	7.8	-3.6
영업이익	96	270	441	491	509
영업이익률 (%)	1.0	2.5	3.9	4.1	3.9
증가율 (%)	-66.2	181.3	63.3	11.3	3.7
영업외손익	-438	-416	-204	-187	-152
금융수익	189	223	618	561	34
금융비용	470	338	732	664	186
기타영업외손익	-157	-301	-90	-84	0
종속/관계기업관련손익	13	11	6	7	0
세전계속사업이익	-330	-135	243	310	356
세전계속사업이익률	-3.3	-1.2	2.1	2.6	2.7
증가율 (%)	적전	적지	흑전	27.6	14.8
법인세비용	20	62	52	68	78
계속사업이익	-349	-197	191	242	278
중단사업이익	-9	0	0	0	0
당기순이익	-359	-197	191	242	278
당기순이익률 (%)	-3.6	-1.8	1.7	2.0	2.1
증가율 (%)	적전	적지	흑전	26.7	14.9
지배주주지분 순이익	-363	-199	190	241	277
비지배주주지분 순이익	5	1	1	1	1
기타포괄이익	298	134	0	0	0
총포괄이익	-60	-63	191	242	278

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,439	4,413	3,674	4,201	5,634
현금성자산	1,346	925	34	442	1,629
단기투자자산	11	3	3	3	4
매출채권	1,259	1,437	1,532	1,591	1,696
재고자산	1,241	1,405	1,460	1,516	1,616
기타유동자산	569	630	633	635	677
비유동자산	6,181	6,080	6,280	6,429	5,737
유형자산	2,864	2,724	2,752	2,761	2,327
무형자산	2,351	2,185	2,330	2,447	2,294
투자자산	113	111	114	117	13
기타비유동자산	853	1,060	1,084	1,104	1,103
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	10,620	10,492	9,954	10,629	11,371
유동부채	5,034	3,985	3,402	3,470	3,900
단기차입금	1,902	1,008	423	523	523
매입채무	1,354	1,205	1,317	1,367	1,457
유동성장기부채	540	755	486	363	630
기타유동부채	1,238	1,017	1,176	1,217	1,290
비유동부채	2,588	2,594	2,449	2,813	2,848
사채	1,338	654	462	326	326
장기차입금	366	891	891	1,349	1,309
장기금융부채	5	1	1	1	1
기타비유동부채	879	1,048	1,095	1,137	1,212
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,622	6,579	5,850	6,283	6,747
지배주주지분	2,854	3,768	3,957	4,199	4,475
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
자본조정 등	13	14	14	14	14
기타포괄이익누계액	510	626	626	626	626
이익잉여금	1,702	1,521	1,710	1,951	2,228
비지배주주지분	145	145	146	147	149
자본총계	2,999	3,913	4,103	4,346	4,624

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	569	112	718	760	856
당기순이익	-359	-197	191	242	278
유형자산 상각비	443	503	468	487	434
무형자산 상각비	208	239	147	160	154
외환손익	-62	-107	-131	-138	0
운전자본의 감소(증가)	31	-700	50	16	-9
기타	308	374	-7	-7	-1
투자활동으로인한현금흐름	-733	-547	-677	-651	103
투자자산의 감소(증가)	-4	13	3	4	104
유형자산의 감소	13	49	11	11	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-386	-293	-506	-506	0
기타	-356	-316	-185	-160	-1
재무활동으로인한현금흐름	651	1	-932	300	227
차입금의 증가(감소)	-925	520	-0	458	-40
사채의증가(감소)	-76	-683	-77	-136	0
자본의 증가	599	978	0	0	0
배당금	-46	-2	0	0	0
기타	1,099	-812	-855	-22	267
기타현금흐름	81	12	0	0	0
현금의증가(감소)	568	-422	-891	409	1,187
기초현금	779	1,346	925	34	442
기말현금	1,346	925	34	442	1,629

(단위:원, 배, %)

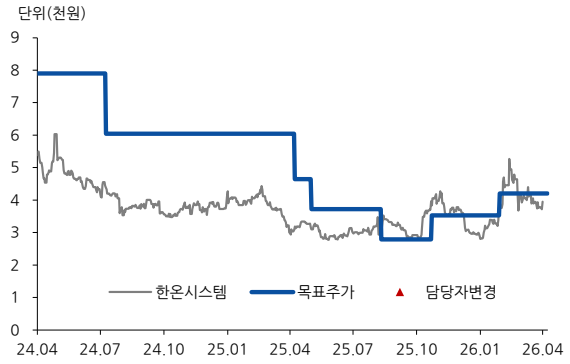
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-587	-255	186	236	271
EPS(지배순이익 기준)	-594	-257	185	235	270
BPS(자본총계 기준)	3,884	3,813	3,998	4,235	4,506
BPS(지배지분 기준)	3,696	3,671	3,856	4,091	4,361
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	21.3	16.7	14.6
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	21.4	16.8	14.7
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	7.0	4.5	6.0	5.4	4.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	흑전	27.2	14.8
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	흑전	27.2	14.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-13.0	-5.7	4.8	5.7	6.2
ROE(지배순이익 기준)	-13.9	-6.0	4.9	5.9	6.4
ROA	-3.6	-1.9	1.9	2.4	2.5
안정성 (%)					
부채비율	254.2	168.1	142.6	144.6	145.9
순차입금비율	97.5	60.7	56.8	51.2	27.3
이자보상배율	0.4	1.1	2.4	3.0	2.7

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.15	BUY	7,901	-35.98	-23.65
2024.07.16	BUY	6,042	-36.90	-28.31
2025.01.16	AFTER 6M	6,042	-37.39	-26.61
2025.04.15	BUY	4,648	-30.25	-28.20
2025.05.09	BUY	3,718	-19.24	-6.50
2025.08.18	M.PERFORM	2,789	16.14	1.65
2025.10.30	M.PERFORM	3,532	-2.08	-20.72
2026.02.05	M.PERFORM	4,200	-1.07	25.48
2026.04.09	M.PERFORM	4,200		

▶ 최근 2년간 한온시스템 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.