

자동차

한온시스템 018880

2Q26 Review: 분명한 체질 개선

Aug 3 2026

BUY

유지

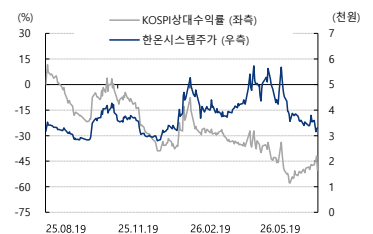
2Q26 Review: 수익성 회복 중**TP 5,200 원**

하향

Company Data

현재가(07/31)	3,305 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	5,730 원
52 주 최저가(보통주)	2,800 원
KOSPI (07/31)	6,595.45p
KOSDAQ (07/31)	719.76p
자본금	1,026 억원
시가총액	33,918 억원
발행주식수(보통주)	102,626 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	533.1 만주
평균거래대금(60 일)	186 억원
외국인지분(보통주)	6.78%
주요주주	
한국타이어엔테크놀로지 외 9인	51.09%
국민연금공단	5.30%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.8	0.9	8.4
상대주가	10.8	-20.1	-46.7

2분기 실적 매출액 2.9조원(YoY +0.6%), 영업이익 1,037억원(+61.2% YoY, OPM 3.6%)로 컨센서스(매출액 3.0조원, 영업이익 1,131억원) 대비 하회.

1분기 실적 호조 요인이 이어진 분기. xEV 비중 31%(+2%p QoQ) 및 유럽 프리미엄 고객사 확장(Mercedes +36% QoQ, BMW +19% QoQ)으로 인한 믹스개선과 고환율 수혜 반영. 프리미엄 고객사向 외형 증분 공동개발 신규 플랫폼 영향으로 믹스 개선 이어질 전망.

원가율 89.1%(-2.0%p YoY, -0.4%p QoQ)로 원재료가 상승 등 대외 변동성 확대에도 방어 가능했다는 점에서 일회성이 아닌 구조적 개선 이어지는 중. 전년도부터 이어진 재료비/운송비 등 비용체계 관리 및 운영 효율화, 관세 리커버리 효과로 인한 수익성 개선 영향. 판매비율은 7.3%(YoY +0.7%p, QoQ +0.4%p)로 소폭 상승했으나, R&D 자산화율 축소 정책에 따른 회계상 비용인식 확대 주요인. 24년 대비 연간 약 2,500~2,600억원의 상각비를 추가 인식하는 상황. 개발비 자산화율은 24년 60%에서 현재 22~23% 수준으로 하락.

상반기 누적 신규 수주 \$3.4억으로 연간 목표 \$13억 대비 부진. 다만, 현대차 그룹 차세대 플랫폼 등 주요 수주 일정 하반기 집중되어 있는 상황으로 하반기 확장 여부에 주목 필요.

가이던스 부합 가능, 수주 확장 여부에 주목 필요

26년 실적은 매출액 11.2조원(+2.5% YoY), 영업이익 4,405억원(+62.9% YoY, OPM 3.9%)으로 기존 가이던스와 유사한 수준 추정. 관세 리커버리·고객사 생산량 증가에 이어 비용 효율화 효과도 더해지며 하반기 수익성 개선 추세 지속될 전망. 지난 분기 언급됐던 데이터센터·ESS向 열관리 사업은 프로토타입 제공, RFQ 수령 등 협의가 본격화되는 단계. 데이터센터 내 모듈 단위로 기존 보유 기술을 활용한 프로토타입 납품 초기 논의가 진행 중으로, 여타 열관리 부품사들의 성공적 확장 사례 감안하면 하반기 중 기대 가능한 옵션.

수익성 개선, 신사업 기대감 반영해 투자 의견 BUY 유지하나, 업종 주가 하락과 수주 부진 고려해 Target EV/EBITDA 7.1x에서 6.1x로 조정, 목표주가를 5,200원으로 하향 조정.



[자동차, 전력기계] 김광식

6717-6669

20250021@iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

12월산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	9,999	10,884	11,161	11,773	12,432
YoY(%)	5.0	8.9	2.5	5.5	5.6
영업이익(십억원)	96	270	440	583	561
OP 마진(%)	1.0	2.5	3.9	5.0	4.5
순이익(십억원)	-359	-197	259	398	384
EPS(원)	-676	-257	254	390	377
YoY(%)	적전	적지	흑전	54.0	-3.4
PER(배)	-5.9	-11.5	13.0	8.5	8.8
PCR(배)	2.9	2.0	2.8	2.6	2.6
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.4	5.0	5.1	4.1	4.0
ROE(%)	-13.9	-6.0	6.7	9.5	8.4

[도표 1] 한온시스템 실적 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26(P)	3Q26(E)	4Q26(E)	FY25	FY26(E)	FY27(E)
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,781	2,757	10,884	11,161	11,773
Europe	822	907	839	806	945	938	894	893	3,534	3,670	3,929
Americas	793	848	812	813	764	799	809	793	3,219	3,165	3,334
Korea	688	781	731	738	709	742	741	727	2,884	2,919	3,112
China	123	126	122	129	124	155	137	161	484	576	626
Others	191	195	203	216	206	241	200	183	762	830	772
매출총이익	190	254	288	278	288	312	319	317	1,010	1,236	1,411
GPM	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	11.5	11.5	9.3	11.1	12.0
영업이익	21	64	95	90	97	104	119	120	270	440	583
OPM	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	4.3	4.4	2.5	3.9	5.0
세전이익	-17	-26	91	-183	107	116	85	-3	-135	304	484
세전이익률	-0.7	-0.9	3.4	-6.8	3.9	3.9	3.0	-0.1	-1.2	2.7	4.1
지배주주순이익	-23	-15	55	-215	67	86	65	41	-197	259	398
NPM	-0.9	-0.5	2.0	-8.0	2.4	2.9	2.3	1.6	-1.8	2.3	3.4
YoY											
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	0.6	2.8	2.0	8.9	2.5	5.5
Europe	7.1	17.4	11.2	2.9	15.0	3.4	6.6	-7.6	14.8	3.8	7.0
Americas	19.1	14.6	5.8	9.4	-3.7	-5.7	-0.3	3.4	10.4	-1.7	5.3
Korea	3.7	6.0	15.1	1.8	3.0	-5.1	1.4	6.5	4.4	1.2	6.6
China	-7.0	-11.8	-14.5	-12.0	0.5	22.4	12.3	43.0	-14.4	19.1	8.5
Others	7.4	17.3	2.8	57.9	7.9	23.5	-1.5	5.4	12.3	8.8	-7.0
매출총이익	-13.6	9.1	14.2	158.9	51.5	22.8	10.9	14.0	24.3	22.4	14.2
영업이익	-67.7	-10.2	-1.0	-165.2	361.2	61.0	25.2	34.3	183.0	62.9	32.5
세전이익	적전	적유	흑전	적전	흑전	8.4	-26.7	적전	적유	흑전	59.2
지배주주순이익	적전	적유	흑전	적전	흑전	28.4	-24.4	-36.9	적유	흑전	53.7

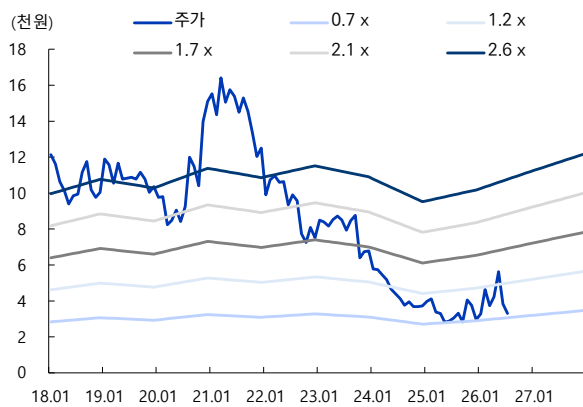
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] EV/EBITDA Multiple Valuation

항목명	단위		비 고
EBITDA	십억원	1,264	(a): 27 년 예상 EBITDA
Target EV/EBITDA	배	6.1	(b): 과거 10 년 월간 12MF EV/EBITDA 평균 - 1 σ
적정 EV	십억원	7,763	(c): (a) x (b)
순차입금	%	2,448	(d): 26 년말 예상 순차입금
적정시가총액	십억원	5,315	(e): (c) - (d)
주식발행총수	천주	1,026,263	(f): 26 년말 예상 주식발행총수
적정주가	원	5,179	(g): (e) / (f)
목표주가	원	5,200	십의 자리 반올림
현재주가	원	3,305	26/07/31 종가
상승여력	%	57.3	

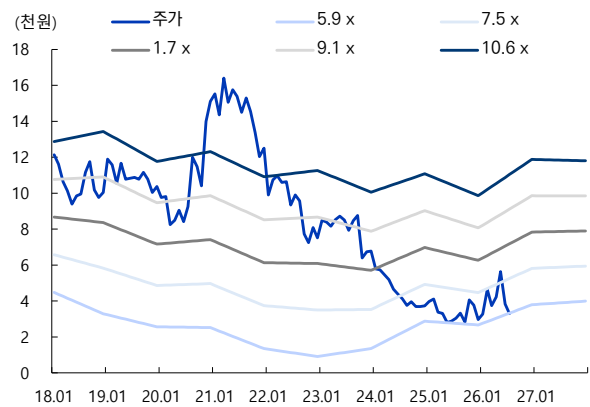
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한온시스템 12MF P/B Band Chart



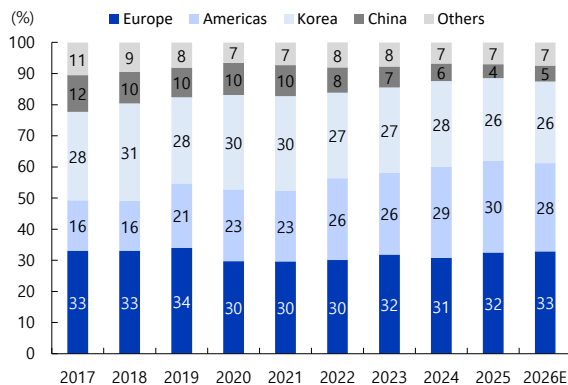
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한온시스템 12MF EV/EBITDA Band Chart



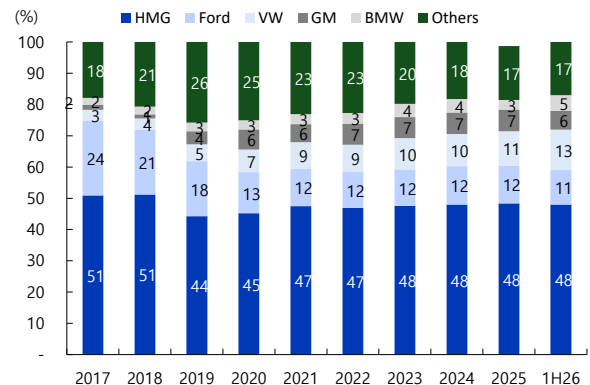
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 한온시스템 지역별 매출 비중



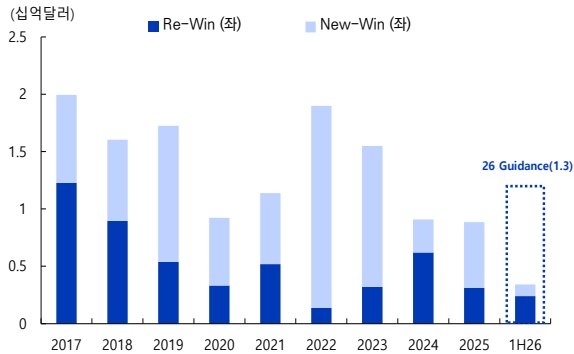
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 주요 고객사별 매출 비중



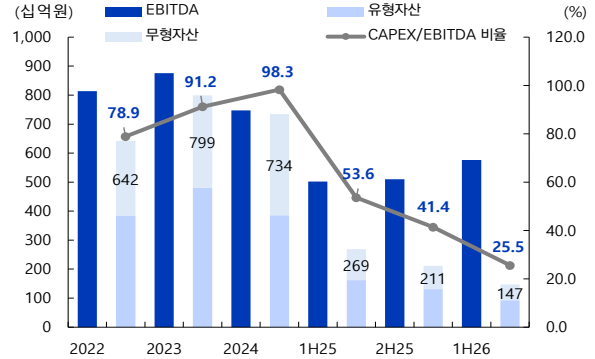
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 신규 수주 추이



자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 투자 효율화 기반의 재무 체질 개선



자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 9] MAHLE: 정지형 배터리 저장 시스템용 냉각 모듈 수주



자료: mahle, 교보증권 리서치센터

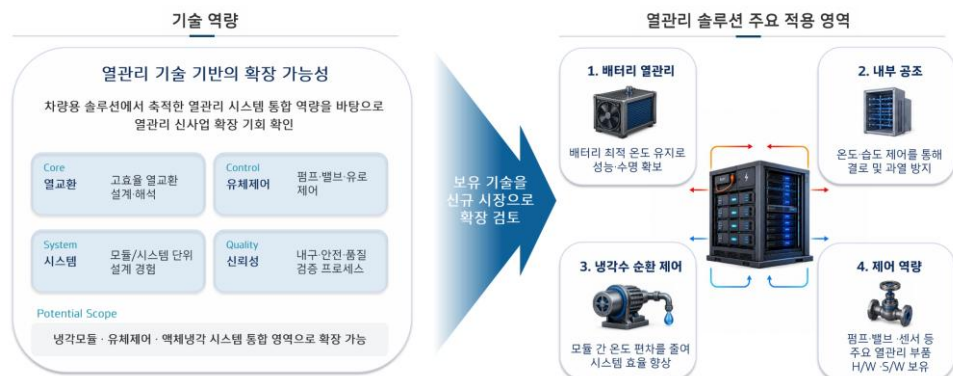
[도표 10] VALEO: FY25 수주 발표 코멘트, 배터리 칠러 제품

- Solid commercial momentum, with order intake up 38% over the year to 24.6 billion euros (up 47% in the second half). Secured its first Battery Energy Storage System (BESS) contract worth 225 million dollars



자료: VALEO, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 열관리 기술 기반 증장기 사업 기회 확대



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[한온시스템 018880]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,161	11,773	12,432
매출원가	9,187	9,874	9,925	10,362	10,989
매출총이익	812	1,010	1,236	1,411	1,443
매출총이익률 (%)	8.1	9.3	11.1	12.0	11.6
판매비와관리비	717	740	796	828	882
영업이익	96	270	440	583	561
영업이익률 (%)	1.0	2.5	3.9	5.0	4.5
EBITDA	747	1,012	1,180	1,325	1,280
EBITDA Margin (%)	7.5	9.3	10.6	11.3	10.3
영업외손익	-425	-405	-136	-99	-81
관계기업손익	13	11	11	11	11
금융수익	189	223	219	214	213
금융비용	-470	-338	-292	-249	-224
기타	-157	-301	-74	-75	-80
법인세비용차감전순이익	-330	-135	304	484	479
법인세비용	20	62	46	86	95
계속사업순이익	-349	-197	259	398	384
중단사업순이익	-9	0	0	0	0
당기순이익	-359	-197	259	398	384
당기순이익률 (%)	-3.6	-1.8	2.3	3.4	3.1
비지배지분순이익	5	1	-2	-3	-2
지배지분순이익	-363	-199	260	401	387
지배순이익률 (%)	-3.6	-1.8	2.3	3.4	3.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	298	134	134	134	134
포괄순이익	-60	-63	393	532	519
비지배지분포괄이익	19	2	-11	-15	-15
지배지분포괄이익	-80	-65	404	548	534

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	569	112	1,236	1,302	1,231
당기순이익	-359	-197	259	398	384
비현금항목의 가감	1,208	1,318	1,292	1,299	1,268
감가상각비	443	503	491	491	478
외환손익	-62	-107	-71	-66	-57
자본법평가손익	-13	-11	-11	-11	-11
기타	840	933	882	884	857
자산부채의 증감	31	-700	-103	-184	-228
기타현금흐름	-311	-309	-211	-211	-193
투자활동 현금흐름	-733	-547	-673	-699	-725
투자자산	0	7	0	0	0
유형자산	-386	-293	-350	-375	-400
기타	-347	-261	-323	-324	-325
재무활동 현금흐름	651	1	-415	-544	-537
단기차입금	-15	-162	-200	-200	-200
사채	-100	-477	-54	-150	-150
장기차입금	288	-255	-41	-40	-40
자본의 증가(감소)	599	979	0	0	0
현금배당	-46	-2	0	0	0
기타	-75	-82	-120	-154	-147
현금의 증감	568	-422	61	37	-75
기초 현금	779	1,346	925	986	1,023
기말 현금	1,346	925	986	1,023	948
NOPLAT	101	396	374	480	450
FCF	398	145	660	662	541

자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,439	4,413	4,524	4,740	4,859
현금및현금성자산	1,346	925	986	1,023	948
매출채권 및 기타채권	1,349	1,562	1,579	1,679	1,788
재고자산	1,241	1,405	1,440	1,519	1,605
기타유동자산	502	521	519	518	518
비유동자산	6,181	6,080	5,901	5,770	5,662
유형자산	2,864	2,724	2,583	2,492	2,414
관계기업투자금	95	99	110	120	131
기타금융자산	18	11	11	11	11
기타비유동자산	3,204	3,245	3,197	3,147	3,105
자산총계	10,620	10,492	10,425	10,510	10,521
유동부채	5,034	3,985	3,846	3,720	3,533
매입채무 및 기타채무	2,196	1,884	1,950	2,059	2,136
차입금	1,902	1,008	808	608	408
유동성채무	540	755	718	646	581
기타유동부채	396	338	371	407	407
비유동부채	2,588	2,594	2,396	2,191	1,988
차입금	366	891	850	810	770
사채	1,338	654	600	450	300
기타비유동부채	884	1,050	946	931	918
부채총계	7,622	6,579	6,242	5,911	5,520
지배지분	2,853	3,768	4,028	4,429	4,815
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,781	2,181	2,568
기타자본변동	13	14	14	14	14
비지배지분	145	145	155	171	186
자본총계	2,999	3,913	4,183	4,599	5,001
총차입금	4,573	3,860	3,417	2,933	2,458

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

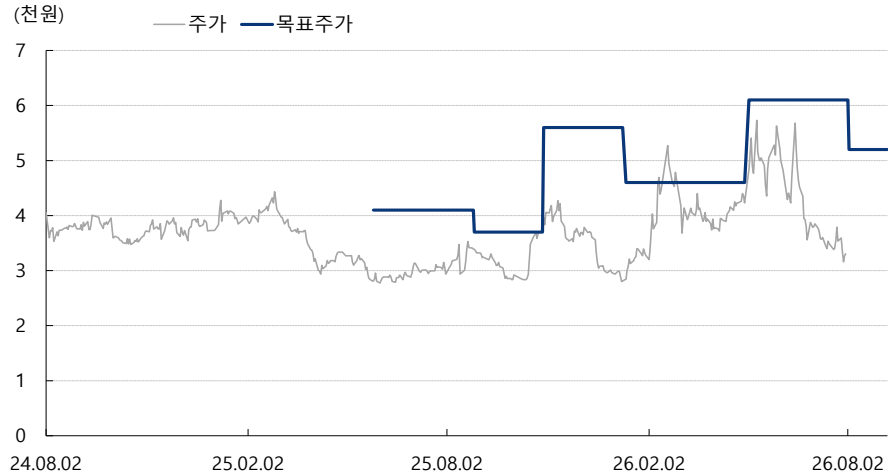
12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-676	-257	254	390	377
PER	-5.9	-11.5	13.0	8.5	8.8
BPS	4,204	3,671	3,925	4,315	4,692
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	1,390	1,309	1,149	1,291	1,247
EV/EBITDA	7.4	5.0	5.1	4.1	4.0
SPS	16,359	14,075	10,875	11,471	12,114
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	740	187	643	645	527
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	5.0	8.9	2.5	5.5	5.6
영업이익 증가율	-66.3	183.0	62.9	32.5	-3.9
순이익 증가율	적전	적지	흑전	54.0	-3.4
수익성					
ROIC	1.8	6.6	6.2	8.2	7.7
ROA	-3.7	-1.9	2.5	3.8	3.7
ROE	-13.9	-6.0	6.7	9.5	8.4
안정성					
부채비율	254.2	168.1	149.2	128.5	110.4
순차입금비율	43.1	36.8	32.8	27.9	23.4
이자보상배율	0.4	1.1	2.2	3.7	4.3

한온시스템 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.05.27	매수	4,100	(26.15)	(13.96)					
2025.08.27	매수	3,700	(13.65)	0.24					
2025.10.29	매수	5,600	(36.77)	(23.73)					
2026.01.12	매수	4,600	(14.14)	14.57					
2026.05.04	매수	6,100	(29.58)	(6.07)					
2026.08.03	매수	5,200							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자:2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7	4.6	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하