

(018880)

한온시스템

이재일 CFA

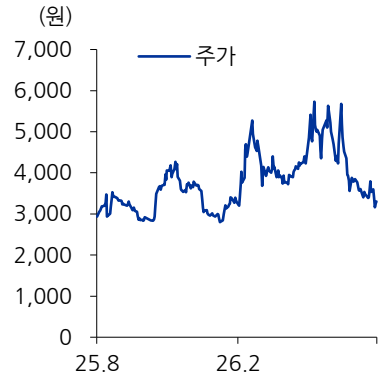
6183 / lee.jae-il@eugenefn.com

2Q26 Review: 매출 정체 vs. 수익성 개선

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
5,250 원(유지)
3,305 원(7/31)

- “ 동사의 2분기 실적은 매출액 2.87조원(+0.6%yoy), 영업이익 1,040억원(+61.3%yoy), 지배이익 840억원(흑자전환yoy)으로 영업이익 컨센서스 소폭 하회. 원화 약세에 의한 환효과 감안 시, 실질 매출액은 전년비 역성장. 구조 합리화와 비용 통제로 전사 수익성은 개선
- “ 매출 분석: 유로화강세, 유럽 OEM 공급 확대로 유럽 매출은 전년비 9% 증가한 반면, 미국과 한국 시장 매출은 전년비 각각 -6%, -2%를 기록. 고객사 별로는 벤츠(+36%), BMW(+19%)향 매출 증가하였으나 현대차 그룹(-4%), 포드(-5%), 지엠(-7%)향 매출 감소. 전기차 판매량 증가한 유럽 시장 매출이 성장을 이끌어 냈으나 환율 효과 제외하 실질 매출은 감소
- “ 신규 수주 연간 목표의 26% 달성: 상반기 수주액은 New Win 1억 달러, Re-Win 2.4억 달러로 연간 수주 목표액 13억 달러의 26.3%를 달성하는 데 그침. 주요 고객사의 수주 하반기 집중돼 일정 부분 만회 가능할 것으로 보이나 EV 프로젝트 축소에 따른 영향 지속될 전망
- “ 수익성 개선 목표 조기 달성: 원가구조 개선 및 운영 효율화 성과 가속화로 중장기 영업이익률 조기 달성이 가시화되고 있음. 기존 2027년 영업이익률 4%, 매출원가율 89.5% 달성을 목표로 삼았으나 올해 연간 4% 마진을 수준 진입이 가능할 것으로 기대
- “ 열관리 신규사업 추진: 차량용 열관리 분야에서 축적해 온 역량을 바탕으로 배터리 열 관리와 고발열 고집적 환경에서 요구되는 다양한 열 관리 영역으로 사업을 확장할 계획. 데이터센터와 ESS 등에서 효율적인 열관리 중요성 커지고 있어 신규 시장의 요구 조건에 맞는 기술을 개발 중. 열관리 신사업 관련 프로토타입 진행 중이거나 RFQ 받는 등 진행 상황 있으나 현 시점에 공유하기는 어려움
- “ 성장 둔화에 대한 우려: 2분기 수익성 개선되었으나 실질 매출액은 전년비 감소했고 신규 수주액 연간 목표치에 크게 미달하는 등 탑라인 성장성에 대한 우려 존재. 글로벌 EV 시장의 성장 궤도 진입과 미국 EV 시장의 정상화가 관건이나 단기적인 시장의 변화를 기대하기는 어려울 듯. 열관리 신규 사업 추진 성과가 단기 주가의 가장 큰 변수가 될 전망. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5,250원을 유지함



시가총액(십억원)	3,392
발행주식수(천주)	1,026,263
52 주 최고	5,940 원
최저	2,755 원
52 주 일단 Beta	0.84
60 일 평균 거래대금	1,173 억원
외국인 지분율	7.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
한국타이어앤테크놀로지 (외 11 인)	51.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-138	09	84
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	5,250	5,250	-
영업이익(26E)	404	416	▼
영업이익(27E)	429	450	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	10,884	11,241	11,544
영업이익	270	404	429
세전손익	-135	438	523
당기순이익	-197	321	402
EPS(원)	-193	261	318
증감률(%)	na	흑전	21.8
PER(배)	na	126	104
ROE(%)	-6.0	8.3	9.8
PBR(배)	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	4.9	5.0	4.5

유진투자증권



2Q26 Review

(단위: 십억원, (%, %p))	2Q26P					3Q26E			2025A	2026E		2027E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	2,875	2,967	-3.1	2,956	-2.7	2,738	-4.8	1.2	10,884	11,241	3.3	11,544	2.7
영업이익	104	117	-11.2	113	-8.2	85	-18.5	-11.3	270	404	49.5	429	6.2
세전이익	111	88	26.6	74	49.7	92	-17.2	1.2	-135	438	흑전	523	19.5
지배이익	84	66	26.6	60	39.2	69	-17.7	25.8	-199	314	흑전	394	25.3
영업이익률	3.6	3.9	-0.3	3.8	-0.2	3.1	-0.5	-0.4	2.5	3.6	1.1	3.7	0.1
순이익률	3.0	2.8	0.1	2.2	0.8	2.6	-0.4	0.5	-1.8	2.9	4.7	3.5	0.6
EPS(원)	278	273	1.7	232	19.9	229	-17.7	-19.2	-193	261	흑전	318	21.8
BPS(원)	3,353	3,349	0.1	3,064	9.4	3,416	1.9	-20.4	3,671	3,104	-15.5	3,422	10.3
ROE(%)	8.3	8.2	0.1	7.6	0.7	6.7	-1.6	0.1	-6.0	8.3	14.3	9.8	1.5
PER(X)	11.9	12.1	-	14.3	-	14.4	-	-	na	12.6	-	10.4	-
PBR(X)	1.0	1.0	-	1.1	-	1.0	-	-	0.8	1.1	-	1.0	-

자료: 한온시스템, 유진투자증권

주: EPS 는 annualized 기준

2Q26 잠정 실적

(십억원)	2Q26P	2Q25	1Q26	% yoy	% qoq	컨센서스	차이	당사추정치	차이
매출액	2,875	2,858	2,748	0.6	4.6	2,956	-2.8%	2,967	-3.1%
영업이익	104	64	97	61.3	6.7	113	-8.3%	117	-11.4%
세전이익	111	-26	107	흑자전환	3.7	89	24.6%	88	26.6%
지배이익	84	-16	67	흑자전환	25.4	60	38.6%	66	26.6%
% of Sales									
영업이익	3.6%	2.2%	3.5%			3.8%		3.9%	
세전이익	3.9%	-0.9%	3.9%			3.0%		3.0%	
지배이익	2.9%	-0.6%	2.4%			2.0%		2.2%	

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	11,241	11,544	11,328	11,836	-0.8%	-2.5%
영업이익	404	429	416	450	-2.9%	-4.5%
세전이익	438	523	405	501	8.1%	4.4%
지배이익	314	394	289	377	8.7%	4.5%
% of Sales						
영업이익	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%		
세전이익	3.9%	4.5%	3.6%	4.2%		
지배이익	2.8%	3.4%	2.6%	3.2%		

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025A	2026E
매출액	2,617	2,859	2,706	2,703	2,748	2,875	2,738	2,880	10,884	11,241
유럽	837	915	839	838	962	1,006	914	963	3,374	3,846
미국	785	858	812	811	742	776	828	835	3,265	3,181
한국	680	798	731	730	742	776	658	744	2,939	2,920
아시아	314	288	325	324	302	316	338	337	1,306	1,294
매출원가	2,427	2,604	2,418	2,424	2,460	2,563	2,459	2,560	9,874	10,042
매출총이익	190	254	288	278	289	312	279	320	1,010	1,199
판관비	169	190	192	188	191	209	195	201	740	795
영업이익	21	64	95	90	98	104	85	119	270	404
세전이익	-17	-26	91	-183	107	111	92	127	-135	438
지배이익	-24	-16	55	-213	67	84	69	95	-199	314
성장률(%)										
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	0.6	1.2	6.6	8.9	3.3
영업이익	-67.7	-10.2	-1.0	흑자전환	362.8	61.3	-11.3	32.5	182.6	49.7
지배이익	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	25.8	흑자전환	적자지속	흑자전환
이익률(%)										
매출총이익	0.0	8.9	10.6	10.3	0.0	10.9	10.2	11.1	9.3	10.7
영업이익	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	3.1	4.1	2.5	3.6
지배이익	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	2.9	2.5	3.3	-1.8	2.8

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템(018880.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	10,620	10,492	10,717	11,244	11,799
유동자산	4,439	4,413	4,773	5,395	6,008
현금성자산	1,357	928	1,410	2,023	2,574
매출채권	1,349	1,562	1,515	1,519	1,551
재고자산	1,241	1,405	1,326	1,325	1,349
비유동자산	6,181	6,080	5,943	5,849	5,791
투자자산	966	1,171	1,232	1,282	1,334
유형자산	2,864	2,724	2,600	2,575	2,573
기타	2,351	2,185	2,111	1,991	1,884
부채총계	7,622	6,579	6,731	6,865	6,984
유동부채	5,034	3,985	4,465	4,577	4,674
매입채무	2,196	1,884	2,056	2,165	2,259
유동성이자부채	2,584	1,769	2,073	2,073	2,073
기타	254	332	336	339	342
비유동부채	2,588	2,594	2,266	2,288	2,310
비유동이자부채	2,131	2,097	1,729	1,729	1,729
기타	456	498	537	559	581
자본총계	2,999	3,913	3,986	4,380	4,814
자배지분	2,853	3,768	3,838	4,231	4,666
자본금	68	103	124	124	124
자본잉여금	561	1,504	1,863	1,863	1,863
이익잉여금	1,702	1,521	1,837	2,231	2,666
기타	523	640	14	14	14
비지배지분	145	145	148	148	148
자본총계	2,999	3,913	3,986	4,380	4,814
총차입금	4,715	3,866	3,802	3,802	3,802
순차입금	3,358	2,937	2,392	1,778	1,227

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	569	112	641	1,222	1,182
당기순이익	(359)	(197)	321	402	443
자산상각비	651	742	742	716	701
기타비현금성손익	557	576	(992)	(26)	(25)
운전자본증감	31	(700)	337	104	36
매출채권감소(증가)	177	(318)	245	(4)	(32)
재고자산감소(증가)	(49)	(122)	122	1	(24)
매입채무증가(감소)	(221)	(126)	147	109	94
기타	123	(135)	(177)	(2)	(2)
투자현금	(733)	(547)	(443)	(609)	(632)
단기투자자산감소	1	10	(16)	(1)	(1)
장기투자증권감소	2	0	7	9	8
설비투자	386	293	272	462	482
유형자산처분	13	49	2	0	0
무형자산처분	(348)	(187)	(109)	(109)	(109)
재무현금	651	1	238	0	0
차입금증가	98	(976)	(135)	0	0
자본증가	552	977	380	0	0
배당금지급	46	2	0	0	0
현금 증감	568	(422)	455	612	550
기초현금	779	1,346	925	1,379	1,992
기말현금	1,346	925	1,379	1,992	2,542
Gross Cash flow	850	1,121	366	1,118	1,145
Gross Investment	703	1,257	90	504	594
Free Cash Flow	147	(136)	275	614	551

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,241	11,544	12,048
증가율(%)	5.0	8.9	3.3	2.7	4.4
매출원가	9,187	9,874	10,042	10,298	10,733
매출총이익	812	1,010	1,199	1,246	1,316
판매 및 일반관리비	717	740	795	907	852
기타영업손익	14	3	7	14	(6)
영업이익	96	270	404	429	463
증가율(%)	(66.3)	183.0	49.5	6.2	7.9
EBITDA	747	1,012	1,146	1,145	1,164
증가율(%)	(15.3)	35.6	13.2	(0.1)	1.7
영업외손익	(425)	(405)	33	94	114
이자수익	33	35	30	30	31
이자비용	265	239	172	172	172
지분법손익	13	11	13	13	13
기타영업외손익	(207)	(212)	162	222	241
세전순이익	(330)	(135)	438	523	577
증가율(%)	적전	적지	흑전	19.5	10.3
법인세비용	20	62	117	121	134
당기순이익	(359)	(197)	321	402	443
증가율(%)	적전	적지	흑전	25.1	10.3
지배주주지분	(363)	(199)	314	394	435
증가율(%)	적전	적지	흑전	25.3	10.5
비지배지분	5	1	7	8	8
EPS(원)	(471)	(193)	261	318	352
증가율(%)	적전	적지	흑전	21.8	10.5
수정EPS(원)	(471)	(193)	261	318	352
증가율(%)	적전	적지	흑전	21.8	10.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(471)	(193)	261	318	352
BPS	4,204	3,671	3,104	3,422	3,774
DPS	0	0	0	0	150
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	12.6	10.4	9.4
PBR	0.9	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	7.4	4.9	5.0	4.5	4.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	4.5
PCR	3.4	2.7	10.9	3.7	3.6
수익성(%)					
영업이익율	1.0	2.5	3.6	3.7	3.8
EBITDA이익율	7.5	9.3	10.2	9.9	9.7
순이익율	(3.6)	(1.8)	2.9	3.5	3.7
ROE	(13.9)	(6.0)	8.3	9.8	9.8
ROIC	1.1	3.0	4.6	5.4	5.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	112.0	75.1	60.0	40.6	25.5
유동비율	88.2	110.7	106.9	117.9	128.5
이자보상배율	0.4	1.1	2.3	2.5	2.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
매출채권회전율	7.6	7.5	7.3	7.6	7.8
재고자산회전율	8.4	8.2	8.2	8.7	9.0
매입채무회전율	4.9	5.3	5.7	5.5	5.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						한온시스템(018880.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 이재일	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2024-10-15	Buy	4,700	1년	-11.6	1.5		
2024-11-14	Buy	4,700	1년	-10.3	1.5		
2024-11-18	Buy	4,700	1년	-10.1	1.5		
2025-03-18	Buy	5,250	1년	-31.2	8.0		
2025-04-16	Buy	5,250	1년	-30.2	8.0		
2025-10-29	Buy	5,250	1년	-19.0	17.4		
2025-10-30	Buy	5,250	1년	-19.0	17.4		
2025-12-02	Buy	5,250	1년	-24.4	9.1		
2026-01-02	Buy	5,250	1년	-22.7	9.1		
2026-02-04	Buy	5,250	1년	-19.4	9.1		
2026-03-10	Buy	5,250	1년	-19.9	9.1		
2026-04-01	Buy	5,250	1년	-19.2	9.1		
2026-04-22	Buy	5,250	1년	-18.0	9.1		
2026-05-04	Buy	5,250	1년	-18.2	9.1		
2026-08-03	Buy	5,250	1년				