

자동차
 마건우
 02)739-5939
 kwma0330@heungkuksec.co.kr

(018880)

한온시스템

BUY(신규)

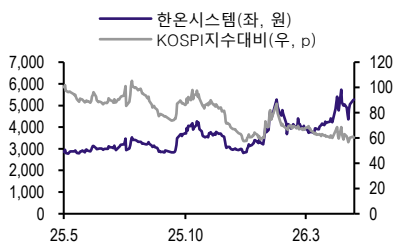
유럽 전기차 가속, 이제는 증명 구간

목표주가	6,500원(신규)			
현재주가(05/27)	5,280원			
상승여력	23.1%			
시가총액	5,419십억원			
발행주식수	1,026,263천주			
52주 최고가 / 최저가	5,730 / 2,775원			
3개월 일평균거래대금	109십억원			
외국인 지분율	7.8%			
주요주주				
한국타이어엔테크놀로지	51.1%			
국민연금공단 (외 1인)	5.3%			
한온시스템우리스주	1.4%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.9	13.8	42.7	87.8
상대수익률(KOSPI)	-0.5	-18.0	-63.7	-124.3

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,999	10,884	11,333	11,997
영업이익	96	270	438	549
EBITDA	747	1,012	1,211	1,304
지배주주순이익	-363	-199	245	339
EPS	-471	-193	238	330
순차입금	3,358	2,937	2,349	1,776
PER	n/a	n/a	22.2	16.0
PBR	0.9	0.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.4	4.9	6.4	5.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-13.9	-6.0	6.3	8.1
컨센서스 영업이익	-	-	435	0
컨센서스 EPS	-	-	225	0

주가추이



2Q26 Preview: 유럽 전기차, 반등에서 성장으로

2분기 매출액은 3.0조원(+4.0% YoY, +8.2% QoQ), 영업이익은 1,186억원(+84.5% YoY, +22.1% QoQ, OPM 4.0%)으로 체질 개선을 이어갈 전망. IRA 보조금 폐지에 따른 북미 전기차 수요 둔화에도 불구하고, 매출의 30% 이상을 차지하는 유럽 지역의 전기차 수요가 외형 성장을 견인할 것으로 판단. 실제로 올해 1분기 유럽 매출 비중은 35%로, 미국 매출 비중 감소분(4Q25 30% → 1Q26 27%)을 상쇄. 또한 올해 4월까지 유럽 BEV 누적 등록대수가 97.9만대(+29.1% YoY)를 기록하며 견조한 성장세를 지속하고 있다는 점을 고려, 유럽 BEV 수요 회복은 단발성 반등이 아닌 성장 궤도 진입으로 평가. 수익성 측면에서는 중동 전쟁에 따른 원재료비 상승으로 단기적인 개선 시차는 불가피. 다만 원가 상승분은 고객사와의 협의를 통해 보전 가능한 구조인 만큼, 하반기부터 관련 효과가 반영될 전망. 이에 2026년 연간 매출액 11.3조원(+4.1% YoY), 영업이익 4,385억원(OPM 3.9%)으로 추정하며 당초 목표치를 달성할 수 있을 것으로 판단.

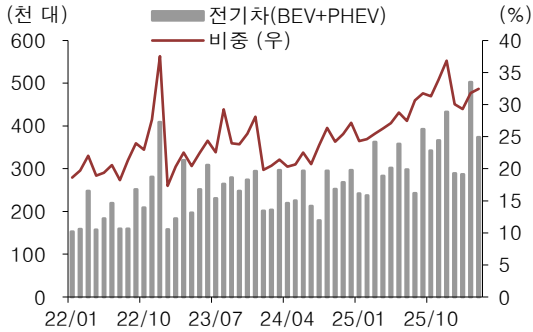
이제는 수주로 증명할 차례

동사는 지난 12월 약 9,834억원 규모의 유상증자를 진행했으며, 이 중 약 8,834억원을 차입금 상환에 사용. 이에 따라 245% 수준이었던 부채비율은 약 165%까지 하락하며 재무구조 정상화가 이뤄짐. 다만 조달 자금의 대부분이 차입금 상환에 활용되면서, 증자 결정 이후 주가 흐름은 다소 부진했던 모습. 그럼에도 이번 1분기를 통해 이자 부담 완화와 지속적인 FCF 창출 가능성이 확인됐다는 점은 긍정적. 향후 기업가치 재평가를 위해서는 정상화된 재무구조를 바탕으로 전동화 부문에서의 이익 창출 능력을 입증해야 할 것. 이에 따라 유럽 전기차 수요 회복에 기반한 신규 수주와 HMG 신규 eM 플랫폼용 통합열관리 시스템 수주 여부가 향후 주가 방향성의 핵심 변수가 될 것으로 판단.

한온시스템 투자 의견 BUY/TP 6,500원 제시

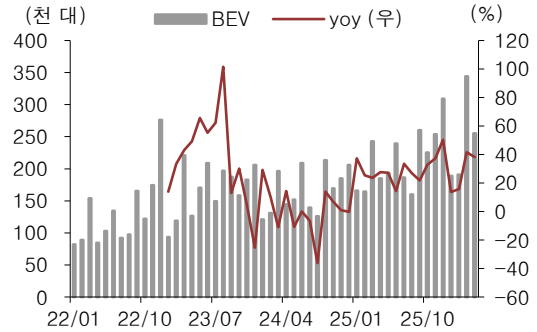
한온시스템에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 6,500원 제시. 12MF EPS 276원에 정상 국면 당시의 5개년(2015~2019년) 평균 12MF PER 23.5배를 적용해 산출.

그림 1 유럽 전기차(BEV+PHEV) 등록대수 비중 추이



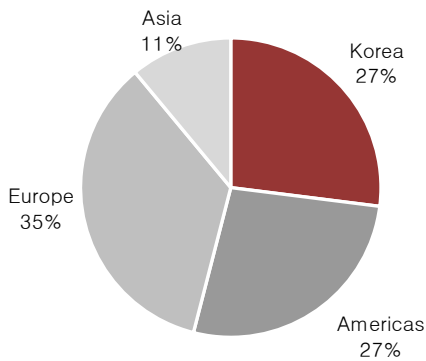
주: EU+EFTA+UK 기준
 자료: ACEA, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유럽 BEV 등록대수 추이



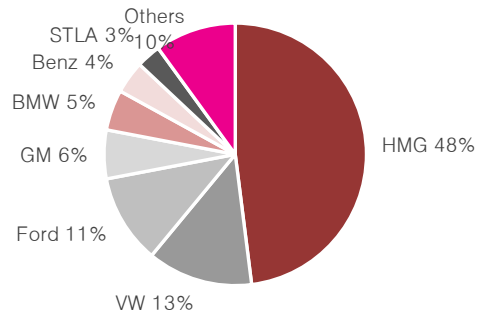
주: EU+EFTA+UK 기준
 자료: ACEA, 흥국증권 리서치센터

그림 3 한온시스템 2026년 1분기 지역별 매출



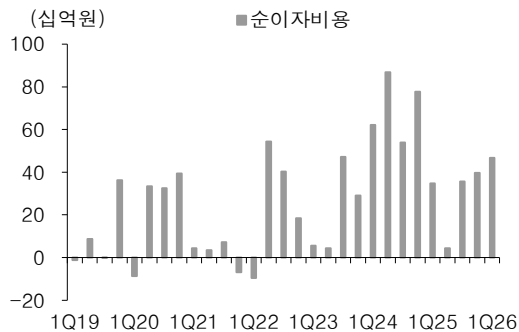
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 4 한온시스템 2026년 1분기 고객사별 매출



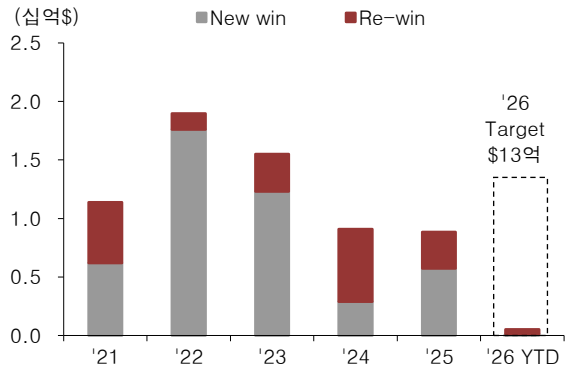
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 5 한온시스템 순이자비용 추이



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 6 한온시스템 연간 수주실적 추이



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

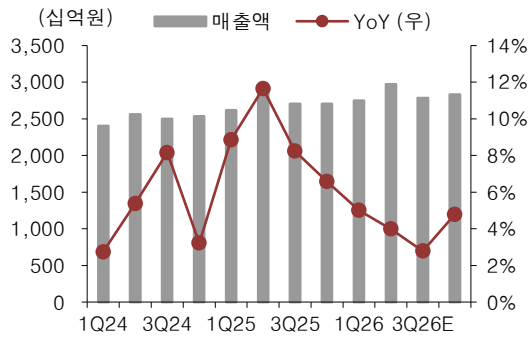
표 1 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,972	2,781	2,832	10,884	11,333	11,997
YoY(%)	8.8%	11.7%	8.2%	6.6%	5.0%	4.0%	2.8%	4.8%	8.8%	4.1%	5.9%
QoQ(%)	3.2%	9.2%	-5.3%	-0.1%	1.7%	8.2%	-6.4%	1.8%			
영업이익	21	64	95	90	97	119	119	104	270	438	549
OPM(%)	0.8%	2.2%	3.5%	3.3%	3.5%	4.0%	4.3%	3.7%	2.5%	3.9%	4.6%
YoY(%)	-67.7%	-10.2%	1.7%	흑전	361.2%	84.5%	24.6%	15.9%	190.6%	62.2%	25.2%
QoQ(%)	흑전	205.2%	48.2%	-5.9%	8.4%	22.1%	0.0%	-12.4%			
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	64	63	51	-199	245	339
NPM(%)	-0.9%	-0.6%	2.0%	-7.9%	2.4%	2.2%	2.3%	1.8%	-1.8%	2.2%	2.8%
YoY(%)	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	15.1%	흑전	적지	흑전	38.5%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	흑전	-3.3%	-2.3%	-19.5%			

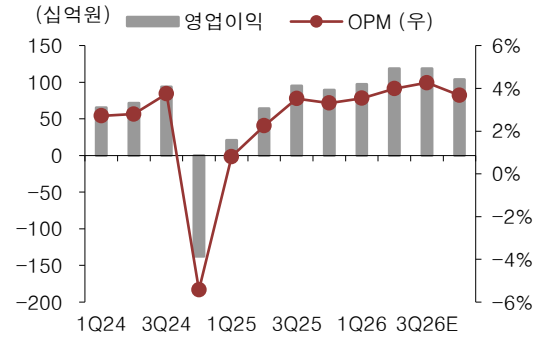
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 7 한온시스템 매출액 추이 및 전망



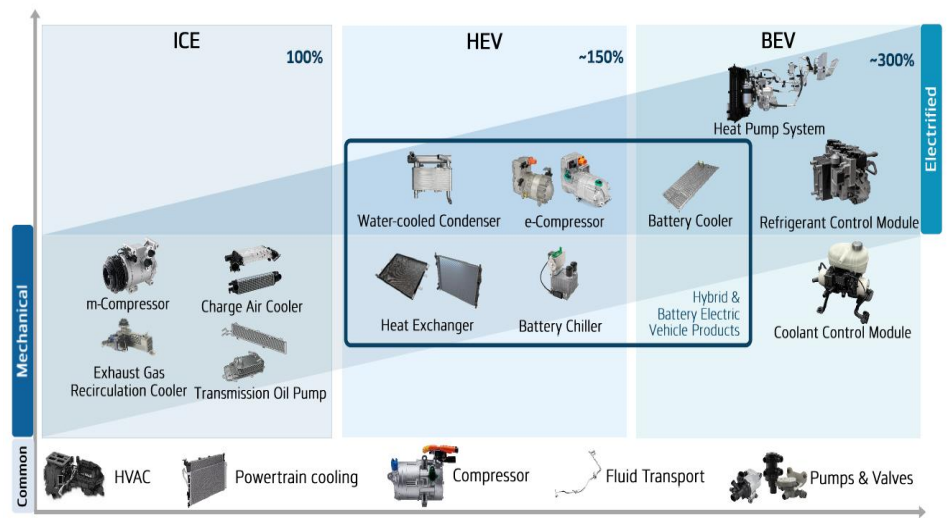
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 8 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 9 한온시스템 주요 제품 포트폴리오



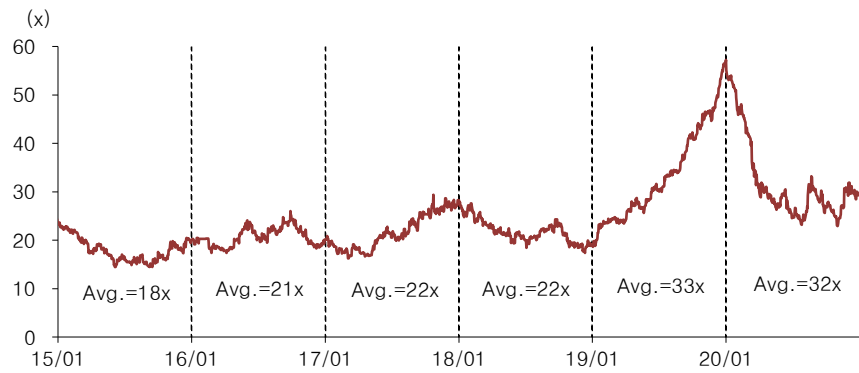
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

표 2 한온시스템 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2026E	2027E	12M Forward	비고
EPS (원)	238	330	276	
목표 PER (배)	23.5			2015~2019 5개년 평균 12MF PER
목표주가 (원)	6,500			
현재주가(원)	5,280			
상승여력 (%)	23.1			

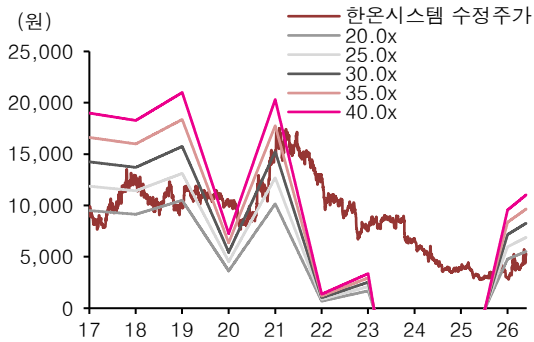
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 10 한온시스템 12개월 선행 PER 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 12 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,999	10,884	11,333	11,997	12,773
증가율 (Y-Y,%)	5.0	8.9	4.1	5.9	6.5
영업이익	96	270	438	549	701
증가율 (Y-Y,%)	(66.3)	183.0	62.2	25.2	27.7
EBITDA	747	1,012	1,211	1,304	1,406
영업외손익	(425)	(405)	(74)	(59)	(44)
순이자수익	(231)	(204)	(148)	(114)	(101)
외화관련손익	79	54	139	120	121
지분법손익	13	11	12	11	12
세전계속사업손익	(330)	(135)	365	490	657
당기순이익	(359)	(197)	248	343	460
지배기업당기순이익	(363)	(199)	245	339	454
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	38.5	34.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.8	8.1	6.0	6.3	5.5
영업이익증가율(3Yr)	(33.6)	1.8	15.6	79.1	37.4
EBITDA증가율(3Yr)	(3.6)	7.5	11.2	20.4	11.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	61.4	n/a	n/a
영업이익률(%)	1.0	2.5	3.9	4.6	5.5
EBITDA마진(%)	7.5	9.3	10.7	10.9	11.0
순이익률 (%)	(3.6)	(1.8)	2.2	2.9	3.6
NOPLAT	69	196	298	384	491
(+) Dep	651	742	773	755	705
(-) 운전자본투자	(170)	637	(27)	34	103
(-) Capex	386	293	312	321	318
OpFCF	505	8	786	785	775

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,439	4,413	4,747	5,087	5,497
현금성자산	1,357	928	1,093	1,323	1,513
매출채권	1,349	1,562	1,642	1,680	1,794
재고자산	1,241	1,405	1,473	1,523	1,606
비유동자산	6,181	6,080	5,783	5,536	5,347
투자자산	966	1,171	1,218	1,268	1,319
유형자산	2,864	2,724	2,482	2,253	2,071
무형자산	2,351	2,185	2,083	2,014	1,957
자산총계	10,620	10,492	10,531	10,622	10,844
유동부채	5,034	3,985	4,049	3,929	3,835
매입채무	2,196	1,884	2,067	2,129	2,232
유동성이자부채	2,584	1,769	1,636	1,440	1,229
비유동부채	2,588	2,594	2,324	2,197	2,059
비유동이자부채	2,131	2,097	1,807	1,658	1,499
부채총계	7,622	6,579	6,373	6,126	5,894
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,765	2,104	2,558
자본조정	523	640	640	640	640
자기주식	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	2,999	3,913	4,158	4,496	4,950
투하자본	6,255	6,751	6,403	6,165	6,053
순차입금	3,358	2,937	2,349	1,776	1,215
ROA	(3.7)	(1.9)	2.3	3.2	4.2
ROE	(13.9)	(6.0)	6.3	8.1	9.9
ROIC	1.1	3.0	4.5	6.1	8.0

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(471)	(193)	238	330	442
BPS	4,204	3,671	3,910	4,240	4,682
DPS	0	0	0	0	100
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	22.2	16.0	11.9
PBR	0.9	0.8	1.4	1.2	1.1
EV/ EBITDA	7.4	4.9	6.4	5.5	4.7
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
PCR	3.4	2.7	5.3	4.9	4.6
PSR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	254.2	168.1	153.3	136.2	119.1
Net debt/Equity	112.0	75.1	56.5	39.5	24.5
Net debt/EBITDA	449.7	290.2	194.0	136.2	86.4
유동비율	88.2	110.7	117.3	129.5	143.3
이자보상배율	0.4	1.3	3.0	4.8	7.0
이자비용/매출액	2.6	2.2	3.5	2.9	2.7
자산구조					
투하자본(%)	72.9	76.3	73.5	70.4	68.1
현금+투자자산(%)	27.1	23.7	26.5	29.6	31.9
자본구조					
차입금(%)	61.1	49.7	45.3	40.8	35.5
자기자본(%)	38.9	50.3	54.7	59.2	64.5

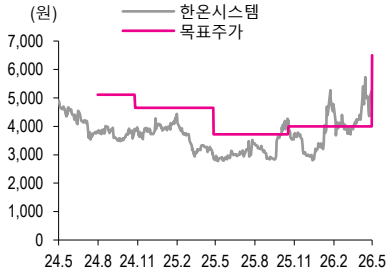
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	569	112	1,052	1,069	1,066
당기순이익	(359)	(197)	248	343	460
자산상각비	651	742	773	755	705
운전자본증감	31	(700)	27	(34)	(103)
매출채권감소(증가)	177	(318)	(81)	(37)	(114)
재고자산감소(증가)	(49)	(122)	(68)	(51)	(83)
매입채무증가(감소)	(221)	(126)	183	62	102
투자현금	(733)	(547)	(464)	(496)	(505)
단기투자자산감소	1	10	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	2	0	8	7	7
설비투자	(386)	(293)	(312)	(321)	(318)
유무형자산감소	(334)	(138)	(117)	(137)	(147)
재무현금	651	1	(423)	(344)	(371)
차입금증가	98	(976)	(423)	(344)	(371)
자본증가	599	979	(0)	0	0
배당금지급	(46)	(2)	0	0	0
현금 증감	568	(422)	165	229	190
총현금흐름(Gross CF)	850	1,121	1,025	1,103	1,168
(-) 운전자본증가(감소)	(170)	637	(27)	34	103
(-) 설비투자	386	293	312	321	318
(+) 자산매각	(334)	(138)	(117)	(137)	(147)
Free Cash Flow	300	53	624	611	601
(-) 기타투자	(2)	(0)	(8)	(7)	(7)
잉여현금	302	53	632	619	608

한온시스템 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-26	Buy	5,112	(27.1)	(21.6)
2024-11-21	Buy	4,648	(20.7)	(4.6)
2025-05-23	Buy	3,718	(4.4)	54.1
2026-05-28	담당자변경			
2026-05-28	Buy	6,500		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 03월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286