

COMPANY UPDATE

2026. 6. 29.

EV/모빌리티팀

임은영 팀장

esther.yim@samsung.com

김현지 Research Associate

hyunzi.kim@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY

목표주가 5,000원 40.4%

현재주가 3,560원

시가총액	3.7조원
주식수 (유동주식 비중)	1,026,262,552주 (47.5%)
52주 최저/최고	2,800원/5,730원
60일-평균거래대금	1,281.1억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
한온시스템 (%)	-32.1	20.3	22.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-35.0	-41.0	-55.3

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	HOLD	
목표주가	5,000	4,000	25.0%
2026E EPS	235	187	25.7%
2027E EPS	259	252	2.8%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	16
목표주가	5,053
추천 점수	3.5

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



리서치센터 리포트
바로가기

한온시스템 (018880)

탐방 Take-aways: 실적에 대한 자신감이 생기자

- 2분기 실적은 전기차 2nd Wave와 비용 절감 노력에 힘입어 컨센서스 상회 예상. 실적이 4개 분기 연속 개선세로 신뢰 향상.
- 실적이 안정되면 신사업(ESS의 열 관리, A/S 사업) 추진 여력도 생길 전망.
- 목표주가 5,000원으로 25% 상향하고, 투자의견 'BUY'로 상향.

WHAT'S THE STORY?

실적 개선세에 대한 신뢰도 향상, 목표가 상향 및 투자의견 'BUY'로 상향: 유럽 시장을 중심으로 전기차 수요 증가에 따른 수혜와 비용 절감 노력 지속.

- **목표주가 5,000원으로 25% 상향:** 2026년과 2027년 평균 BPS에 기존 Target P/B 1.3배 적용. Target P/B 1.3배는 지난 5년간 Valuation의 하단. 한온의 Valuation은 전기차 시대에 열 관리업체로서 성장에 대한 기대감으로 부품업체 중에서 가장 높은 프리미엄을 받아옴. 고객사가 Legacy 완성차업체에 집중되어 있다는 아쉬움이 있지만, 한국타이어의 고객사인 테슬라, BYD 등 순수 전기차업체로 고객 확대 예상. 전기차 열 관리 기술을 기반으로 ESS 열 관리 시장에 진출 예상.
- **투자의견 BUY 상향:** 1)4개 분기 연속 실적 개선세로 실적에 대한 신뢰 향상. R&D의 자산화 비중을 50% → 30%대로 축소했음에도 영업이익률 4% 달성 가능. 영업이익률 4% 이상에서는 영업이익으로 이자 비용(연 2천억원) 감당이 가능하고, 점차 차입금도 감소 예상. 2)실적이 안정되면 신사업 추진 여력이 생길 전망.

2분기 실적, 컨센서스 부합 예상: 분기 1천억원 이상의 영업이익 달성 체력. 유럽 고객사 및 기아의 전기차 판매 증가. 비용 절감 효과

- **매출액 2조 9,170억원(+6.1%QoQ/+2.0%YoY) 및 영업이익 1,130억원(+16.5%QoQ/+75.7%YoY)으로 영업이익률 3.9% 예상:** Enguide 기준 컨센서스는 매출액 2조 9,478억원 및 영업이익 1,086억원으로 영업이익률 3.68%.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	10,884	11,241	11,792	12,399
영업이익 (십억원)	270	464	499	558
순이익 (십억원)	-197	246	271	324
EPS (adj) (원)	-257	235	259	310
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	9.9	19.8
EBITDA margin (%)	9.3	9.9	9.0	8.6
ROE (%)	-6.0	6.2	6.4	7.3
P/E (adj) (배)	n/a	15.1	13.8	11.5
P/B (배)	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	5.0	5.5	5.2	4.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.8	2.8

자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

- **알루미늄 가격, 고객사에 전가 가능:** 3개월 시차를 두고 가격에 반영.
- **구조조정 진행:** 합병 이후 전체 인원 10% 감소. 인건비가 높은 유럽에서 인력 구조조정. 창고 70개를 50% 이상 통폐합. 공장은 21개국에 50개 공장이 있는데, 고객사와 생산 부품이 달라서 통폐합이 쉽지 않음.
- **현대위아와 경쟁, 기술 우위로 M/S 유지 예상:** 현대위아가 현대차그룹의 계열사로 경쟁에서 유리한 위치. 그러나, 한온시스템은 제네시스 열 관리 시스템에 대해 M/S 100%이며, E-GMP 기반 전기차에 대해서는 M/S 90%. 현대차 그룹의 전체 열 관리 시스템 내에서는 M/S 60~70%. 중요 차종의 열 관리 시스템에 대해 한온시스템이 독점적인 M/S를 갖추고 있다는 것은 기술 격차를 의미.
하반기에 eM 플랫폼 열 관리 시스템에 대한 입찰이 있으며, 한온시스템의 M/S 60~70%가 유지될 것으로 예상. 열 관리 시스템은 편의 장치에서 필수 장치로 전환되면서, 리콜의 부담을 감당할 수 있는 업체가 주로 수주를 받게 될 것.

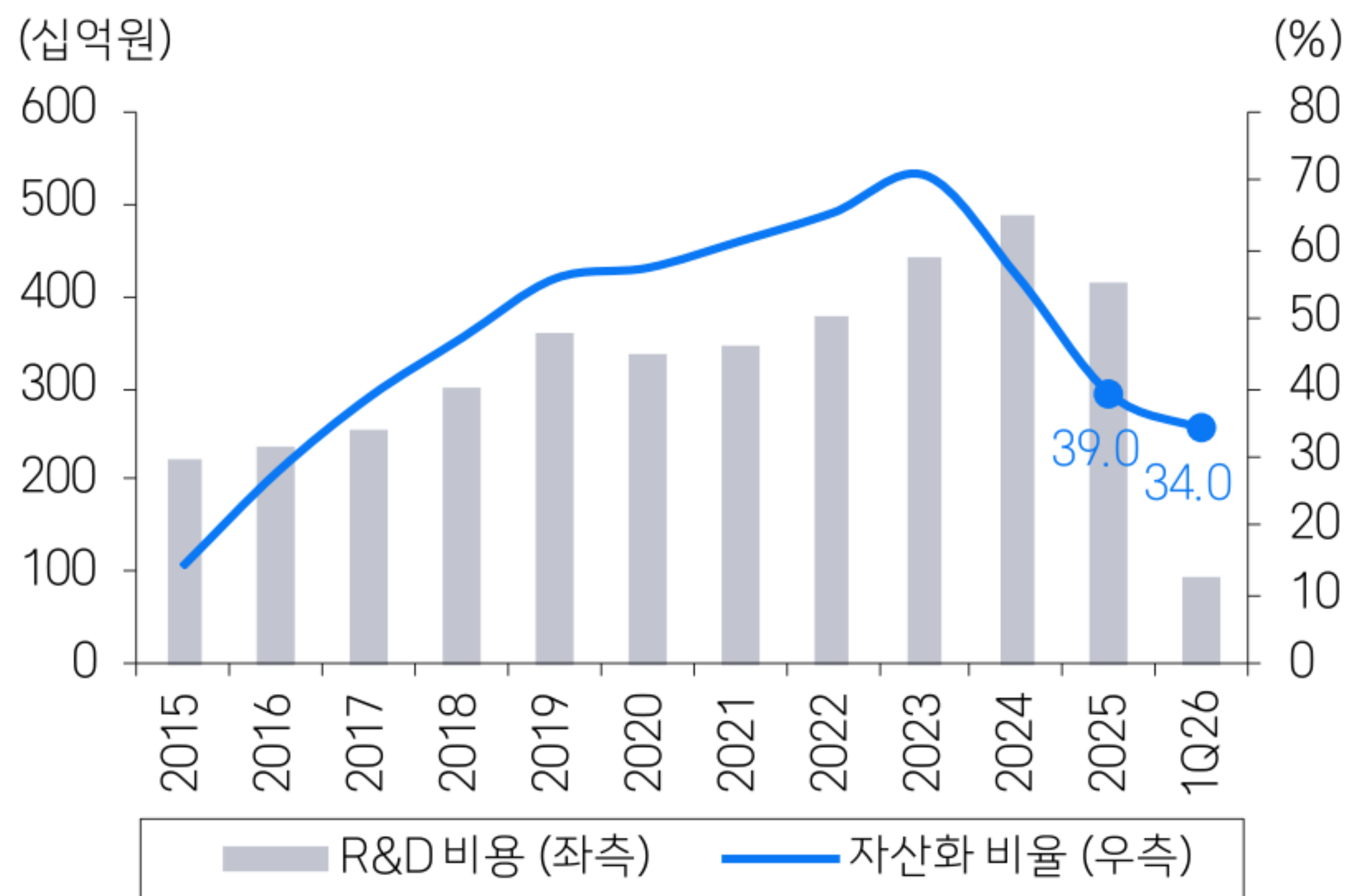
신사업 추진: A/S 사업과 ESS 열 관리 사업에 진출하여 향후 매출액 대비 10% 비중까지 확대 목표.

- **북미 A/S 시장 성장:** 인플레이션 부담과, 차량(평균 12.5년) 증가에 따라 A/S시장 성장. 현대모비스는 Warranty 기간 내의 A/S 시장에 집중. 한온시스템은 Warranty 기간 외의 시장을 목표.
- **ESS 시장의 급성장에 따라 ESS 열 관리 시장 진출 검토 중:** 데이터센터 관련하여 ESS 시장도 고성장 중. 하반기부터 A/S시장부터 진출. 경쟁사인 말레, 덴소가 이미 ESS 열 관리 A/S시장에 진출해 있으며 벤치마크 예정. 액침 냉각 방식으로 진출을 검토 중. 현재 보유한 기술을 일부 조정하면 진출이 가능할 것으로 예상.
다만, 포드의 ESS 사업 진출에 따라, 한온이 포드의 ESS 사업에 대한 열 관리 파트너사가 될 수 있다는 의견에 대해서는 논의된 바 없음. 현재 포드의 ESS 사업 파트너사는 중국의 CATL. CATL은 ESS 사업을 이미 진행하고 있는 업체로, 열 관리 노하우도 갖추고 있음.
- **로봇 열 관리, 전기차 대비 열 관리업체의 역할은 축소:** 시장의 기대가 있으나 검토한 내용 없음. 삼성증권 리서치는 로봇의 열 관리는 수냉식이 아닌 공냉식이 기본이라고 보고 있음. 로봇의 무게를 줄이고 가동성을 높이기 위해, 열 관리는 별도 부품을 탑재하기보다는 로봇의 설계, 액추에이터, MLCC의 역할이 중요. 추론 칩에는 별도 열 관리 시스템이 탑재되나, 전기차 대비 로봇에서는 열 관리업체의 역할은 축소되는 방향.

2대 주주의 풋옵션: 실적 개선으로 주가가 5천원 이상 기록 시 풋옵션 행사 가능성 낮음.

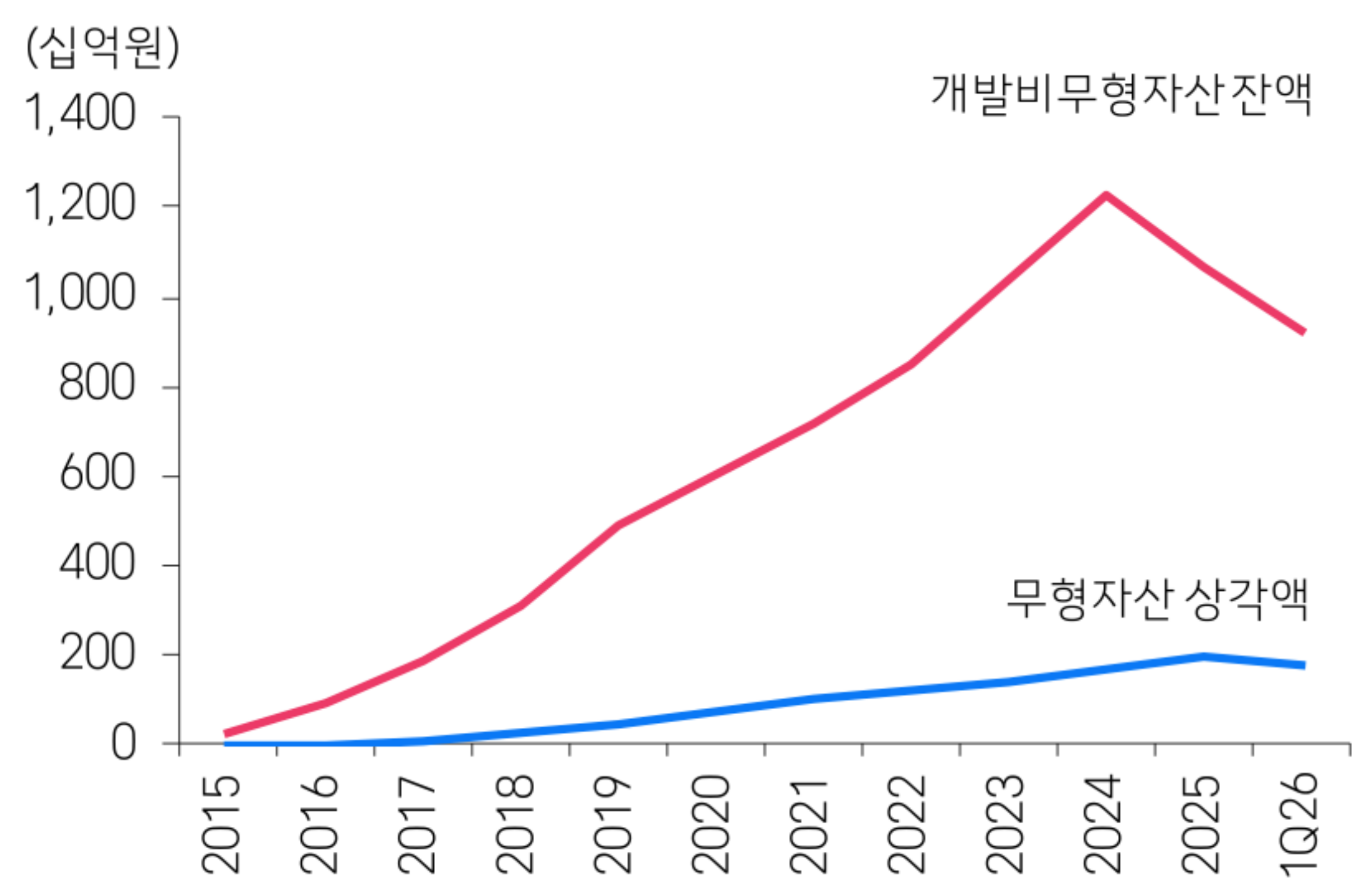
- **행사 대상:** 2대 주주인 한앤코가 1대 주주인 한국타이어앤테크놀로지에 행사 가능.
- **행사 기간:** 2027년 1월 11일 ~ 2월 11일(1개월) 행사 가능.
- **행사 가격 및 규모:** 5,200억원 및 보유 지분의 40%(58,718천 주). 금액 3,053억원.

한온시스템 R&D 투자 및 Capitalization 비중



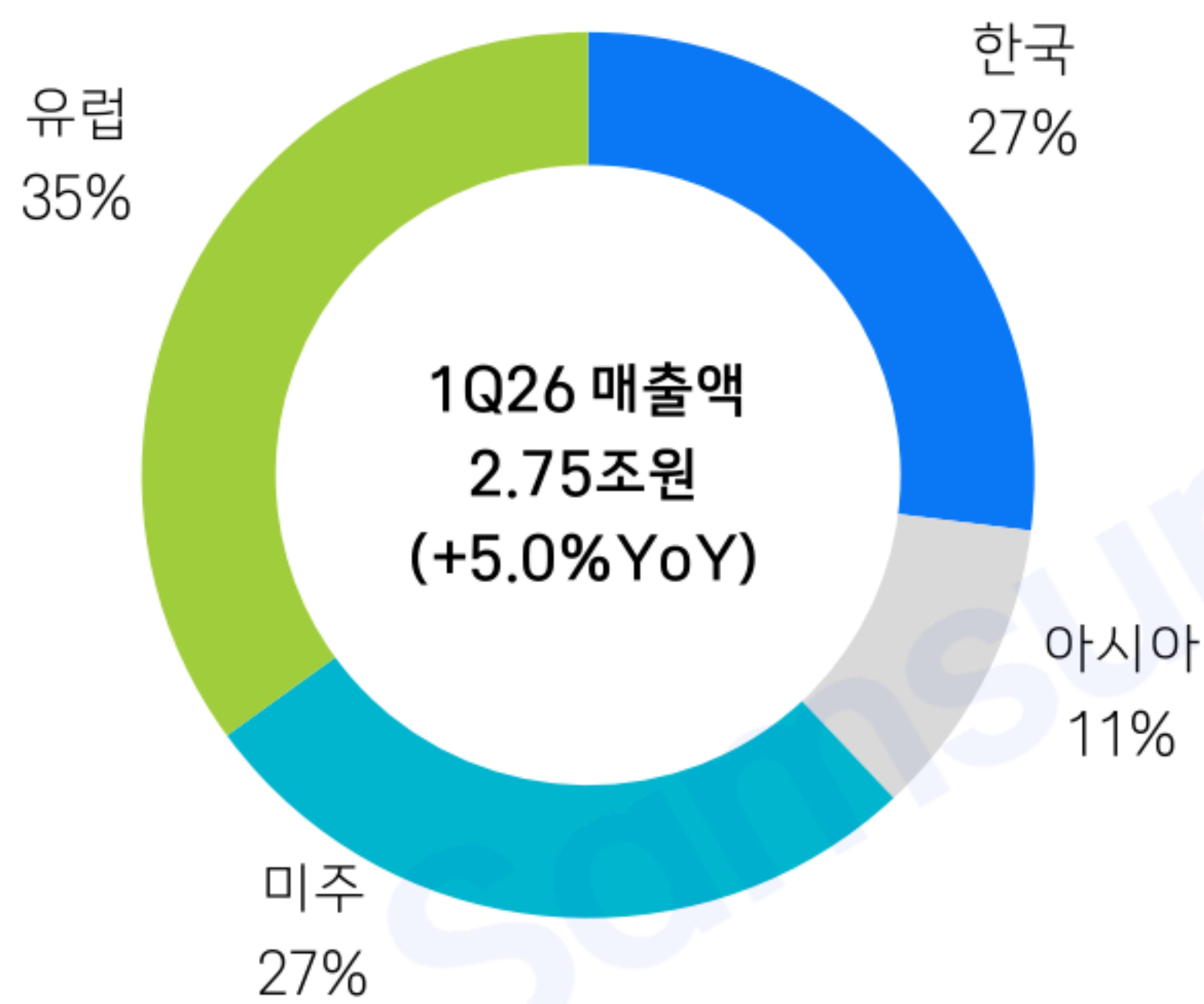
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

한온시스템 개발비 무형자산 상각액과 잔액



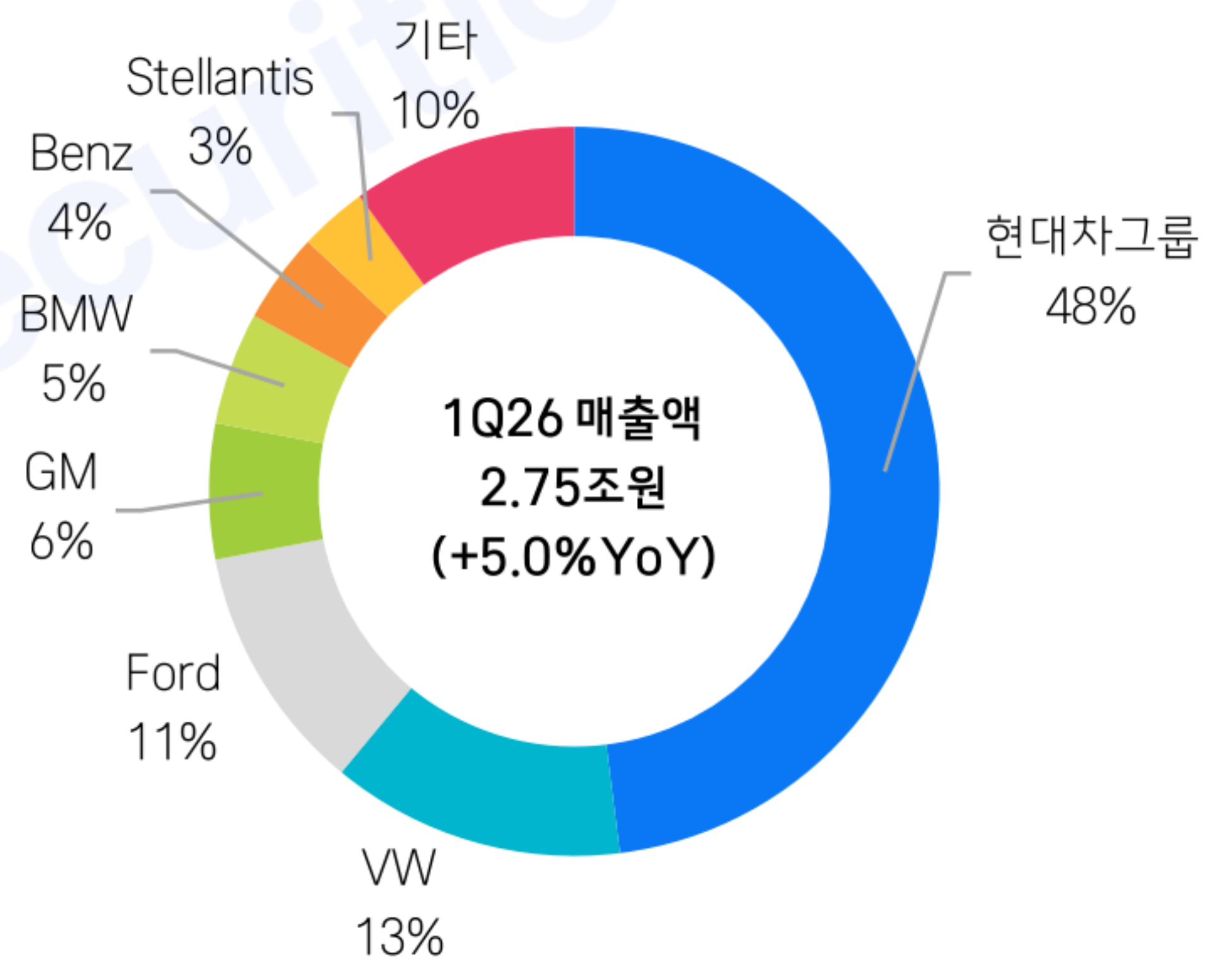
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

한온시스템: 지역별 매출 비중



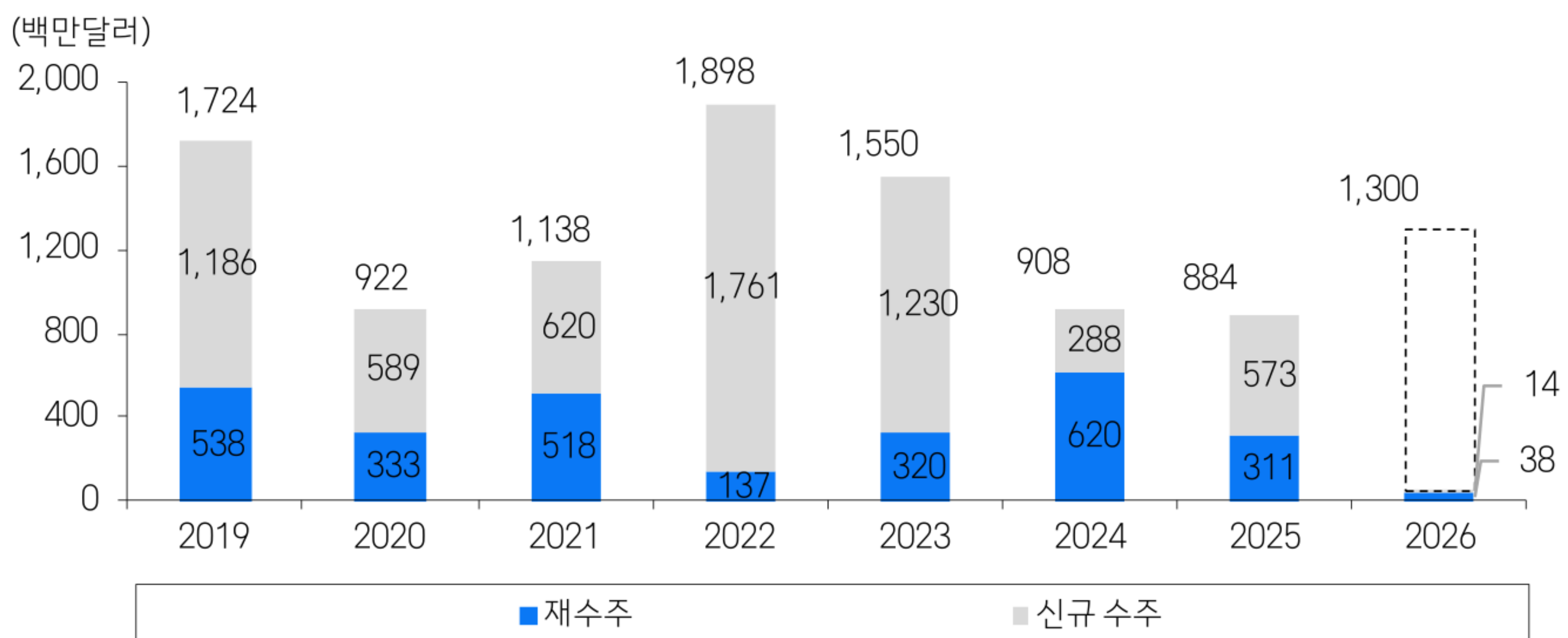
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 고객사별 매출 비중



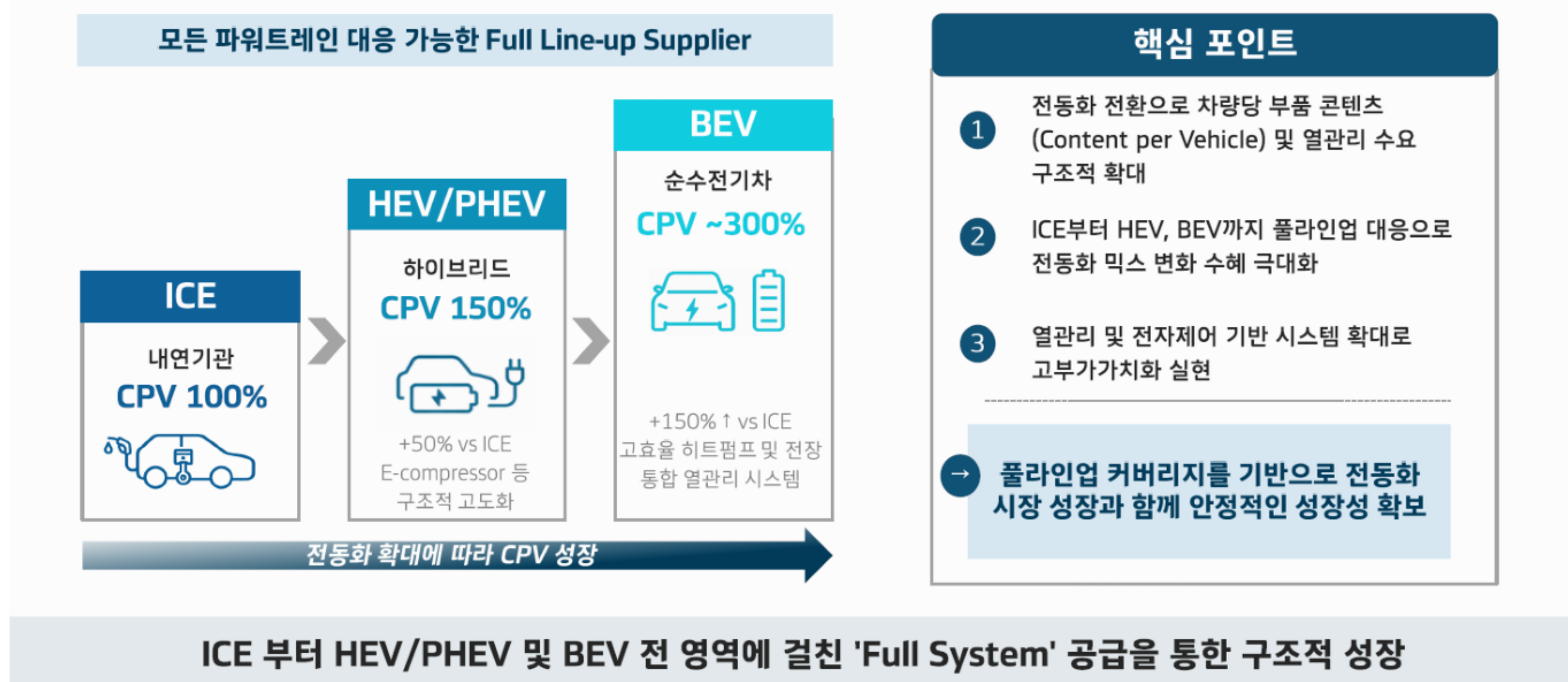
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 1Q26 신규 수주 추이

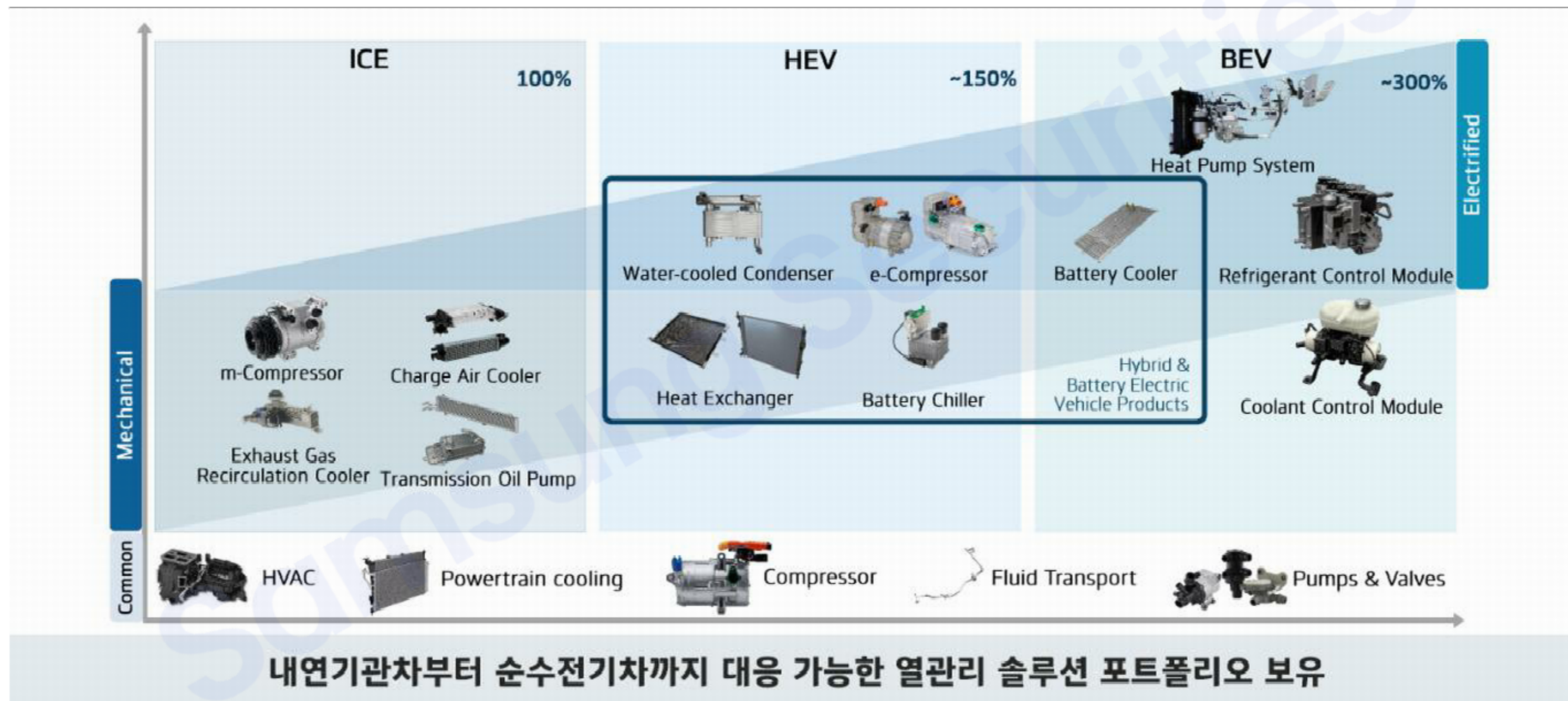


자료: 한온시스템, 삼성증권

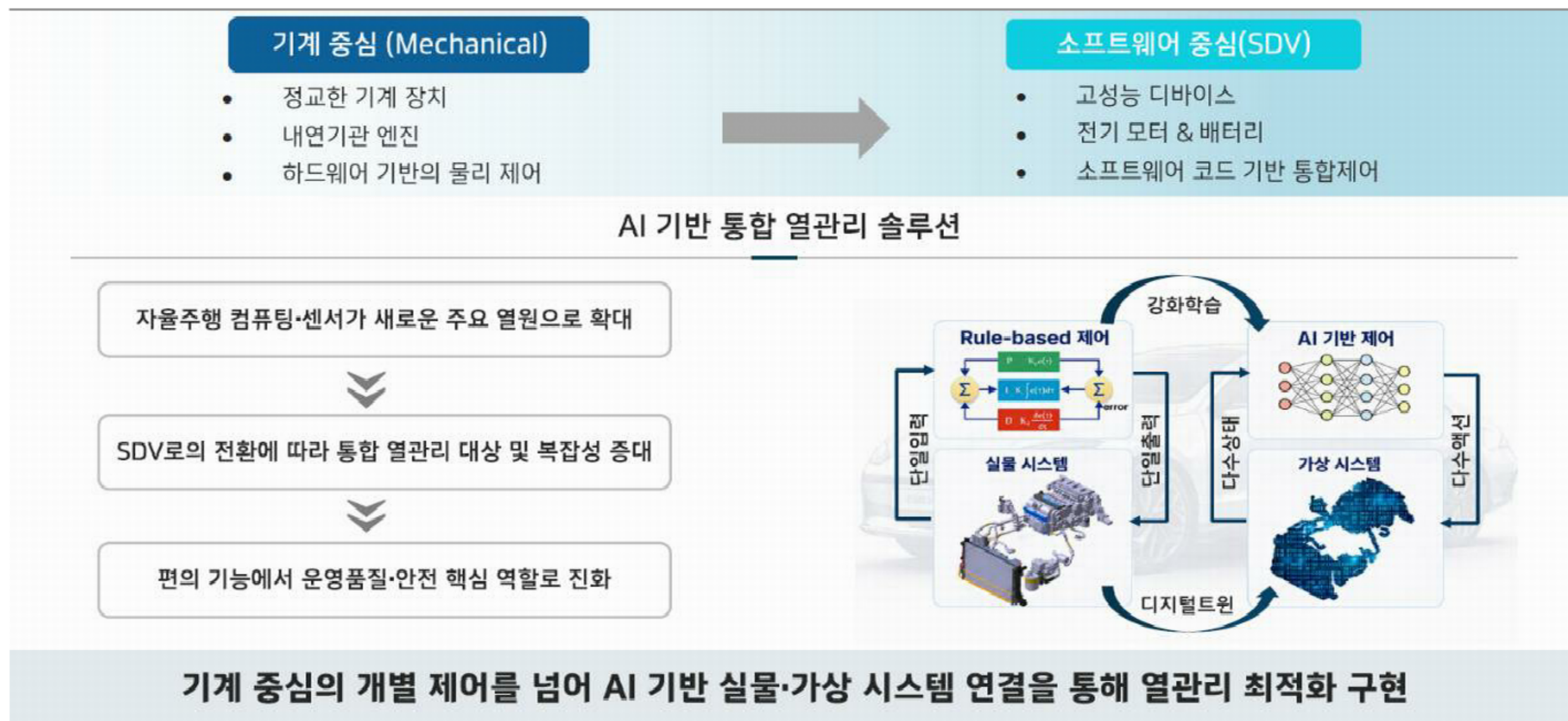
한온시스템: 전 파워트레인 대응 가능한 Full Line-up 공급 역량



한온시스템: 주요 제품 포트폴리오



한온시스템: SDV 전환을 위한 AI 기반 통합 열 관리 솔루션



한온시스템: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러(평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,450	1,430	1,420	1,365	1,423	1,442	1,390
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,917	2,741	2,835	9,999	10,884	11,241	11,792
(% y-y)	8.8	11.7	8.3	6.6	-3.8	7.8	1.4	3.1	5.0	8.9	3.3	4.9
한국	949	1,050	1,004	927	862	918	772	972	3,625	3,930	3,524	3,615
중국	454	480	493	458	293	307	328	306	1,720	1,885	1,234	1,278
북미	772	810	802	784	817	898	904	705	2,502	3,167	3,324	3,759
유럽	1,379	1,526	1,397	1,432	1,778	1,838	1,770	1,785	5,065	5,733	7,172	7,243
연결조정	-936	-1,007	-990	-898	-1,002	-1,044	-1,032	-935	-3,391	-3,831	-4,012	-4,103
매출총이익	190	254	288	278	288	296	285	355	812	1,010	1,224	1,318
영업이익	21	64	95	90	97	113	104	150	96	270	464	499
(% y-y)	-67.7	-10.2	-1.0	-165.2	51.1	18.5	15.8	54.6	-66.3	183.0	71.7	7.4
한국	26	53	41	-9	29	32	21	17	-7	112	99	134
중국	21	16	35	23	15	9	7	9	51	95	40	56
북미	-13	-12	17	71	25	27	27	21	49	64	100	169
유럽	-18	35	11	-7	71	55	44	36	52	22	206	181
연결조정	5	-29	-10	10	-42	-10	5	67	-50	-23	20	-41
세전계속사업이익	-17.3	-26	91	-183	107.5	99	63	123	-330	-135	392	352
순이익	-23	-15	55	-215	67	62	39	77	-359	-197	246	271
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	61	39	76	-363	-199	242	265
(% y-y)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-29.2	흑전	적전	적지	흑전	9.7
이익률 (%)												
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.1	10.4	12.5	8.1	9.3	10.9	11.2
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.9	3.8	5.3	1.0	2.5	4.1	4.2
순이익률	-0.9	-0.5	2.0	-8.0	2.5	2.1	1.4	2.7	-3.6	-1.8	2.2	2.3
지배주주순이익률	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	2.1	1.4	2.7	-3.6	-1.8	2.2	2.2

자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,999	10,884	11,241	11,792	12,399
매출원가	9,187	9,874	10,017	10,474	10,992
매출총이익	812	1,010	1,224	1,318	1,407
(매출총이익률, %)	8.1	9.3	10.9	11.2	11.3
판매 및 일반관리비	717	740	760	820	849
영업이익	96	270	464	499	558
(영업이익률, %)	1.0	2.5	4.1	4.2	4.5
영업외손익	-435	-405	-72	-147	-137
금융수익	189	223	28	37	54
금융비용	470	338	197	179	179
지분법손익	13	11	0	0	0
기타	-167	-301	97	-6	-12
세전이익	-339	-135	392	352	421
법인세	20	62	146	81	97
(법인세율, %)	-5.8	-46.3	37.2	23.0	23.0
계속사업이익	-349	-197	246	271	324
중단사업이익	-9	0	0	0	0
순이익	-359	-197	246	271	324
(순이익률, %)	-3.6	-1.8	2.2	2.3	2.6
지배주주순이익	-363	-199	241	265	318
비지배주주순이익	5	1	5	5	6
EBITDA	747	1,012	1,110	1,066	1,060
(EBITDA 이익률, %)	7.5	9.3	9.9	9.0	8.6
EPS (지배주주)	-594	-257	235	259	310
EPS (연결기준)	-587	-255	240	264	316
수정 EPS (원)*	-594	-257	235	259	310

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	569	112	867	799	784
당기순이익	-359	-197	246	271	324
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,208	1,318	955	783	718
유형자산 감가상각비	443	503	446	400	362
무형자산 상각비	208	239	200	168	140
기타	557	576	309	216	216
영업활동 자산부채 변동	31	-700	-25	-38	-42
투자활동에서의 현금흐름	-733	-547	-200	-201	-201
유형자산 증감	-372	-244	-200	-200	-200
장단기금융자산의 증감	-0	8	-0	-1	-1
기타	-360	-311	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	651	1	-655	0	-102
차입금의 증가(감소)	529	-850	-655	0	0
자본금의 증가(감소)	599	978	-0	0	0
배당금	-46	-2	0	0	-103
기타	-431	-126	0	0	0
현금증감	568	-422	8	594	476
기초현금	779	1,346	925	933	1,527
기말현금	1,346	925	933	1,527	2,003
Gross cash flow	850	1,121	1,201	1,054	1,043
Free cash flow	184	-181	667	599	584

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,439	4,413	4,535	5,305	5,974
현금 및 현금등가물	1,346	925	933	1,527	2,002
매출채권	1,259	1,437	1,484	1,557	1,637
재고자산	1,241	1,405	1,451	1,522	1,600
기타	592	646	667	699	734
비유동자산	6,181	6,080	5,637	5,276	4,980
투자자산	113	111	114	120	126
유형자산	2,864	2,724	2,479	2,279	2,117
무형자산	2,351	2,185	1,984	1,817	1,677
기타	853	1,060	1,060	1,060	1,060
자산총계	10,620	10,492	10,172	10,581	10,954
유동부채	5,034	3,985	3,402	3,515	3,639
매입채무	1,354	1,205	1,244	1,305	1,373
단기차입금	1,902	1,008	1,108	1,108	1,108
기타 유동부채	1,778	1,772	1,050	1,101	1,158
비유동부채	2,588	2,594	2,611	2,636	2,664
사채 및 장기차입금	1,704	1,545	1,545	1,545	1,545
기타 비유동부채	884	1,050	1,066	1,091	1,119
부채총계	7,622	6,579	6,013	6,151	6,302
지배주주지분	2,853	3,768	4,009	4,274	4,490
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,762	2,027	2,242
기타	523	640	640	640	640
비지배주주지분	145	145	150	156	162
자본총계	2,999	3,913	4,159	4,430	4,652
순부채	3,358	2,937	2,274	1,680	1,205

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	5.0	8.9	3.3	4.9	5.1
영업이익	-66.3	183.0	71.7	7.4	11.9
순이익	적전	적지	흑전	9.9	19.8
수정 EPS**	적전	적지	흑전	9.9	19.8
주당지표					
EPS (지배주주)	-594	-257	235	259	310
EPS (연결기준)	-587	-255	240	264	316
수정 EPS**	-594	-257	235	259	310
BPS	3,697	3,671	3,907	4,165	4,375
DPS (보통주)	0	0	0	100	100
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	15.1	13.8	11.5
P/B***	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	5.0	5.5	5.2	4.7
비율					
ROE (%)	-13.9	-6.0	6.2	6.4	7.3
ROA (%)	-3.6	-1.9	2.4	2.6	3.0
ROIC (%)	1.6	5.8	4.2	5.9	6.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	38.7	32.3
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	2.8	2.8
순부채비율 (%)	112.0	75.1	54.7	37.9	25.9
이자보상배율 (배)	0.4	1.1	2.4	2.8	3.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 26일 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 당사에 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	2024/2/15	8/9	11/14	2025/5/9	9/25	10/30	11/14	2026/4/30	6/29
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
TP (원)	6507	4648	4183	3718	2789	3718	3718	4000	5000
과리율 (평균)	-24.54	-19.82	-10.70	-17.47	17.07	10.12	0.73	19.62	
과리율 (최대or최소)	-7.29	-13.81	6.00	-5.12	1.65	4.63	-24.69	-11.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외	NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하	UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.3.31. 기준
매수(85.2%)·중립(14.8%)·매도(0%)

Samsung Securities

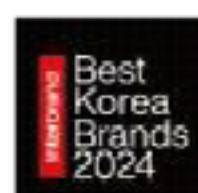
삼성증권

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