

한온시스템(018880.KS)

매수(유지)

기대와 우려가 공존한 실적이 지속 중

분석의 기본 가정

- 2026년 국내 임금협상 과정에서 발생할 수 있는 생산 차질 가능성은 배제

매출 2.9조원(+0.6%), 영업이익 1,037억원(+61%), 영업이익률 3.6%(+1.4%p) 컨센 대비 매출 부합, 영업이익은 7% 하회함. 주요 고객사의 물량 감소에도 불구하고 유로화, 달러화 강세에 따른 우호적 환율 효과에 힘입어 매출이 증가했으며, 고객사로부터 관세 리커버리와 운반비 관리, 그리고 아직까지는 손익에 큰 영향을 주지 않은 알루미늄 가격 상승 영향으로 증익과 수익성 개선을 지속함. 그러나 2026년 영업이익률 가이던스(4% 이상) 보다는 낮은 수준의 수익성(상반기 3.6%)이 지속 중이며, 상반기 신규 수주가 2026년 목표의 26%에 그친 점도 아쉬운 요인임.

유럽은 양호, 그러나 시장 기대치 상회를 위해서는 북미 매출 반등이 필요

지난 8년 동안 산업 수요를 상회하는, 최소 +5% 이상의 매출 성장(팬데믹 제외)을 유지해 왔던 동사는 주요 고객사의 BEV 계획 축소/지연 여파로 올해 매출 성장률 가이던스를 +1%로 제시한 바 있음. 2분기 매출 성장률은 이에 준하는 0.6% 성장을 기록했는데 최대 고객사인 현대/기아향 매출이 4% 감소한 데 이어 3대 고객사인 Ford 매출이 5% 감소하며 역성장을 기록했기 때문임. 이에 각각 전체 매출의 27%를 차지하는 한국과 미주 매출이 2%, 6% 감소하며 전사 매출 성장을 제한하였음. 그러나 신규 프로그램 개시에 따라 두 자릿수 성장(각각 +19%, 36%)을 지속한 BMW, Benz향 매출과 유럽 매출(+9%)이 전사 매출 증가를 견인하였음. 하반기에는 알루미늄 등 주요 원재료 가격 상승 부담이 손익에 반영될 가능성이 큰 만큼 고객사와 원재료 부담 정산 규모와 시점에 따라 수익성 개선 폭이 좌우될 전망이다.

상반기 매출 성장을 제한해 온 Ford향 매출은 하반기 회복 기대

2분기 xEV 매출 비중은 31%(+2%p)까지 증가했는데, 2대 고객사인 VW그룹의 2분기말 서유럽 BEV 백오더가 전년 동기 대비 56% 증가한 만큼 하반기에도 동사 xEV 매출 성장세가 지속될 것이며, 2개 분기 감소세가 지속된 Ford향 매출도 Novelis 뉴욕 알루미늄 공장 정상화에 따라 회복세를 보일 것으로 판단함. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 4,400원 유지함(PBR 1.15배 해당).

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	9,999	10,884	11,232	11,799	12,304
영업이익(십억원)	96	270	425	473	532
계속사업세전손익(십억원)	-330	-135	212	256	289
지배주주순이익(십억원)	-363	-199	160	192	218
EPS(원)	-594	-257	156	188	212
증감율(%)	적전	적지	흑전	20.6	13.1
ROE(%)	-13.9	-6.0	4.1	4.7	5.1
PER(배)	-	-	21.3	17.6	15.6
PBR(배)	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	7.4	4.9	5.7	5.3	5.0

자동차/부품/타이어 담당 문용권

T.02)2004-9175 / moon.yong-kwan@shinyoung.com

현재주가(7/31) 3,305원
목표주가(12M, 유지) 4,400원

Key Data	(기준일: 2026. 7. 31)
KOSPI(pt)	6595.45
KOSDAQ(pt)	719.76
액면가(원)	100
시가총액(억원)	33,918
발행주식수(천주)	1,026,263
평균거래량(3M, 주)	21,741,649
평균거래대금(3M, 백만원)	109,457
52주 최고/최저	5,730 / 2,800
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(26F, %)	0.0
외국인지분율(%)	6.8
주요주주 지분율(%)	
한국타이어앤테크놀로지 외 14 인	51.1 %
국민연금공단	5.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-21.9	0.9	8.4
KOSPI대비 상대수익률	10.8	-21.8	-20.1	-46.7

Company vs KOSPI composite



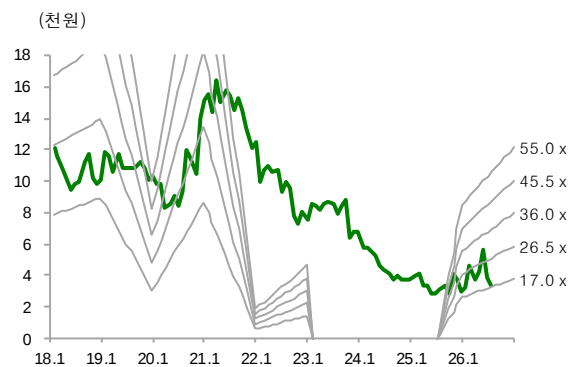
도표 1. 한온시스템 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2025A				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,740	2,869	10,884	11,232	11,799
매출총이익	190	254	288	278	288	312	305	324	1,010	1,229	1,301
GPM	7.3%	8.9%	10.6%	10.3%	10.5%	10.9%	11.1%	11.3%	9.3%	10.9%	11.0%
판매비	169	190	192	188	191	209	200	204	740	804	828
판매비율	6.5%	6.6%	7.1%	7.0%	6.9%	7.3%	7.3%	7.1%	6.8%	7.2%	7.0%
영업이익	21	64	95	90	97	104	105	120	270	425	473
OPM	0.8%	2.2%	3.5%	3.3%	3.5%	3.6%	3.8%	4.2%	2.5%	3.8%	4.0%
당기손익(지배)	-24	-16	55	-213	67	85	40	-32	-199	160	194
NIM	-0.9%	-0.6%	2.0%	-7.9%	2.4%	3.0%	1.5%	-1.1%	-1.8%	1.4%	1.6%
매출액 (yoy)	9%	12%	8%	7%	5%	1%	1%	6%	9%	3%	5%
매출총이익(yoy)	-68%	-10%	2%	-165%	361%	61%	10%	33%	183%	57%	11%
판매비(yoy)	9%	18%	23%	-23%	13%	10%	4%	8%	3%	9%	3%
영업이익(yoy)	-68%	-10%	2%	-165%	361%	61%	10%	33%	183%	57%	11%
당기손익(yoy)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-26%	적자지속	적지	흑전	22%
지역별 매출											
아시아	1,403	1,530	1,498	1,385	1,437	1,505	1,479	1,440	5,815	5,861	6,043
북미	772	810	802	784	739	761	820	826	3,167	3,146	3,341
유럽	1,379	1,526	1,397	1,432	1,485	1,664	1,405	1,559	5,733	6,112	6,561
기타	454	480	493	458	474	476	491	457	1,885	1,898	2,011
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,740	2,869	10,884	11,232	11,799
지역별 매출(yoy)											
아시아	7%	10%	12%	2%	2%	-2%	-1%	4%	8%	1%	3%
북미	18%	9%	6%	4%	-4%	-6%	2%	5%	9%	-1%	6%
유럽	9%	20%	8%	13%	8%	9%	1%	9%	12%	7%	7%
기타	6%	10%	7%	3%	4%	-1%	0%	0%	7%	1%	6%
매출액	9%	12%	8%	7%	5%	1%	1%	6%	9%	3%	5%

자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터 / 2Q26 지역별 매출(연결조정 전)은 IR 가마감 자료의 매출 증가율(YoY)을 기반으로한 연결조정 전 추정치, 향후 변경될 수 있음

도표 2 Fwd12M PER Band



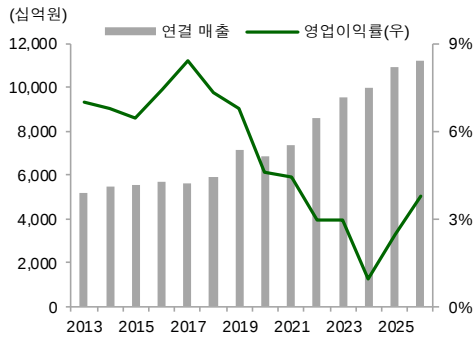
자료: Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 3. Fwd 12M PBR Band



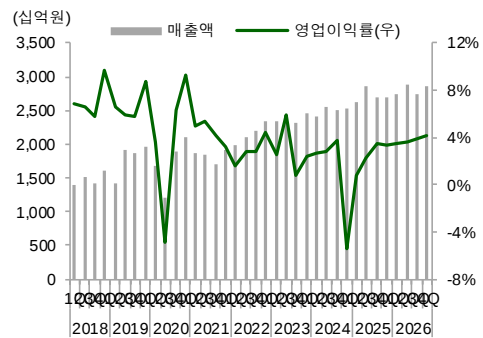
자료: Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출 & 영업이익률 추이



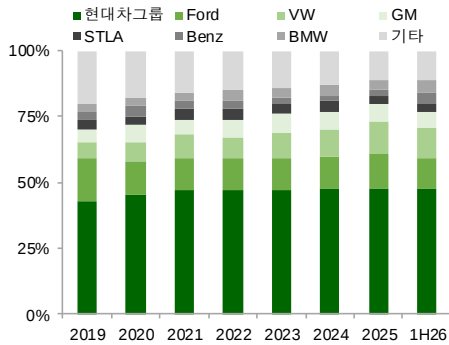
자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기별 매출액 & 영업이익률 추이



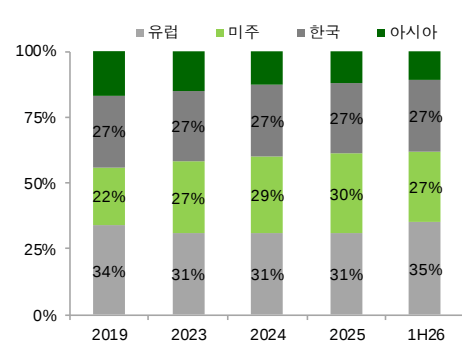
자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 6. 고객별 매출 비중 추이



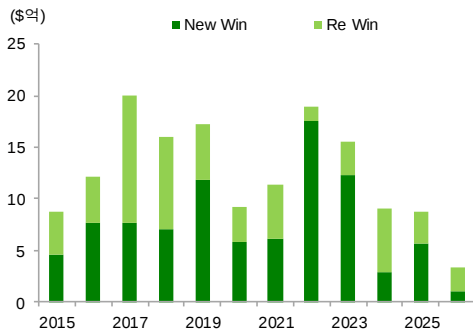
자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 7. 지역별 매출 비중 추이



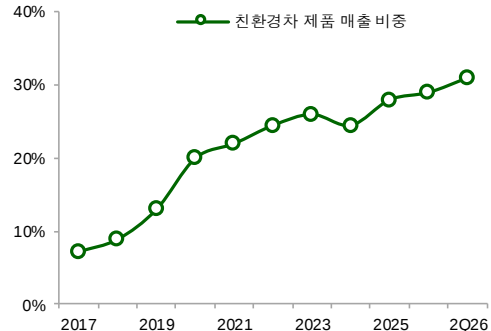
자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 8. 감소 중인 신규 수주: '26년 목표의 26% 달성



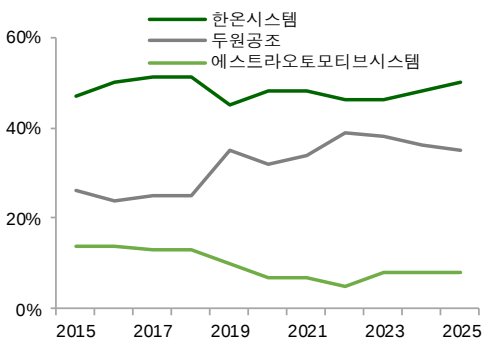
자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 9. 친환경차 매출 비중



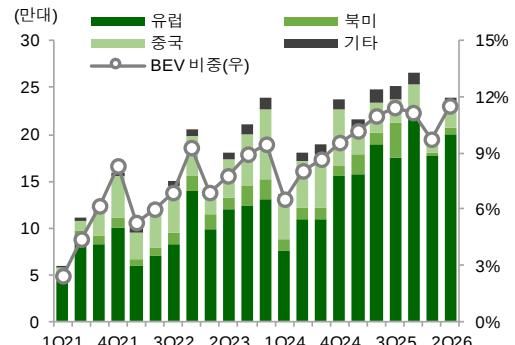
자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 10. 국내 자동차 공조시장 점유율 추이



자료: 한온시스템, 신영증권 리서치센터

도표 11. Volkswagen 글로벌 BEV 판매 추이



자료: VW, 신영증권 리서치센터

한온시스템(018880.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	99,987	108,837	112,324	117,992	123,040
증가율(%)	5.0	8.9	3.2	5.0	4.3
매출원가	91,865	98,738	100,030	104,978	109,238
원가율(%)	91.9	90.7	89.1	89.0	88.8
매출총이익	8,122	10,099	12,294	13,014	13,802
매출총이익률(%)	8.1	9.3	10.9	11.0	11.2
판매비와 관리비 등	7,166	7,395	8,039	8,281	8,482
판매비율(%)	7.2	6.8	7.2	7.0	6.9
영업이익	955	2,704	4,255	4,733	5,320
증가율(%)	-66.3	183.1	57.4	11.2	12.4
영업이익률(%)	1.0	2.5	3.8	4.0	4.3
EBITDA	7,467	10,123	12,080	12,373	12,622
EBITDA마진(%)	7.5	9.3	10.8	10.5	10.3
순금융손익	-2,808	-1,145	-1,404	-1,559	-1,678
이자손익	-2,314	-2,041	-1,484	-1,391	-1,298
외화관련손익	417	841	350	133	20
기타영업외손익	-1,572	-3,013	-850	-743	-880
종속및관계기업 관련손익	128	105	120	126	131
법인세차감계속사업이익	-3,297	-1,349	2,121	2,558	2,894
계속사업손익법인세비용	196	624	509	614	694
세후중단사업손익	-93	0	0	0	0
당기순이익	-3,586	-1,973	1,612	1,944	2,199
증가율(%)	적전	적지	흑전	20.6	13.1
순이익률(%)	-3.6	-1.8	1.4	1.6	1.8
지배주주지분 당기순이익	-3,633	-1,985	1,596	1,925	2,177
증가율(%)	적전	적지	흑전	20.6	13.1
기타포괄이익	2,983	1,343	103	1,038	1,038
총포괄이익	-603	-629	1,715	2,982	3,237

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	44,390	44,125	44,360	48,670	52,912
현금및현금성자산	13,465	9,248	8,497	11,889	14,554
매출채권 및 기타채권	13,489	15,616	15,895	16,657	17,339
재고자산	12,412	14,047	14,500	14,389	15,005
비유동자산	61,812	60,797	60,987	59,773	58,402
유형자산	28,637	27,244	27,213	27,190	27,247
무형자산	23,514	21,846	21,852	20,535	18,976
투자자산	1,135	1,106	1,226	1,352	1,483
기타 금융투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	106,203	104,922	105,347	108,442	111,313
유동부채	50,338	39,848	42,557	43,287	43,948
단기차입금	19,016	10,080	10,080	10,080	10,080
매입채무및기타채무	21,959	18,838	19,270	19,900	20,461
유동성장기부채	5,398	7,554	8,454	8,454	8,454
비유동부채	25,877	25,944	21,944	21,944	21,944
사채	13,375	6,541	3,541	3,541	3,541
장기차입금	3,663	8,907	7,907	7,907	7,907
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	76,215	65,793	64,501	65,231	65,892
지배주주지분	28,535	37,678	39,377	41,723	43,912
자본금	679	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	5,610	15,042	15,042	15,042	15,042
기타포괄이익누계액	5,101	6,262	6,365	7,402	8,440
이익잉여금	17,015	15,207	16,803	18,112	19,263
비지배주주지분	1,453	1,452	1,468	1,488	1,510
자본총계	29,987	39,130	40,845	43,211	45,421
총차입금	47,151	38,655	36,255	36,255	36,255
순차입금	32,167	27,964	27,599	24,206	21,541

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	5,693	1,123	13,090	11,523	11,024
당기순이익	-3,586	-1,973	1,612	1,944	2,199
현금유출이없는비용및수익	12,084	13,183	13,347	12,386	12,143
유형자산감가상각비	4,433	5,025	5,431	5,323	5,242
무형자산상각비	2,079	2,394	2,394	2,317	2,060
영업활동관련자산부채변동	308	-6,997	123	-803	-1,326
매출채권의감소(증가)	1,773	-3,177	-279	-762	-682
재고자산의감소(증가)	-485	-1,216	-453	111	-616
매입채무의증가(감소)	-2,209	-1,255	432	630	561
투자활동으로인한현금흐름	-7,327	-5,470	-3,001	-4,301	-4,801
투자자산의 감소(증가)	-87	134	0	0	0
유형자산의 감소	134	490	0	0	0
CAPEX	-3,856	-2,931	-5,400	-5,300	-5,300
단기금융자산의감소(증가)	67	86	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	6,506	9	-3,100	0	-616
장기차입금의증가(감소)	2,883	-2,555	-1,000	0	0
사채의증가(감소)	-1,000	-4,765	-3,000	0	0
자본의 증가(감소)	5,985	9,787	0	0	0
기타현금흐름	809	120	-7,741	-3,830	-2,942
현금의 증가	5,679	-4,217	-751	3,392	2,665
기초현금	7,786	13,465	9,248	8,497	11,889
기말현금	13,465	9,248	8,497	11,889	14,554

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-594	-257	156	188	212
BPS	3,697	3,671	3,837	4,066	4,279
DPS	0	0	0	60	100
Multiples (배)					
PER	na	na	21.3	17.6	15.6
PBR	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.4	4.9	5.7	5.3	5.0
Financial Ratio					
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	흑전	20.6%	13.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	-15.3%	35.6%	19.3%	2.4%	2.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-13.0%	-5.7%	4.0%	4.6%	5.0%
ROE(지배순이익 기준)	-13.9%	-6.0%	4.1%	4.7%	5.1%
ROIC	0.3%	4.3%	4.6%	5.2%	5.9%
WACC	7.2%	9.3%	7.0%	7.0%	7.0%
안전성(%)					
부채비율	254.2%	168.1%	157.9%	151.0%	145.1%
순차입금비율	107.3%	71.5%	67.6%	56.0%	47.4%
이자보상배율	0.4	1.1	2.3	2.6	2.9

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
 비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 갑자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
한온시스템	-	-	-	-	-	-	-	-

