



한온시스템 (018880)

2Q 물량 증가와 믹스 개선 지속, 저전력/고효율 솔루션 확장 기대

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(유지): 5,100원

현재 주가(7/16)	3,490원
상승여력	▲46.1%
시가총액	35,817억원
발행주식수	1,026,263천주
52 주 최고가 / 최저가	5,730 / 2,800원
90 일 일평균 거래대금	1,236.43억원
외국인 지분율	6.8%

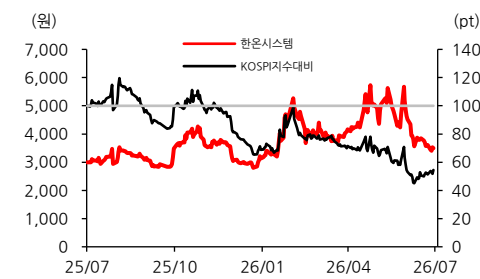
주주 구성	
한국타이어엔테크놀로지 (외)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%
한온시스템우리사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-32.8	-14.6	11.5	18.4
상대수익률(KOSPI)	-10.9	-24.1	-29.4	-95.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,999	10,884	11,399	12,005
영업이익	96	270	430	478
EBITDA	747	1,012	1,161	1,152
지배주주순이익	-363	-199	302	322
EPS	-471	-193	294	314
순차입금	3,358	2,937	2,356	1,624
PER	-7.4	-18.0	11.9	11.1
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.3	6.4	5.1	4.5
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-13.9	-6.0	7.8	7.8

주가 추이



2Q 매출액/영업이익 시장 기대치 부합 전망

2Q 동사 매출액은 2,973억원(+4.1 이하 YoY) 기록 전망하며, 영업이익은 1,083억원으로 전년 동기 대비 68.4% 증가 전망. 글로벌 수요 둔화와 북미 IRA 보조금 종료 속에서도 지역별 xEV 판매 확대에 따른 매출 성장세 기대 하며, 특히 유럽에서의 높은 전기차 수요 증가세 지속과 주요 고객사인 VW, BMW 및 메르세데스 2Q 전동화 물량 증가가 동사의 매출 성장에 기여할 것으로 전망.

영업이익은 원자재 가격 상승 영향과 4Q24부터 진행된 R&D비용 자산화 비중 축소 등 경영 정상화 방침에 따른 비용 구조적 증가 지속에도 완가절감 (재료비/물류비/인건비) 활동 및 운영 효율화 성과가 안정적으로 유지되고 있어 2Q OPM 3.6%(+1.3%p)로 수익성 개선세가 지속될 것으로 기대.

유럽 BEV 성장 수혜, 북미는 HEV 중심 신차 효과 기대

연결 기준 전사 매출의 35% 이상을 차지하는 유럽에서의 강한 전동화 업황 개선세가 2Q에도 지속되면서 동사의 통합 열관리 매출 확대를 통한 수익 턴 어라운드 기조는 견조할 전망. 특히 BMW의 iX 시리즈와 Mercedes CLA 등 프리미엄 모델향 매출 증가는 제품 믹스 개선에 기여 예상.

미주의 경우는 미국 수요 둔화, IRA 보조금 종료 영향으로 2Q까지 주요 고객사 물량 감소 영향이 지속되었으나, 현지에서 45% 이상의 매출 비중을 나타내는 현대차/기아 HEV 물량 확대가 감소 영향을 완화하겠으며, 하반기에는 신차 확대를 통한 점진적 매출 증가세로의 전환 전망.

저전력/고효율 솔루션 확장성에 대한 기대, TP 5,100원 유지

운영 효율화 및 재무 건전성 개선 성과가 지속적으로 확인되면서 이제 동사에 대한 투자 관점은 열관리 솔루션 사업 확장성 여부에 주목하는 방향으로 전환. 기존 전기차 수요 확대 수혜에 집중했다면, 이제는 Lv2+ 자율주행 등 SDV 전환 및 AI 연산 증가에 따른 모빌리티 디바이스에 대한 '에너지 효율' 필수 기술로서 열관리 솔루션 적용 확대를 기대. 가장 근시일 내 확인될 모델은 HMG 볼륨 BEV 모델에 대한 eM 플랫폼 수주 여부로 연 내 확인될 예정이며, 이는 SDV 차종으로의 동사 사업 확대 여부를 결정할 전망.

중장기 측면에서는 로보틱스 등 엣지 디바이스를 비롯하여 ESS, AI 데이터센터 등 AI 전력 관리 솔루션으로 히트펌프의 역할 확대에 주목. 동사는 지난 6월 중장기 전략 방향으로 차량 열관리 솔루션을 AI 데이터센터 냉각 솔루션으로 확장할 계획 제시. 동사 12M FWD BPS에 3개년 12M FWD PBR 평균(1.3배) 적용하여 목표주가 5,100원 유지

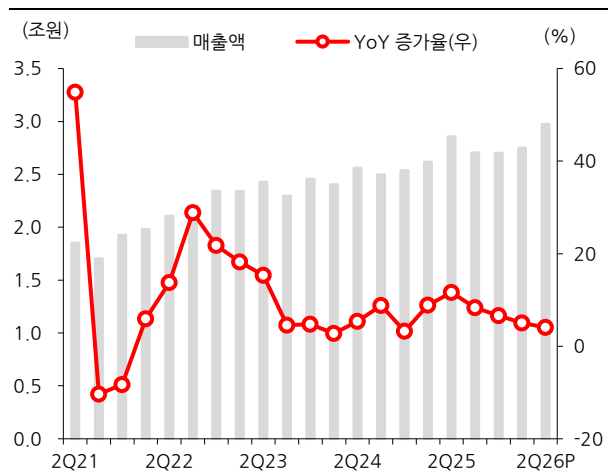
[표1] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,974	2,785	2,891	10,884	11,399	12,005
% YoY	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	4.1	2.9	7.0	8.9	4.7	5.3
유럽	822	907	809	850	952	1,056	919	949	3,388	3,876	4,218
% YoY	7.1	17.4	7.2	8.4	15.9	16.3	13.6	11.7	10.0	14.4	8.8
미주	793	848	817	797	733	802	828	831	3,255	3,194	3,470
% YoY	19.1	14.6	6.5	7.3	-7.6	-5.4	1.3	4.2	11.6	-1.9	8.7
한국	688	781	752	722	739	787	701	766	2,944	2,994	2,914
% YoY	3.7	6.0	18.5	-0.4	7.3	0.7	-6.8	6.1	6.6	1.7	-2.7
중국	123	126	130	139	123	123	127	138	519	510	501
% YoY	-7.0	-11.8	-8.9	-5.3	-0.2	-2.9	-2.3	-1.1	-8.2	-1.6	-1.9
기타	191	195	198	194	202	207	210	207	778	825	903
% YoY	7.4	17.3	0.0	41.8	5.5	6.0	6.4	6.4	14.6	6.1	9.3
매출총이익	190.1	254.1	287.7	278.1	288.0	313.8	298.7	311.8	1,010	1,212	1,299
% YoY	-13.6	9.1	14.2	158.9	51.5	23.5	3.8	12.1	24.3	20.0	7.1
영업이익	21	64	95	90	97	108	109	115	270	430	478
% YoY	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	361.0	68.4	14.3	28.5	183.0	58.9	11.3
세전이익	-17	-26	91	-183	107	97	109	104	-135	417	445
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	20.2	흑전	적지	흑전	6.6
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	73	83	79	-199	302	322
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	52.3	흑전	적지	흑전	6.7
GPM	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.6	10.7	10.8	9.3	10.6	10.8
OPM	0.8	2.3	3.5	3.3	3.5	3.6	3.9	4.0	2.5	3.8	4.0
NPM	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	2.5	3.0	2.7	-1.8	2.7	2.7

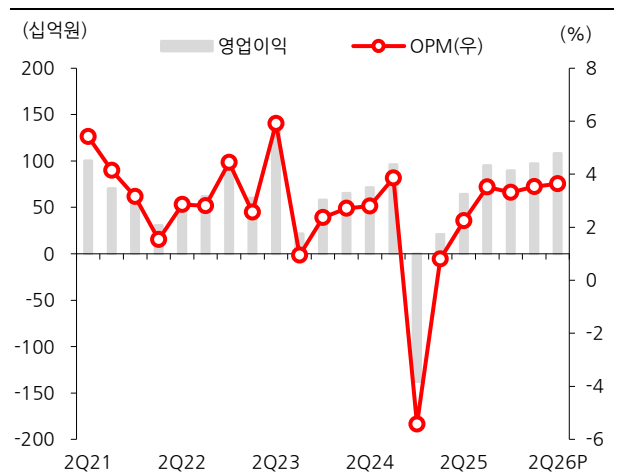
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



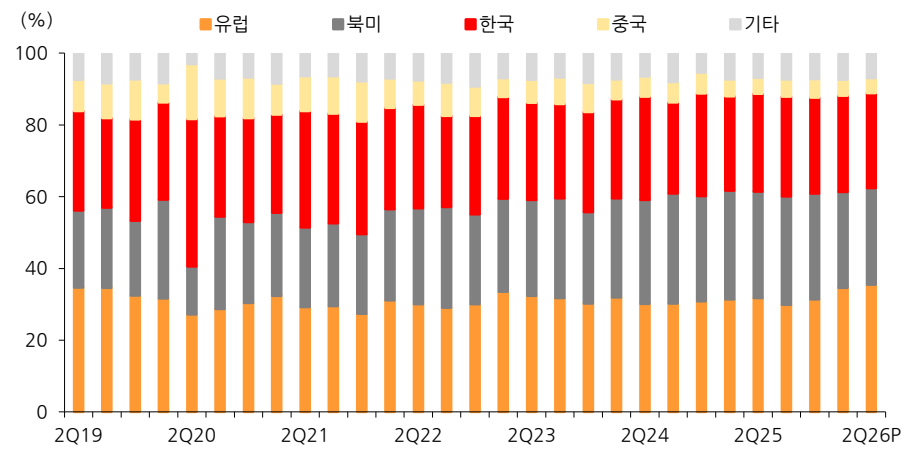
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 지역별 매출 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (26/5/4)	변동 (26/7/20)	변동률	설명
매출액(FY1)	11,395	11,399	0.0	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	433	430	-0.8	
BPS(FY1)	3,855	3,855	-0.9	
BPS(12M FWD)	3,958	4,025	1.7	
Target PBR	1.30	1.30	-	동사 최근 3년 12MFWD PBR 평균 적용 - 발레오, 보그워너, 덴소 등 열관리 솔루션 주요 공급업체 Multiple 추이 고려
목표주가	5,100	5,100	-	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,884	11,399	12,005
매출총이익	910	812	1,010	1,212	1,299
영업이익	284	96	270	430	478
EBITDA	882	747	1,012	1,161	1,152
순이자손익	-157	-231	-204	-132	-114
외화관련손익	64	79	54	53	14
지분법손익	12	13	11	15	15
세전계속사업손익	151	-330	-135	417	445
당기순이익	59	-359	-197	306	326
지배주주순이익	51	-363	-199	302	322
증가율(%)					
매출액	10.4	5.0	8.9	4.7	5.3
영업이익	10.5	-66.3	183.0	58.9	11.3
EBITDA	8.3	-15.3	35.6	14.7	-0.7
순이익	120.2	적전	적지	흑전	6.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	8.1	9.3	10.6	10.8
영업이익률	3.0	1.0	2.5	3.8	4.0
EBITDA 이익률	9.3	7.5	9.3	10.2	9.6
세전이익률	1.6	-3.3	-1.2	3.7	3.7
순이익률	0.6	-3.6	-1.8	2.7	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	517	569	112	824	1,092
당기순이익	59	-359	-197	306	326
자산상각비	598	651	742	731	674
운전자본증감	-194	31	-700	311	89
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	112	-132
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-122	85	-82
매입채무 증가(감소)	28	-221	-126	150	211
투자현금흐름	-677	-733	-547	-388	-380
유형자산처분(취득)	-416	-372	-244	-188	-187
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-187	-139	-142
투자자산 감소(증가)	24	1	10	-22	-20
재무현금흐름	-480	651	1	-401	-243
차입금의 증가(감소)	-295	98	-976	-401	-243
자본의 증가(감소)	-185	552	979	0	0
배당금의 지급	-185	-46	0	0	0
총현금흐름	954	850	1,121	514	1,003
(-)운전자본증가(감소)	75	-170	637	-169	-89
(-)설비투자	481	386	293	190	187
(+)자산매각	-252	-334	-138	-137	-142
Free Cash Flow	146	300	53	356	763
(-)기타투자	87	153	189	-103	31
잉여현금	59	147	-136	458	732
NOPLAT	124	69	196	315	351
(+) Dep	598	651	742	731	674
(-)운전자본투자	75	-170	637	-169	-89
(-)Capex	481	386	293	190	187
OpFCF	167	505	8	1,025	927

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,413	4,530	5,249
현금성자산	795	1,357	928	997	1,486
매출채권	1,288	1,349	1,562	1,647	1,780
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,362	1,444
비유동자산	5,548	6,181	6,080	5,898	5,599
투자자산	705	966	1,171	1,229	1,275
유형자산	2,716	2,864	2,724	2,539	2,296
무형자산	2,126	2,351	2,185	2,130	2,028
자산총계	9,244	10,620	10,492	10,428	10,848
유동부채	3,576	5,034	3,985	4,398	4,573
매입채무	1,906	2,196	1,884	2,059	2,270
유동성이자부채	1,476	2,584	1,769	1,965	1,820
비유동부채	3,160	2,588	2,594	1,925	1,849
비유동이자부채	2,710	2,131	2,097	1,388	1,290
부채총계	6,736	7,622	6,579	6,323	6,422
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	2,103	1,702	1,521	1,825	2,147
자본조정	238	523	640	524	524
자기주식	-1	-1	0	0	0
자본총계	2,508	2,999	3,913	4,104	4,427

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	84	-471	-193	294	314
BPS	4,443	4,204	3,671	3,855	4,169
DPS	278	0	0	0	0
CFPS	1,571	1,101	1,092	500	977
ROA(%)	0.6	-3.7	-1.9	2.9	3.0
ROE(%)	2.2	-13.9	-6.0	7.8	7.8
ROIC(%)	2.3	1.1	3.0	4.8	5.7
Multiples(x, %)					
PER	41.6	-7.4	-18.0	11.9	11.1
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.2	3.2	3.2	7.0	3.6
EV/EBITDA	7.9	9.3	6.4	5.1	4.5
배당수익률	8.0	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	268.5	254.2	168.1	154.1	145.1
Net debt/Equity	135.2	112.0	75.1	57.4	36.7
Net debt/EBITDA	384.5	449.7	290.2	203.0	141.0
유동비율	103.4	88.2	110.7	103.0	114.8
이자보상배율(배)	1.5	0.4	1.1	2.6	3.1
자산구조(%)					
투자자본	79.5	72.9	76.3	74.1	68.3
현금+투자자산	20.5	27.1	23.7	25.9	31.7
자본구조(%)					
차입금	62.5	61.1	49.7	45.0	41.3
자기자본	37.5	38.9	50.3	55.0	58.7

[Compliance Notice]

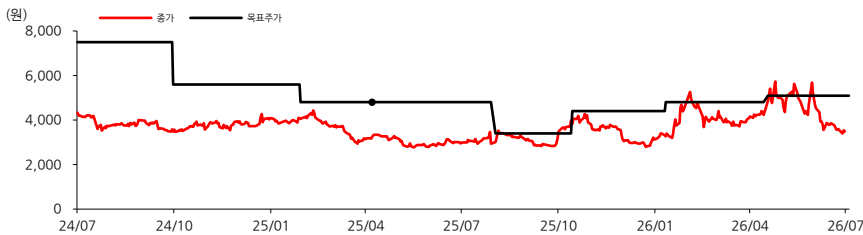
(공표일: 2026년 7월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려져 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.08.09	2024.10.02	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격		7,500	7,500	5,600	5,600	4,800
일 시	2025.08.18	2025.10.30	2026.01.27	2026.05.04	2026.07.20	
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	
목표가격	3,400	4,400	4,800	5,100	5,100	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.16	Buy	5,600	-31.75	-23.64
2025.02.14	Hold	4,800	-31.94	-7.63
2025.08.18	Hold	3,400	-4.88	16.62
2025.10.30	Hold	4,400	-21.02	-2.93
2026.01.27	Buy	4,800	-15.33	9.79
2026.05.04	Buy	5,100		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%