

한온시스템 (018880)

2Q26F Pre: 수익성 개선 방향성 확인 구간

2Q26 매출 3조, 영업이익 1,390억 추정

영업이익 추정치 1,390억 (컨센서스 1,120억 대비 +24%, OPM 4.6%) 추정의 근거는 1) 1분기 대비 11% 매출 상승으로 인한 고정비 부담 감소, 2) 2분기 호조를 보인 주요 고객사의 전기차 판매량과 이에 따른 고수익성 매출인식, 3) 전분기 대비 원화 약세로 인한 환차익 등이며 유기적 손익 개선의 방향성을 검증할 수 있는 상황에 놓여 있음.

OPM 개선의 출처는 Mercedes향 매출 비중 상승

동사의 열관리 시스템을 탑재하는 Mercedes의 2세대 EV 플랫폼 기반 주요 모델 (CLA, GLB, GLC)의 판매량 호조가 지속되며, 상승하는 대당 매출이 2Q26 및 향후 전사 OPM 개선의 출처가 될 것. 3개의 주요 모델의 판매량은 4-5월 합산치가 1Q26 전체 판매량을 초과한 상황이며, GLB와 GLC의 경우 1Q26 출시되어 하반기 신차효과 또한 발생 가능.

여전히 재무와 오버행 부담은 존재

2대주주 한앤코 (14.3% 보유)의 풋옵션 및 잔여물량에 대한 부담과 차환발행시 이자비용의 증가는 여전히 동사의 수익성 개선세와 별개로 주가 관점에서 리스크. 27년 1월 행사가능일 도래하는 풋옵션 (5.7%)의 행사단가 5,200원은 목표주가 대비 높지만, 잔여지분 (8.6%)의 매도에 대한 압박이 더 클 것. 올해 6월, 9월 도래하는 합산 3,700억 수준의 차환발행으로 이자율 2% 상승 가정 시 연간 74억 수준의 이자비용 가중되나 영업이익 기반 지속적 상황으로 순이익 성장 자체는 가능할 것.

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 4,300원으로 소폭 상향

중립의견 이후 주가 하향이 지속되어 저점매수 구간에 도달했다 판단해 투자의견 BUY로 상향. Target P/B multiple 또한 0.95x에서 1.0x로 상향. 획기적인 리레이팅 요소의 발굴보다는 수익성 개선에 대한 가시성 확대와 밸류에이션 기반 상승여력이 확보된 상황.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (U)

목표주가 **4,300원 (U)**

직전 목표주가 **4,200원**

현재주가 (07/22) **3,535원**

상승여력 **22%**

시가총액	36,278억원
총발행주식수	1,026,262,552주
60일 평균 거래대금	1,223억원
60일 평균 거래량	24,326,117주
52주 고/저	5,730원 / 2,800원
외인지분율	6.85%
배당수익률	0.00%
주요주주	한국타이어엔테크놀로지 외 9 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(18.7)	(15.3)	17.9
상대	9.0	(20.1)	(45.0)
절대 (달러환산)	(15.6)	(15.6)	10.6

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,046	6.6	10.8	2,957	3.0
영업이익	139	115.8	42.8	112	24.4
세전계속사업이익	81	흑전	-24.2	89	-8.9
지배순이익	61	흑전	-7.7	60	1.9
영업이익률 (%)	4.6	+2.4 %pt	+1.1 %pt	3.8	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	2.0	흑전	-0.4 %pt	2.0	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	9,999	10,884	11,583	12,284
영업이익	96	270	463	590
지배순이익	-363	-199	155	247
PER	-7.3	-12.5	15.5	14.7
PBR	1.2	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	5.5	5.2	4.7
ROE	-13.9	-6.0	4.0	5.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

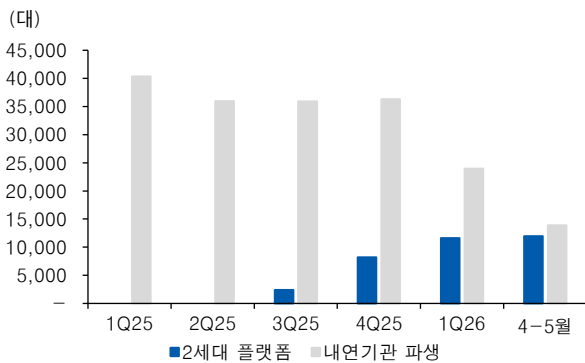
한온시스템: 분기별 및 연간 실적 예상

(단위: 십억원)

매출	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
한국	689	781	752	722	739	820	790	743	2,945	3,092	3,154
중국	313	316	311	323	323	332	326	345	1,263	1,326	1,392
미국	682	718	703	698	669	747	780	745	2,800	2,940	3,176
유럽	933	1,043	940	960	1,018	1,147	1,034	1,026	3,876	4,225	4,562
계	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	3,046	2,930	2,859	10,884	11,583	12,284
매출원가	2,427	2,604	2,418	2,424	2,460	2,697	2,608	2,554	9,874	10,320	10,872
판매비	169	190	192	188	191	210	200	198	740	799	823
영업이익	21	64	95	90	97	139	122	106	270	463	590
영업이익률	0.8%	2.3%	3.5%	3.3%	3.5%	4.6%	4.2%	3.7%	2.5%	4.0%	4.8%

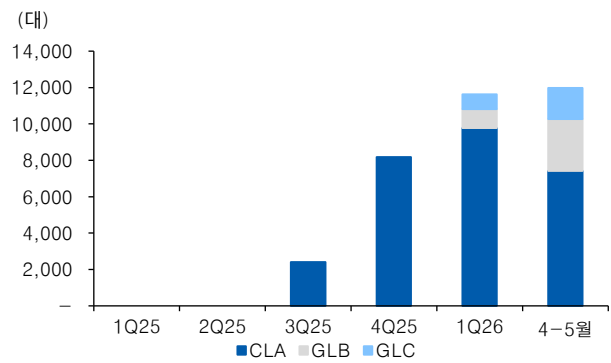
자료: 유안타증권 리서치센터

4-5월 Mercedes의 2세대 플랫폼 기반 주력모델의 판매량은 1분기를 넘어섬



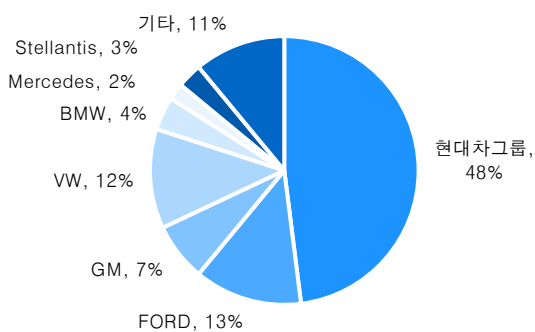
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

GLB와 GLC 모델의 경우 하반기 신차효과 지속 확대 가능



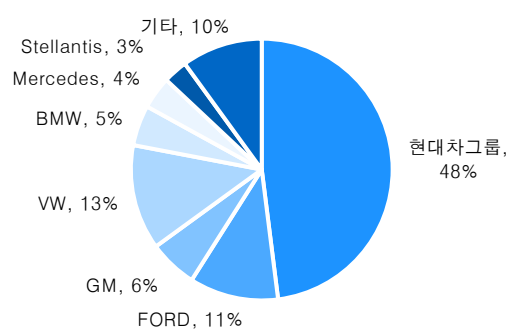
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

FY25 기준 고객사별 매출비중에서 유럽 OEM의 기여도는 상대적으로 저조했으나



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

1Q26 기준 Mercedes 4%로 증가, 하반기 고수익성 매출기여 추가상승 가능



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

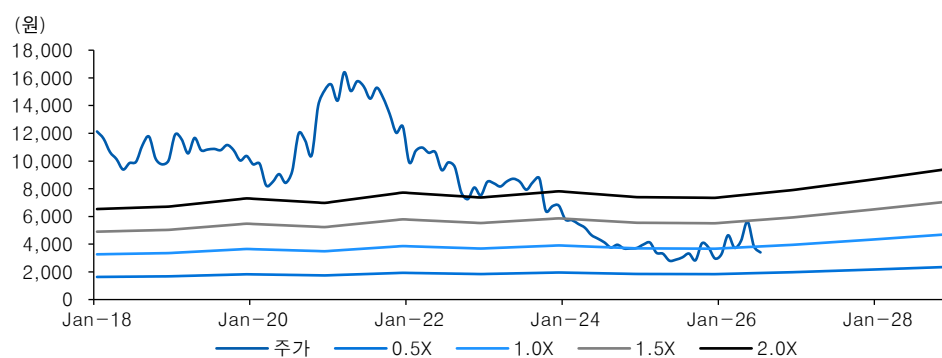
한온시스템: 밸류에이션 및 목표주가

(단위: 억원)

	FY26F	FY27F	FY28F
BPS	3,954	4,325	4,719
3개년 평균 BPS			4,333
Target P/B multiple			1
목표주가			4,300

자료: 유안타증권 리서치센터

한온시스템: P/B 밴드 차트



자료: 유안타증권 리서치센터, 에프앤가이드 Quantwise

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,583	12,284	13,036
매출원가	9,187	9,874	10,320	10,872	11,563
매출총이익	812	1,010	1,263	1,413	1,473
판매비	717	740	799	823	860
영업이익	96	270	463	590	613
EBITDA	747	1,012	1,208	1,347	1,380
영업외손익	-425	-405	-252	-254	-246
외환관련손익	79	54	50	40	40
이자손익	-231	-204	-120	-111	-104
관계기업관련손익	13	11	11	11	11
기타	-286	-266	-193	-193	-193
법인세비용차감전순이익	-330	-135	211	336	366
법인세비용	20	62	57	91	99
계속사업순이익	-349	-197	154	245	268
중단사업순이익	-9	0	0	0	0
당기순이익	-359	-197	154	245	268
지배지분순이익	-363	-199	155	247	269
포괄순이익	-60	-63	288	380	402
지배지분포괄이익	-80	-65	297	391	413

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	569	112	1,134	1,116	1,285
당기순이익	-359	-197	154	245	268
감가상각비	443	503	492	493	495
외환손익	-62	-107	-50	-40	-40
중속, 관계기업관련손익	-13	-11	-11	-11	-11
자산부채의 증감	31	-700	-137	-269	-133
기타현금흐름	529	624	686	697	706
투자활동 현금흐름	-733	-547	-797	-1,010	-1,009
투자자산	0	7	-5	-5	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-386	-293	-311	-525	-525
유형자산 감소	13	49	0	0	0
기타현금흐름	-360	-310	-481	-480	-476
재무활동 현금흐름	651	1	-325	-525	-125
단기차입금	1,068	-1,031	-100	-300	0
사채 및 장기차입금	-539	181	-100	-100	0
자본	599	978	0	0	0
현금배당	-46	-2	0	0	0
기타현금흐름	-431	-126	-126	-126	-126
연결범위변동 등 기타	81	12	152	40	186
현금의 증감	568	-422	164	-379	337
기초 현금	779	1,346	925	1,088	709
기말 현금	1,346	925	1,088	709	1,047
NOPLAT	101	396	463	590	613
FCF	184	-181	823	591	760

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

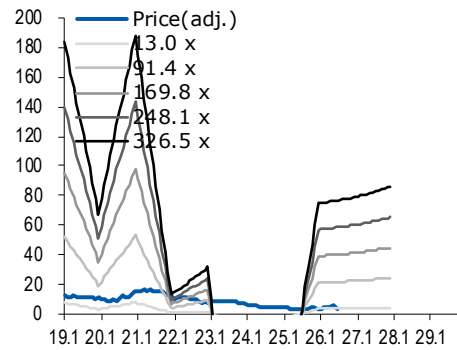
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,439	4,413	4,519	4,232	4,673
현금및현금성자산	1,346	925	1,088	709	1,047
매출채권 및 기타채권	1,349	1,562	1,662	1,741	1,848
재고자산	1,241	1,405	1,278	1,214	1,178
비유동자산	6,181	6,080	6,007	6,134	6,249
유형자산	2,864	2,724	2,544	2,575	2,606
관계기업 등 자본관련 자산	95	99	106	112	119
기타투자자산	18	11	10	9	10
자산총계	10,620	10,492	10,526	10,366	10,922
유동부채	5,034	3,985	3,698	3,126	3,246
매입채무 및 기타채무	2,196	1,884	1,807	1,651	1,752
단기차입금	1,902	1,008	908	608	608
유동성장기부채	540	755	655	555	555
비유동부채	2,588	2,594	2,626	2,658	2,693
장기차입금	366	891	891	891	891
사채	1,338	654	654	654	654
부채총계	7,622	6,579	6,325	5,785	5,939
지배지분	2,853	3,768	4,057	4,438	4,842
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,676	1,923	2,192
비지배지분	145	145	144	143	141
자본총계	2,999	3,913	4,201	4,581	4,983
순차입금	3,345	2,925	2,562	2,542	2,204
총차입금	4,715	3,866	3,666	3,266	3,267

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-676	-293	228	241	262
BPS	4,205	5,552	3,954	4,325	4,719
EBITDAPS	1,390	1,491	1,779	1,312	1,345
SPS	18,607	16,035	17,065	11,970	12,702
DPS	0	0	0	0	0
PER	-7.3	-12.5	15.5	14.7	13.5
PBR	1.2	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.2	5.5	5.2	4.7	4.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	5.0	8.9	6.4	6.1	6.1
영업이익 증가율 (%)	-66.3	183.0	71.4	27.3	3.9
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	59.3	9.0
매출총이익률 (%)	8.1	9.3	10.9	11.5	11.3
영업이익률 (%)	1.0	2.5	4.0	4.8	4.7
지배순이익률 (%)	-3.6	-1.8	1.3	2.0	2.1
EBITDA 마진 (%)	7.5	9.3	10.4	11.0	10.6
ROIC	1.8	6.6	5.8	7.1	7.1
ROA	-3.7	-1.9	1.5	2.4	2.5
ROE	-13.9	-6.0	4.0	5.8	5.8
부채비율 (%)	254.2	168.1	150.5	126.3	119.2
순차입금/자기자본 (%)	117.2	77.6	63.1	57.3	45.5
영업이익/금융비용 (배)	0.4	1.1	3.1	4.3	4.7

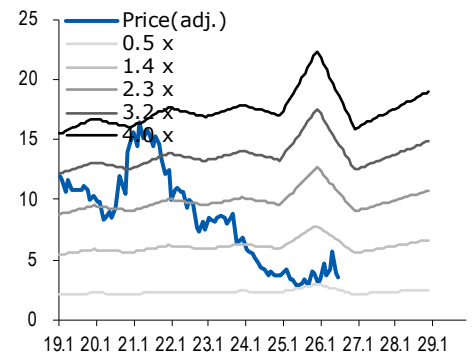
P/E band chart

(천원)

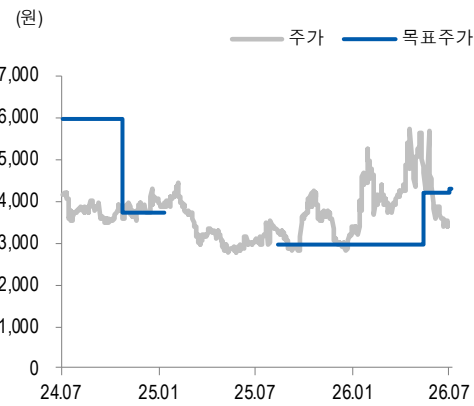


P/B band chart

(천원)



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-07-23	BUY	4,300	1년		
2026-06-05	HOLD	4,200	1년	-4.77	-19.40
2025-09-02	HOLD	2,975	1년	28.12	-5.87
	담당자변경				
2024-11-14	HOLD	3,718	1년	3.96	-4.75
2024-05-10	HOLD	5,949	1년	-31.34	-11.41

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	95.6
Hold(중립)	4.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-07-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.