



한온시스템 (018880)

유럽 BEV 중심 성장 견조, 북미 회복은 관건

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 5,100원

현재 주가(7/31)	3,305원
상승여력	▲54.3%
시가총액	33,918억원
발행주식수	1,026,263천주
52 주 최고가 / 최저가	5,730 / 2,800원
90 일 일평균 거래대금	1,162.9억원
외국인 지분율	6.9%

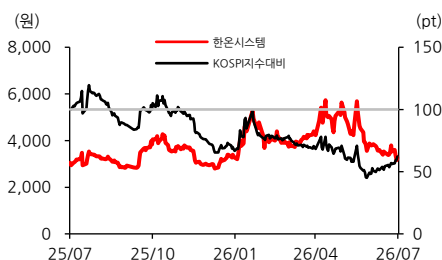
주주 구성	
한국타이어엔테크놀로지 (외)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%
한온시스템우리사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.8	-21.9	0.9	8.4
상대수익률(KOSPI)	8.4	-21.8	-25.3	-94.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,999	10,884	11,263	11,870
영업이익	96	270	416	473
EBITDA	747	1,012	1,146	1,143
지배주주순이익	-363	-199	312	330
EPS	-471	-193	304	322
순차입금	3,358	2,937	2,315	1,551
PER	-7.0	-17.1	10.9	10.3
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.0	6.3	5.0	4.3
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-13.9	-6.0	8.1	8.0

주가 추이



2Q 매출액과 영업이익 시장 기대치 하회

2Q 동사 매출액은 2,870억(+0.6 이하 YoY) 기록했고, 영업이익은 1,036억 원으로 전년 동기 대비 61.2% 증가. 주요 볼륨 고객인 현대차그룹, 포드, VW향 매출이 2Q에 둔화되면서 매출 성장이 시장 기대치를 하회. 그러나, 유럽에서는 전기차 수요 증가에 대응하며 전년 동기 대비 8.7% 증가한 9,862억원 기록하며 동사 2Q 매출을 견인. 특히, BMW(+19.1%)와 Mercedes(+33.0%) 등 유럽 프리미엄 고객사향 매출 증가가 견조. 영업이익은 원자재 가격 상승 영향과 R&D 비용 자산화 비중 축소(23%)에 따른 비용구조 상승에서도 원가절감(재료비/물류비/인건비) 활동 및 운영 효율화 지속되며 2Q OPM 3.6%(+1.3%p) 기록했고, 수익성 개선세 지속.

유럽 BEV 성장 견조, 북미 매출 성장 회복이 관건

2Q 유럽의 강한 전동화 업황 개선세 지속으로 동사 통합 열관리 매출 또한 유럽 중심으로 확대되었고 이는 하반기에도 지속 전망. 2Q 동사의 BMW와 Mercedes향 매출은 각각 전년 동기 대비 26.3%와 67.3%의 고성장 기록했으며, BMW의 Neue klasse iX3(+26% QoQ)와 Mercedes CLA(+24% QoQ) 등 지난해 하반기 출시된 프리미엄 모델의 유럽 판매 증가가 견조하게 나타나고 있어 하반기 동사 유럽 물량 증가와 믹스 개선에 기여 전망. 다만, 미주는 포드, GM 등 주요 고객사 프로그램 지연/취소 등으로 물량 감소 영향 지속에 대한 회복이 관건. IRA 보조금 종료 영향은 4Q부터 낮은 기저로 나타날 것이고 현지에서 45% 이상의 매출 비중을 나타내는 현대차/기아의 EV3 멕시코 하반기 생산과 셀토스, 스포티지 등 HEV 생산 확대에 따라 포드, GM 등 북미 볼륨 고객사 물량 감소 영향을 만회 기대.

저전력/고효율 솔루션 확장 준비도 본격화, TP 5,100원 유지

동사는 이번 2Q 실적발표를 통해 ESS와 AI데이터센터 열관리 솔루션으로의 사업 영역 확장 추진을 강조. AI 전력 인프라 확대에 있어 저전력/고효율 관리 중요성 증가에 따라 동사는 기존 열관리 솔루션 프로토타입 제공 및 솔루션 컨셉 관련 논의를 전력 인프라 업체들과 진행 중이라고 언급. 단기적으로 Lv2++ 자율주행 등 SDV 전환 및 AI 연산 증가에 따라 통합 열관리 솔루션으로서 기존 차량 내 공조/냉각수 시스템 적용 확대 전망. 가장 근시일 내 확인될 모멘텀은 HMG 볼륨 BEV 모델에 대한 eM 플랫폼 수주 여부로 연 내 확인될 예정. '28년 동사 12M FWD BPS(4,049원)에 발레오, 보그워너, 덴소 등 글로벌 주요 열관리 부품업체 12M FWD PBR 평균(1.27배) 적용한 목표주가 5,100원 유지

[표1] 한온시스템 2Q26 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	2Q25	1Q26	2Q26P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,858	2,748	2,875	2,974	2,957	0.6%	4.6%	-3.3	-2.8
영업이익	64.3	97.2	103.6	108.3	110.2	61.2	6.7	-4.3	-6.0
세전이익	-25.6	107.5	85.3	96.7	86.5	흑전	-20.6	-13.3	201.4
지배주주 순이익	-16.4	66.6	85.3	73.5	58.5	흑전	28.0	13.8	168.6
영업이익률	2.3	3.5	3.6	3.6	3.7	1.4	0.1	0.0	-0.1
순이익률(지배주주)	-0.6	2.4	3.0	2.5	2.0	3.5	0.5	0.5	1.0

자료: 한온시스템, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

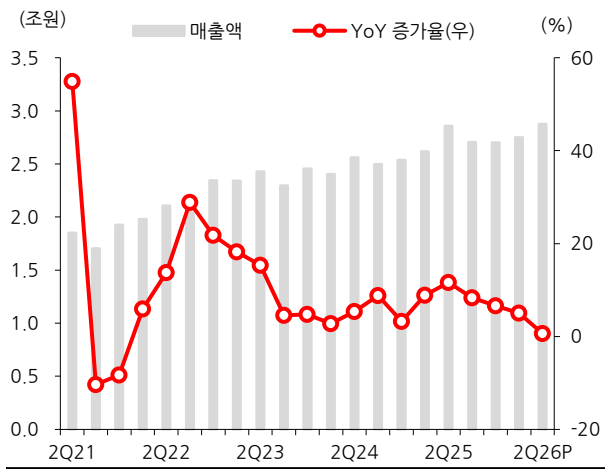
[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,759	2,880	10,884	11,263	11,870
% YoY	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	0.6	2.0	6.6	8.9	3.5	5.4
유럽	822	907	809	850	952	986	905	949	3,388	3,793	4,127
% YoY	7.1	17.4	7.2	8.4	15.9	8.7	11.9	11.7	10.0	12.0	8.8
미주	793	848	817	797	733	799	821	824	3,255	3,178	3,453
% YoY	19.1	14.6	6.5	7.3	-7.6	-5.7	0.5	3.4	11.6	-2.4	8.7
한국	688	781	752	722	739	768	701	766	2,944	2,974	2,914
% YoY	3.7	6.0	18.5	-0.4	7.3	-1.8	-6.8	6.1	6.6	1.0	-2.0
중국	123	126	130	139	123	118	121	134	519	495	477
% YoY	-7.0	-11.8	-8.9	-5.3	-0.2	-6.7	-6.9	-4.1	-8.2	-4.5	-3.7
기타	191	195	198	194	202	204	210	207	778	823	900
% YoY	7.4	17.3	0.0	41.8	5.5	4.6	6.4	6.4	14.6	5.8	9.4
매출총이익	190.1	254.1	287.7	278.1	288.0	312.2	289.8	321.5	1,010	1,212	1,316
% YoY	-13.6	9.1	14.2	158.9	51.5	22.9	0.8	15.6	24.3	20.0	8.6
영업이익	21	64	95	90	97	104	100	116	270	416	473
% YoY	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	361.0	61.2	4.9	28.8	183.0	54.0	13.5
세전이익	-17	-26	91	-183	107	85	99	103	-135	394	427
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	8.8	흑전	적지	흑전	8.2
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	85	79	81	-199	312	330
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	43.8	흑전	적지	흑전	5.8
GPM	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	10.5	11.2	9.3	10.8	11.1
OPM	0.8	2.3	3.5	3.3	3.5	3.6	3.6	4.0	2.5	3.7	4.0
NPM	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	3.0	2.8	2.8	-1.8	2.8	2.8

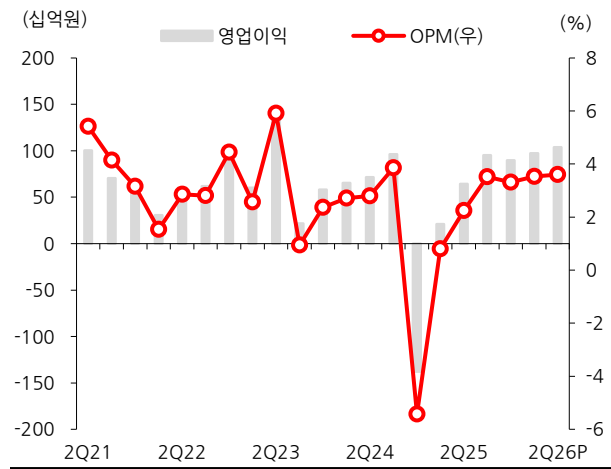
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



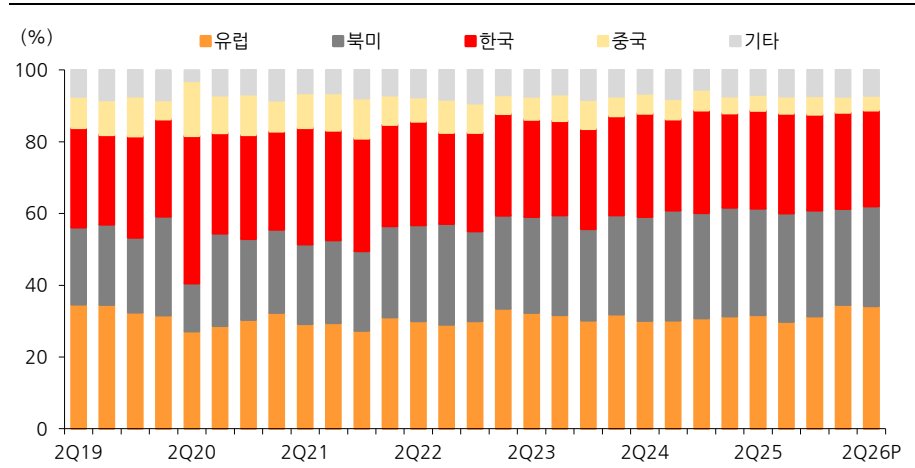
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



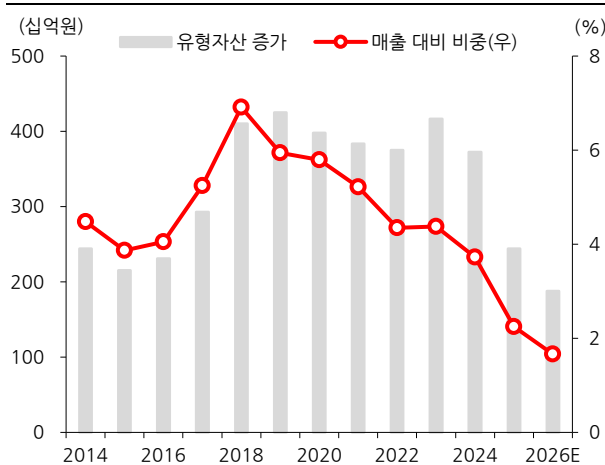
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 지역별 매출 비중



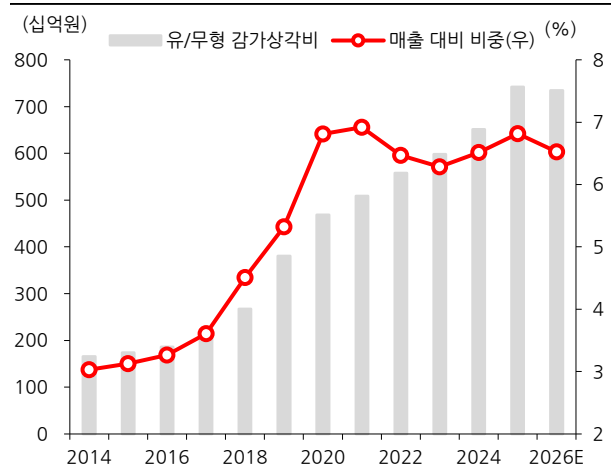
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 연도별 CAPEX 및 매출 대비 비중 추이/전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한온시스템 유/무형 감가상각비 및 매출 대비 비중 추이/전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

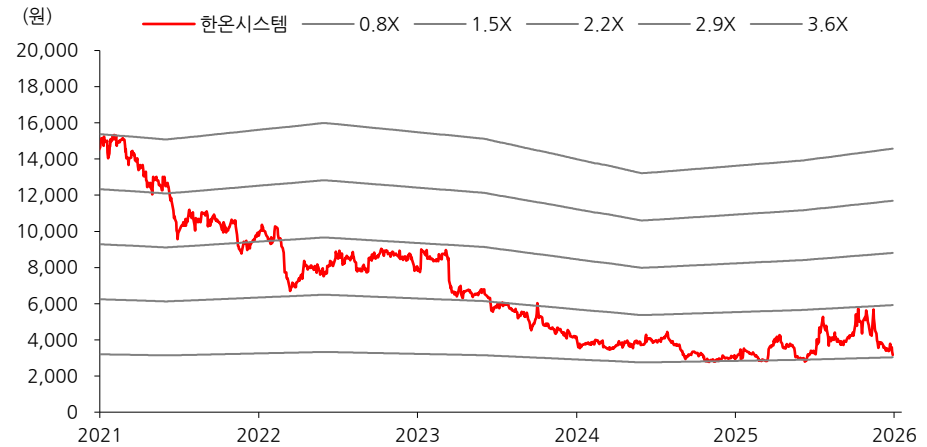
[표3] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (26/7/21)	변동 (26/8/3)	변동률	설명
매출액(FY1)	11,399	11,263	-1.2	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	430	416	-3.2	
BPS(FY1)	3,855	3,864	0.2	
BPS(12M FWD)	4,025	4,049	0.6	
Target PBR	1.27	1.27	-	글로벌 열관리 부품 주요업체 PBR 평균 반영 -발레오, 덴소, 보그워너
목표주가	5,100	5,100	-	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,884	11,263	11,870
매출총이익	910	812	1,010	1,212	1,316
영업이익	284	96	270	416	473
EBITDA	882	747	1,012	1,146	1,143
순이자손익	-157	-231	-204	-135	-120
외화관련손익	64	79	54	53	14
지분법손익	12	13	11	15	15
세전계속사업손익	151	-330	-135	394	427
당기순이익	59	-359	-197	315	333
지배주주순이익	51	-363	-199	312	330
증가율(%)					
매출액	10.4	5.0	8.9	3.5	5.4
영업이익	10.5	-66.3	183.0	54.0	13.5
EBITDA	8.3	-15.3	35.6	13.2	-0.3
순이익	120.2	적전	적지	흑전	5.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	8.1	9.3	10.8	11.1
영업이익률	3.0	1.0	2.5	3.7	4.0
EBITDA 이익률	9.3	7.5	9.3	10.2	9.6
세전이익률	1.6	-3.3	-1.2	3.5	3.6
순이익률	0.6	-3.6	-1.8	2.8	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	517	569	112	837	1,096
당기순이익	59	-359	-197	315	333
자산상각비	598	651	742	730	670
운전자본증감	-194	31	-700	314	90
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	119	-131
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-122	90	-81
매입채무 증가(감소)	28	-221	-126	143	209
투자현금흐름	-677	-733	-547	-359	-352
유형자산처분(취득)	-416	-372	-244	-188	-187
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-187	-110	-114
투자자산 감소(증가)	24	1	10	-22	-20
재무현금흐름	-480	651	1	-285	-205
차입금의 증가(감소)	-295	98	-976	-285	-205
자본의 증가(감소)	-185	552	979	0	0
배당금의 지급	-185	-46	0	0	0
총현금흐름	954	850	1,121	522	1,007
(-)운전자본증가(감소)	75	-170	637	-172	-90
(-)설비투자	481	386	293	190	187
(+)자산매각	-252	-334	-138	-108	-114
Free Cash Flow	146	300	53	397	795
(-)기타투자	87	153	189	-103	31
잉여현금	59	147	-136	499	764
NOPLAT	124	69	196	332	369
(+) Dep	598	651	742	730	670
(-)운전자본투자	75	-170	637	-172	-90
(-)Capex	481	386	293	190	187
OpFCF	167	505	8	1,044	941

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,413	4,675	5,463
현금성자산	795	1,357	928	1,154	1,713
매출채권	1,288	1,349	1,562	1,641	1,772
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,357	1,438
비유동자산	5,548	6,181	6,080	5,870	5,547
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	2,103	1,976
자산총계	9,244	10,620	10,492	10,545	11,010
유동부채	3,576	5,034	3,985	4,461	4,658
매입채무	1,906	2,196	1,884	2,052	2,260
유동성이자부채	1,476	2,584	1,769	2,036	1,915
비유동부채	3,160	2,588	2,594	1,970	1,908
비유동이자부채	2,710	2,131	2,097	1,432	1,349
부채총계	6,736	7,622	6,579	6,431	6,566
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	2,103	1,702	1,521	1,835	2,165
자본조정	238	523	640	524	524
자기주식	-1	-1	0	0	0
자본총계	2,508	2,999	3,913	4,114	4,444

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	84	-471	-193	304	322
BPS	4,443	4,204	3,671	3,864	4,186
DPS	278	0	0	0	0
CFPS	1,571	1,101	1,092	509	981
ROA(%)	0.6	-3.7	-1.9	3.0	3.1
ROE(%)	2.2	-13.9	-6.0	8.1	8.0
ROIC(%)	2.3	1.1	3.0	5.1	6.0
Multiples(x, %)					
PER	39.4	-7.0	-17.1	10.9	10.3
PBR	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.1	3.0	3.0	6.5	3.4
EV/EBITDA	7.7	9.0	6.3	5.0	4.3
배당수익률	8.4	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	268.5	254.2	168.1	156.3	147.8
Net debt/Equity	135.2	112.0	75.1	56.3	34.9
Net debt/EBITDA	384.5	449.7	290.2	202.0	135.7
유동비율	103.4	88.2	110.7	104.8	117.3
이자보상배율(배)	1.5	0.4	1.1	2.4	3.0
자산구조(%)					
투자자본	79.5	72.9	76.3	72.6	66.3
현금+투자자산	20.5	27.1	23.7	27.4	33.7
자본구조(%)					
차입금	62.5	61.1	49.7	45.7	42.3
자기자본	37.5	38.9	50.3	54.3	57.7

[Compliance Notice]

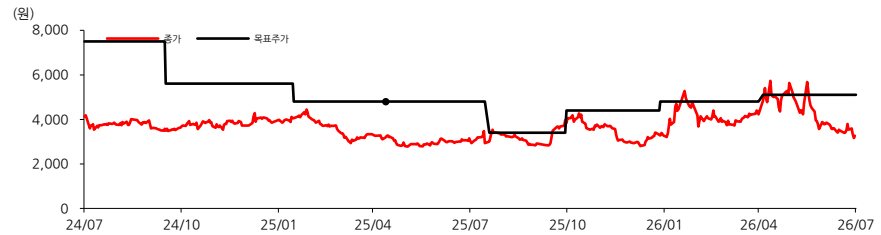
(공표일: 2026년 8월 3일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소지에 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	2026.08.03
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	3,400	4,400	4,800	5,100	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%