

자동차
마건우
02)739-5939
kwma0330@heungkuksec.co.kr

(018880)

한온시스템

BUY(유지)

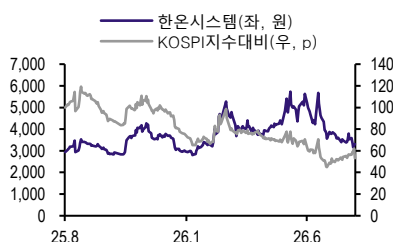
숫자에 가려진 체질 개선

목표주가	5,200원(하향)
현재주가(07/31)	3,305원
상승여력	57.3%
시가총액	3,392십억원
발행주식수	1,026,263천주
52주 최고가 / 최저가	5,730 / 2,800원
3개월 일평균거래대금	116십억원
외국인 지분율	7.0%
주요주주	
한국타이어엔테크놀로지	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%
한온시스템우리사주	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: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,999	10,884	11,328	11,690
영업이익	96	270	434	505
EBITDA	747	1,012	1,194	1,243
지배주주순이익	-363	-199	268	318
EPS	-471	-193	261	310
순차입금	3,358	2,937	2,361	1,750
PER	n/a	n/a	12.6	10.7
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.4	4.9	4.8	4.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-13.9	-6.0	6.9	7.6
컨센서스 영업이익	-	-	435	0
컨센서스 EPS	-	-	237	0

주가추이



2Q26 Review: 기대치 하회보다 중요한 변화

2분기 매출액은 2.9조원(+0.6% YoY, +4.6% QoQ), 영업이익은 1,037억원(+61.3% YoY, +6.7% QoQ, OPM 3.6%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 1,131억원)를 하회. 이는 개발비 자산화를 전체 R&D 비용의 23%까지 낮춤에 따라 판관비 부담 확대(판관비율 7.3%, +0.7%p YoY)가 일부 반영된 것으로 판단. 2024년에는 전체 R&D 비용의 60% 정도까지 자산화하며 연간 약 1,800억~1,900억원의 이익 개선 효과가 발생했으나, 올해는 사업 계획 기준 약 840억원의 개발비를 인식하는 구조로 전환. 이에 따라 2024년 대비 약 2,600억원의 비용 부담이 추가되었음에도 영업이익률을 개선을 시켰했다는 점에서, 원가구조 개선과 비용 효율화 성과가 차질 없이 가시화되고 있는 것으로 평가.

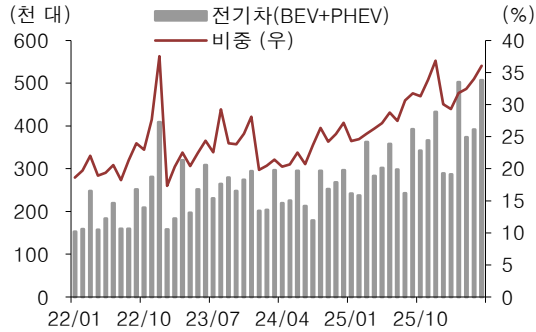
유럽이 지킨 외형, 하반기 국내·북미 물량 회복 기대

이번 분기에는 현대차그룹 협력사 생산 차질과 Ford-GM의 북미 물량 조정으로 국내와 북미 매출이 감소했으나, Mercedes(+36% YoY)와 BMW(+19% YoY)의 신규 프로그램 양산에 힘입어 유럽 매출이 +9% YoY 성장하며 외형을 방어. 하반기에는 유럽 성장세가 이어지는 가운데 국내와 북미 물량도 점진적으로 회복되고, 주요 고객사의 비용 보전 또한 반영되며 수익성이 개선될 전망. 다만 회사가 제시한 연간 영업이익률 목표치 4%를 달성하기 위해서는 하반기 4% 중반의 수익성이 필요한 만큼, 전방 수요 둔화와 원자재 가격 및 환율 변동성을 고려해 보수적으로 접근할 필요. 이에 2026년 매출액은 11.3조원(+4.1% YoY), 영업이익은 4,342억원(OPM 3.8%)으로 추정.

한온시스템 BUY 유지, 목표주가 5,200원 하향

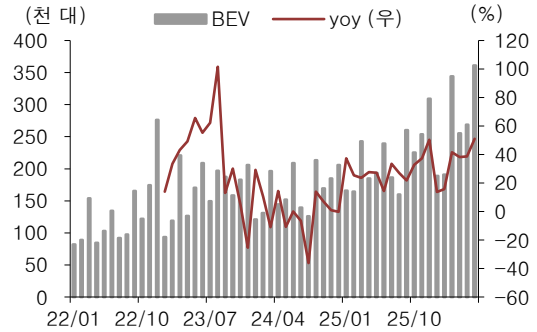
한온시스템에 대해 투자 의견 BUY를 유지하나, 상반기 신규 수주가 연간 목표 대비 낮은 수준에 머물렀다는 점을 반영해 Target PER을 18.0배로 조정하고 목표주가를 5,200원으로 하향. 하반기 예정된 HMG 및 Ford의 주요 프로그램 수주 결과가 가시화될 경우 중장기 성장성에 대한 재평가가 가능할 전망. 여기에 향후 현대차그룹 eM 플랫폼과 중국 로컬 OEM향 수주, 그리고 유럽 전기차 시장 성장에 따른 추가 수주까지 가시화된다면 동사의 성장 잠재력에 대한 시장의 신뢰도는 한층 높아질 것으로 판단.

그림 1 유럽 전기차(BEV+PHEV) 등록대수 비중 추이



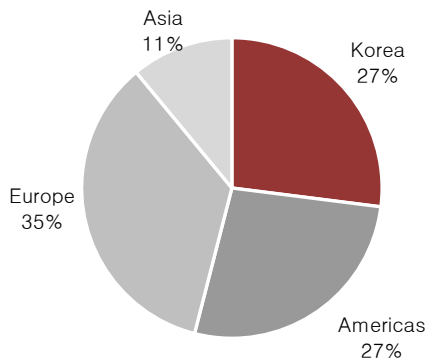
주: EU+EFTA+UK 기준
자료: ACEA, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유럽 BEV 등록대수 추이



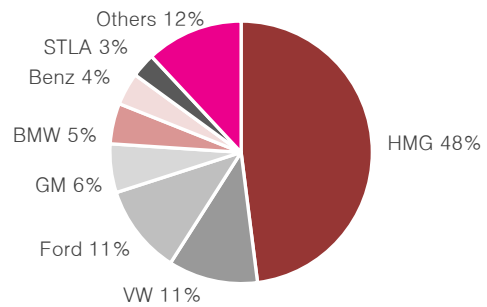
주: EU+EFTA+UK 기준
자료: ACEA, 흥국증권 리서치센터

그림 3 한온시스템 2026년 2분기 지역별 매출



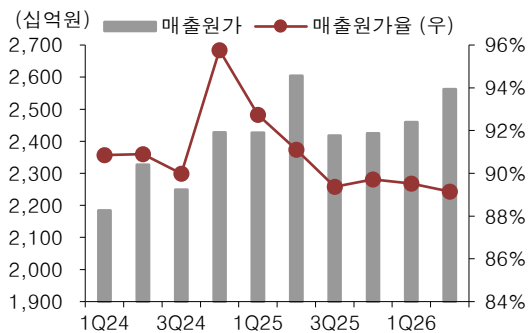
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 4 한온시스템 2026년 2분기 고객사별 매출



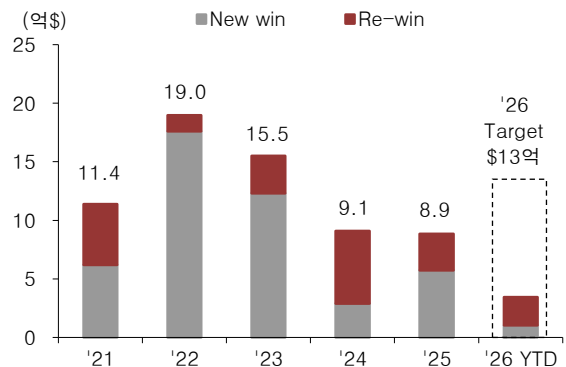
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 5 한온시스템 COGS 추이



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 6 한온시스템 연간 수주실적 추이



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

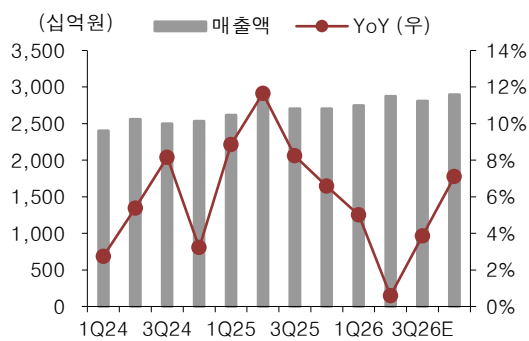
표 1 한온시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,810	2,894	10,884	11,328	11,690
YoY(%)	8.8%	11.7%	8.2%	6.6%	5.0%	0.6%	3.9%	7.1%	8.8%	4.1%	3.2%
QoQ(%)	3.2%	9.2%	-5.3%	-0.1%	1.7%	4.6%	-2.3%	3.0%			
영업이익	21	64	95	90	97	104	112	122	270	434	505
OPM(%)	0.8%	2.2%	3.5%	3.3%	3.5%	3.6%	4.0%	4.2%	2.5%	3.8%	4.3%
YoY(%)	-67.7%	-10.2%	1.7%	흑전	361.2%	61.3%	17.1%	35.7%	190.6%	60.6%	16.3%
QoQ(%)	흑전	205.2%	48.2%	-5.9%	8.4%	6.7%	7.6%	9.0%			
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	85	56	60	-199	268	318
NPM(%)	-0.9%	-0.6%	2.0%	-7.9%	2.4%	3.0%	2.0%	2.1%	-1.8%	2.4%	2.7%
YoY(%)	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	2.8%	흑전	적지	흑전	18.4%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	흑전	28.0%	-34.1%	7.3%			

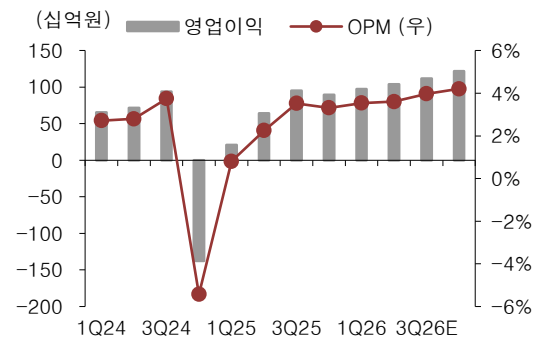
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 7 한온시스템 매출액 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 8 한온시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

그림 9 한온시스템 중장기 사업 확장 계획



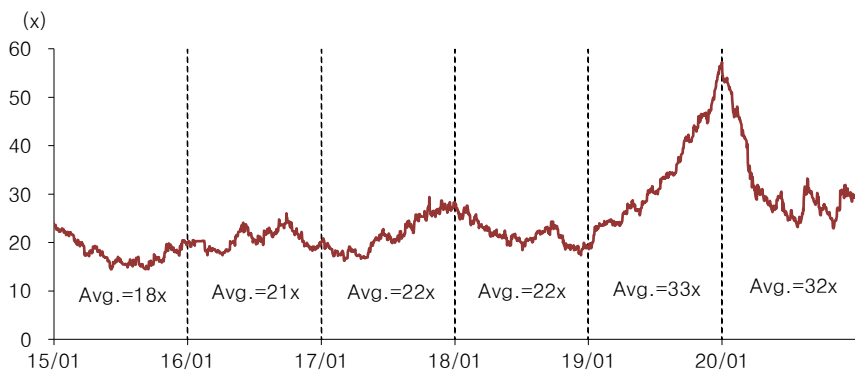
자료: 한온시스템, 흥국증권 리서치센터

표 2 한온시스템 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2026E	2027E	12M Forward	비고
EPS (원)	261	310	290	
목표 PER (배)	18.0			2015~2025년 중 하단 밴드인 2015년 1개년 평균 12MF PER 18.0배 적용
목표주가 (원)	5,200			
현재주가(원)	3,305			
상승여력 (%)	57.3			

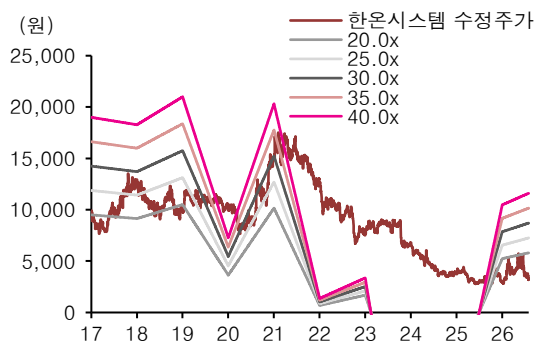
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 10 한온시스템 12개월 선행 PER 추이 (2015~2020년)



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 한온시스템 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 12 한온시스템 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,999	10,884	11,328	11,690	11,992
증가율 (Y-Y, %)	5.0	8.9	4.1	3.2	2.6
영업이익	96	270	434	505	562
증가율 (Y-Y, %)	(66.3)	183.0	60.5	16.3	11.2
EBITDA	747	1,012	1,194	1,243	1,242
영업외손익	(425)	(405)	(73)	(47)	(35)
순이자수익	(231)	(204)	(148)	(119)	(102)
외화관련손익	79	54	118	109	104
지분법손익	13	11	12	11	12
세전계속사업손익	(330)	(135)	361	458	527
당기순이익	(359)	(197)	271	321	369
지배기업당기순이익	(363)	(199)	268	318	365
증가율 (Y-Y, %)	적전	적지	흑전	18.4	14.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.8	8.1	6.0	5.3	3.3
영업이익증가율(3Yr)	(33.6)	1.8	15.2	74.2	27.6
EBITDA증가율(3Yr)	(3.6)	7.5	10.6	18.5	7.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	66.4	n/a	n/a
영업이익률(%)	1.0	2.5	3.8	4.3	4.7
EBITDA마진(%)	7.5	9.3	10.5	10.6	10.4
순이익률 (%)	(3.6)	(1.8)	2.4	2.7	3.1
NOPLAT	69	196	326	353	393
(+) Dep	651	742	760	738	681
(-) 운전자본투자	(170)	637	54	29	22
(-) Capex	386	293	254	249	287
OpFCF	505	8	779	813	765

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,439	4,413	4,775	5,169	5,458
현금성자산	1,357	928	1,081	1,348	1,537
매출채권	1,349	1,562	1,650	1,711	1,756
재고자산	1,241	1,405	1,505	1,549	1,581
비유동자산	6,181	6,080	5,738	5,436	5,241
투자자산	966	1,171	1,218	1,268	1,319
유형자산	2,864	2,724	2,435	2,152	1,961
무형자산	2,351	2,185	2,084	2,017	1,960
자산총계	10,620	10,492	10,513	10,605	10,699
유동부채	5,034	3,985	4,007	3,909	3,775
매입채무	2,196	1,884	2,026	2,109	2,172
유동성이자부채	2,584	1,769	1,636	1,440	1,229
비유동부채	2,588	2,594	2,324	2,197	2,059
비유동이자부채	2,131	2,097	1,807	1,658	1,499
부채총계	7,622	6,579	6,332	6,106	5,834
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,789	2,107	2,472
자본조정	523	640	640	640	640
자기주식	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	2,999	3,913	4,181	4,499	4,864
투하자본	6,255	6,751	6,439	6,142	5,943
순차입금	3,358	2,937	2,361	1,750	1,190
ROA	(3.7)	(1.9)	2.6	3.0	3.4
ROE	(13.9)	(6.0)	6.9	7.6	8.1
ROIC	1.1	3.0	4.9	5.6	6.5

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(471)	(193)	261	310	356
BPS	4,204	3,671	3,933	4,243	4,598
DPS	0	0	0	0	100
Multiples(x, %)					
PER	n/a	n/a	12.6	10.7	9.3
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	7.4	4.9	4.8	4.1	3.7
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
PCR	3.4	2.7	3.3	3.2	3.2
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	254.2	168.1	151.4	135.7	119.9
Net debt/Equity	112.0	75.1	56.5	38.9	24.5
Net debt/EBITDA	449.7	290.2	197.7	140.8	95.8
유동비율	88.2	110.7	119.2	132.2	144.6
이자보상배율	0.4	1.3	2.9	4.3	5.5
이자비용/매출액	2.6	2.2	3.5	3.1	2.9
자산구조					
투하자본(%)	72.9	76.3	73.7	70.1	67.5
현금+투자자산(%)	27.1	23.7	26.3	29.9	32.5
자본구조					
차입금(%)	61.1	49.7	45.2	40.8	35.9
자기자본(%)	38.9	50.3	54.8	59.2	64.1

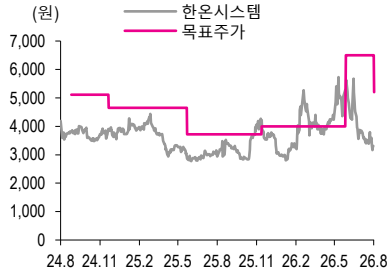
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	569	112	982	1,036	1,034
당기순이익	(359)	(197)	271	321	369
자산상각비	651	742	760	738	681
운전자본증감	31	(700)	(54)	(29)	(22)
매출채권감소(증가)	177	(318)	(88)	(61)	(45)
재고자산감소(증가)	(49)	(122)	(100)	(44)	(32)
매입채무증가(감소)	(221)	(126)	142	83	63
투자현금	(733)	(547)	(406)	(425)	(474)
단기투자자산감소	1	10	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	2	0	8	7	7
설비투자	(386)	(293)	(254)	(249)	(287)
유무형자산감소	(334)	(138)	(117)	(137)	(147)
재무현금	651	1	(423)	(344)	(371)
차입금증가	98	(976)	(423)	(344)	(371)
자본증가	599	979	(0)	0	0
배당금지급	(46)	(2)	0	0	0
현금 증감	568	(422)	153	267	189
총현금흐름(Gross CF)	850	1,121	1,036	1,065	1,056
(-) 운전자본증가(감소)	(170)	637	54	29	22
(-) 설비투자	386	293	254	249	287
(+) 자산매각	(334)	(138)	(117)	(137)	(147)
Free Cash Flow	300	53	612	649	599
(-) 기타투자	(2)	(0)	(8)	(7)	(7)
잉여현금	302	53	620	656	607

한온시스템 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-26	Buy	5,112	(27.1)	(21.6)
2024-11-21	Buy	4,648	(20.7)	(4.6)
2025-05-23	Buy	3,718	(4.0)	54.1
2026-05-28	다달자변경			
2026-05-28	Buy	6,500	(37.6)	(12.6)
2026-08-03	Buy	5,200		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286