

종목 정보

BUY		
목표주가	4,000원	22.5%
현재주가	3,265원	
시가총액	3.4조원	
주식수 (유동주식 비중)	1,026,262,552주 (47.5%)	
52주 최저/최고	2,800원/5,730원	
60일-평균거래대금	1,185.5억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
한온시스템 (%)	-14.9	-0.3	3.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	29.0	-6.9	-39.7

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	4,000	5,000	-20.0%
2026E EPS	250	168	48.5%
2027E EPS	267	235	13.8%

컨센서스

커버 증권사 수	17
목표주가	5,068
추천 점수	3.7

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

한온시스템 (018880)

2Q26 Review: 수주 부진의 여파

- 지난 2년간 신규수주 부진으로, 원화 약세에도 매출액 성장이 정체. R&D 자산화율 축소(1Q26: 31%→2Q26: 23%)로 영업이익은 컨센서스 하회.
- 3분기 물량 증가 및 비용 회수로, 2026년 OPM 4% 목표 유지. 수익성은 기대치를 하회했으나, 실적 개선과 Capex축소로 현금흐름 개선은 본격화.
- 주가 회복을 위해서는 하반기에 현대차·기아 및 포드의 대형 신규 수주와 데이터 센터·ESS 열관리 사업의 가시적인 성과가 필요.

WHAT'S THE STORY?

목표주가 하향, 투자의견 BUY 유지: 매출액 정체 구간을 반영, Target Valuation 하향.

- 목표주가 4,000원으로 20% 하향:** 2026년과 2027년 평균 BPS에 Target P/B 1.0배 적용. Target P/B 1.0배는 기존 Target P/B에서 30% 하향한 것. 실적 Turnaround가 진행되고 있으나, 지난 2년간 신규수주 부진으로, 매출액이 정체. 이에 따라 ROE도 10%가 안되는 상황.
- 투자의견 BUY 유지:** 1) 5개 분기 연속 실적 개선세로 실적에 대한 신뢰 향상. R&D의 자산화 비중을 50% → 30% → 20%대로 축소했음에도, 2026년에 영업이익률 4% 수준 달성 예상. 영업이익률 4% 이상에서는 영업이익으로 이자 비용(연 2천억원) 감당이 가능하고, 점차 차입금도 감소 예상. 2) 실적이 안정되면 신사업 추진 여력이 생길 전망.

2분기 영업이익률 개선세 지속, 순이익 흑자 확대

- 매출 2.88조원(+0.6%YoY/+4.6%QoQ):** 우호적인 환율과 유럽 프리미엄 고객사 공급 확대가 미국과 한국의 물량 감소를 상쇄. 지역별로 유럽 매출이 +9%YoY 증가한 반면 미국은 -6%, 한국은 -2% 감소. 고객사별로는 메르세데스-벤츠와 BMW 매출이 각각 +36%, +19% 증가했으며, 현대차그룹 -4%, 포드 -5%, GM -7% 감소. xEV 매출 비중은 31% 기록.

(다음 페이지에 계속)

분기 실적

(십억원)	2Q26	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	2,875.2	0.6	4.6	-25.5	-2.7
영업이익	103.7	61.3	6.7	-27.1	-8.3
세전이익	85.3	흑전	-20.6	-28.7	-4.6
순이익	86.1	흑전	27.6	25.0	35.5
이익률 (%)					
영업이익	3.6				
세전이익	3.0				
순이익	3.0				

자료: 한온시스템, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2025	2026E	2027E
Valuation (배)			
P/E	n/a	13.1	12.2
P/B	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.0	5.3	4.9
Dividend (%)	0.0	0.0	3.1
EPS 증가율 (%)	적지	흑전	6.8
ROE (%)	-6.0	6.6	6.6
주당지표 (원)			
EPS	-257	250	267
BVPS	3,671	3,921	4,188
DPS	0	0	100

- **영업이익 1,037억원(+61.2%YoY/+6.7%QoQ, OPM 3.6%)**: 컨센서스 대비로는 하회했는데, R&D 비용 자산화 범위 축소(1Q 31%→2Q 23%) 영향. 공장 인력 등까지 자산화 하던 방식에서, 순수 R&D 비용만 자산화 하는 방향으로 변경했으며, 향후에도 비슷한 수준 유지 계획
구조조정 노력이 축적되면서 수익성 개선으로 이어지고 있음. 재료비와 운반비, 공장 운영 효율화 등 비용 절감 효과와 관세 리커버리 영향이 지속되고 있으며, 고객사 리커버리는 3분기에 집중될 예정.
- **당기순이익 861억원(+27.6%QoQ/흑자전환YoY)**: 전년 동기 151억원 적자에서 흑자 전환. 외화환산 손익 개선과 차입금 상환에 따른 이자비용 감소가 반영. 해외법인(네덜란드) 누적적자에 따른 일시 비용처리로, 법인세 비용 -10억원 기록.
- **재무구조 개선**: 상반기 말 순차입금/EBITDA는 2.46배로 2025년 말 2.90배 대비 하락했으며, EBITDA/순이자비용은 6.63배로 상승.
- **CAPEX 피크아웃으로 잉여현금흐름 개선**: 상반기 순 유형자산 투자는 800억원으로 연간 계획 3,000억원 대비 집행률이 낮아, 연간 계획 하회 예상EBITDA 대비 CAPEX 비중은 과거 평균 40% 이상에서 1H26 25.5%까지 하락. 2026년에는 순현금흐름 흑자 전환이 예상되며, 이를 기반으로 추가 차입금 상환도 가능할 전망.
- **1H26 신규 수주 3.42억달러로 부진**: 연간 목표 13억달러 대비 26% 달성. 기존 프로그램 연장 수주는 2.40억달러, 신규 프로그램 수주는 1.02억달러 기록. 고객사들의 의사결정 일정이 하반기에 집중돼 있으며, 3분기-4분기에 현대차·기아와 포드의 대형 프로그램 수주 결과가 순차적으로 확인될 전망. 기존 ICE·HEV 프로그램의 Life Cycle Extension은 추가 투자 부담 없이 안정적인 매출과 수익성 확보 가능.

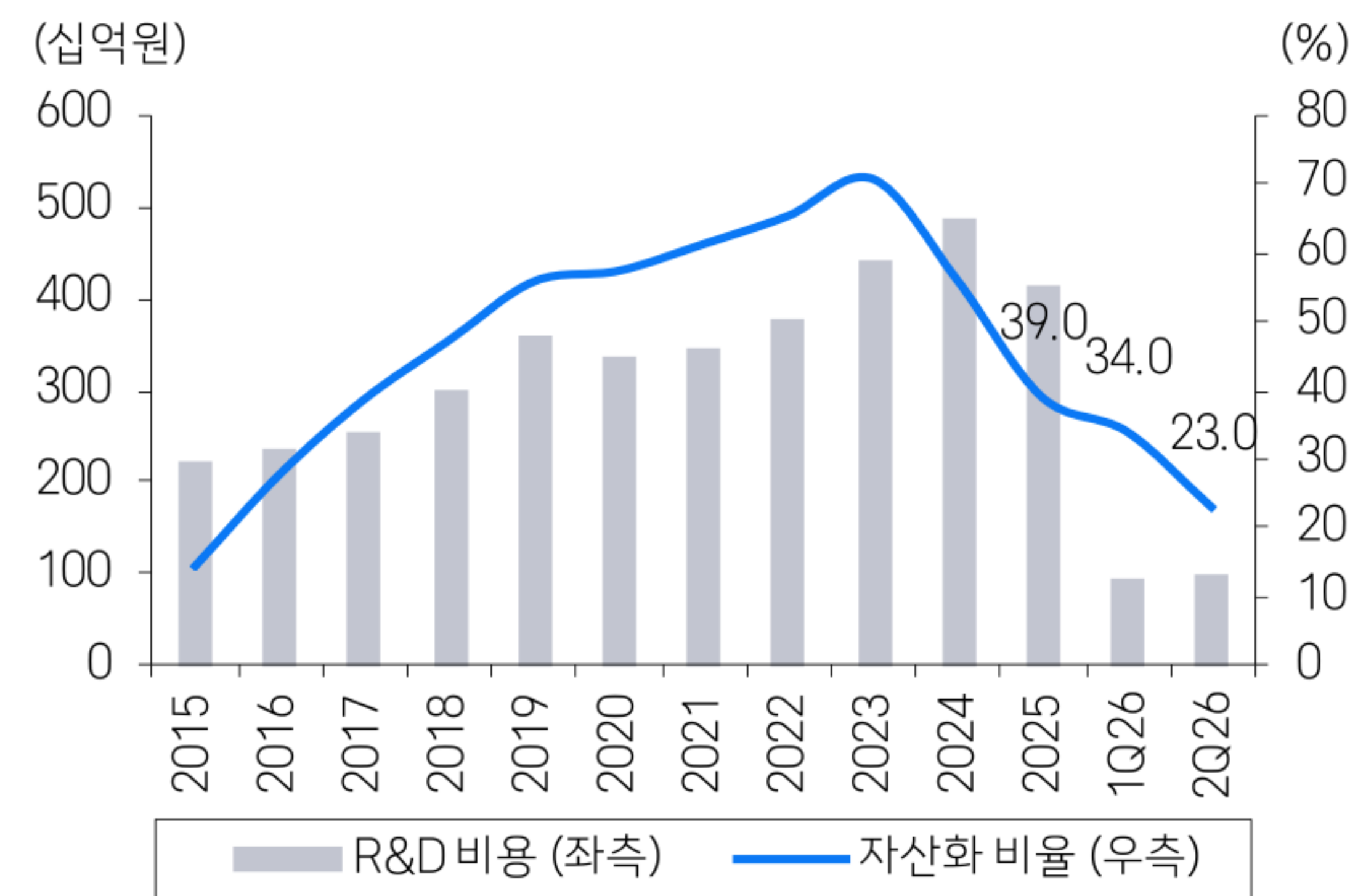
3분기 실적 전망: 고객사 생산물량 증가와 비용 회수.

- **컨센서스 부합 예상**: 매출액 2.78조원(-3.1%QoQ/+2.9%YoY) 및 영업이익 1,130억원(+9.1%QoQ/+18.7%YoY)으로 영업이익률 4.1% 예상. Fnguide기준 컨센서스는 매출액 2.95조원 및 영업이익 1,134억원으로, 영업이익률 3.8% 예상.
- **데이터센터·ESS 열관리 사업은 기대 요인이나 아직 초기 단계**: 기존 차량용 밸브와 열교환기 등 즉시 적용 가능한 제품을 중심으로 잠재 고객사에 프로토타입을 공급하고 일부 RFQ도 수령. 현재는 개발 콘셉트와 초기 협의 단계로 매출 발생 시점과 사업 규모를 판단하기에는 이른 상황. 자동차 열관리 기술을 신규 시장으로 확장할 수 있다는 점은 긍정적이나, 추가 모멘텀이 되기 위해서는 구체적인 고객사와 수주 규모 확인이 필요.

2대 주주의 풋옵션: 주가가 행사가격과 차이가 커지면서, 풋 옵션 행사가능성 높아짐.

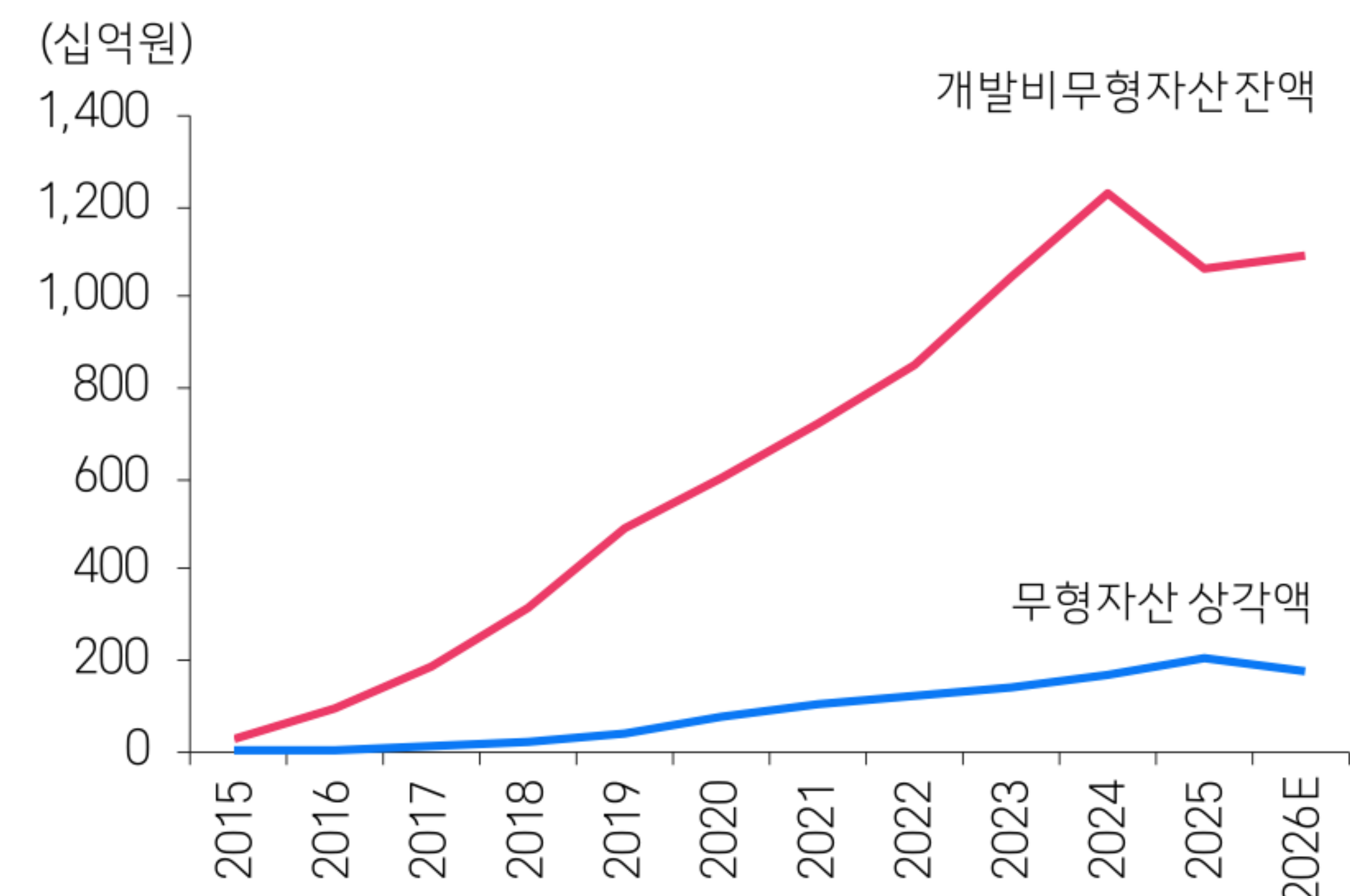
- **행사 대상**: 2대 주주인 한앤코가 1대 주주인 한국타이어앤테크놀로지에 행사 가능.
- **행사 기간**: 2027년 1월 11일 ~ 2월 11일(1개월) 행사 가능.
- **행사 가격 및 규모**: 행사가격 5,200원 및 보유 지분의 40%(58,718천 주). 금액 3,053억원.

한온시스템 R&D 투자 및 Capitalization 비중



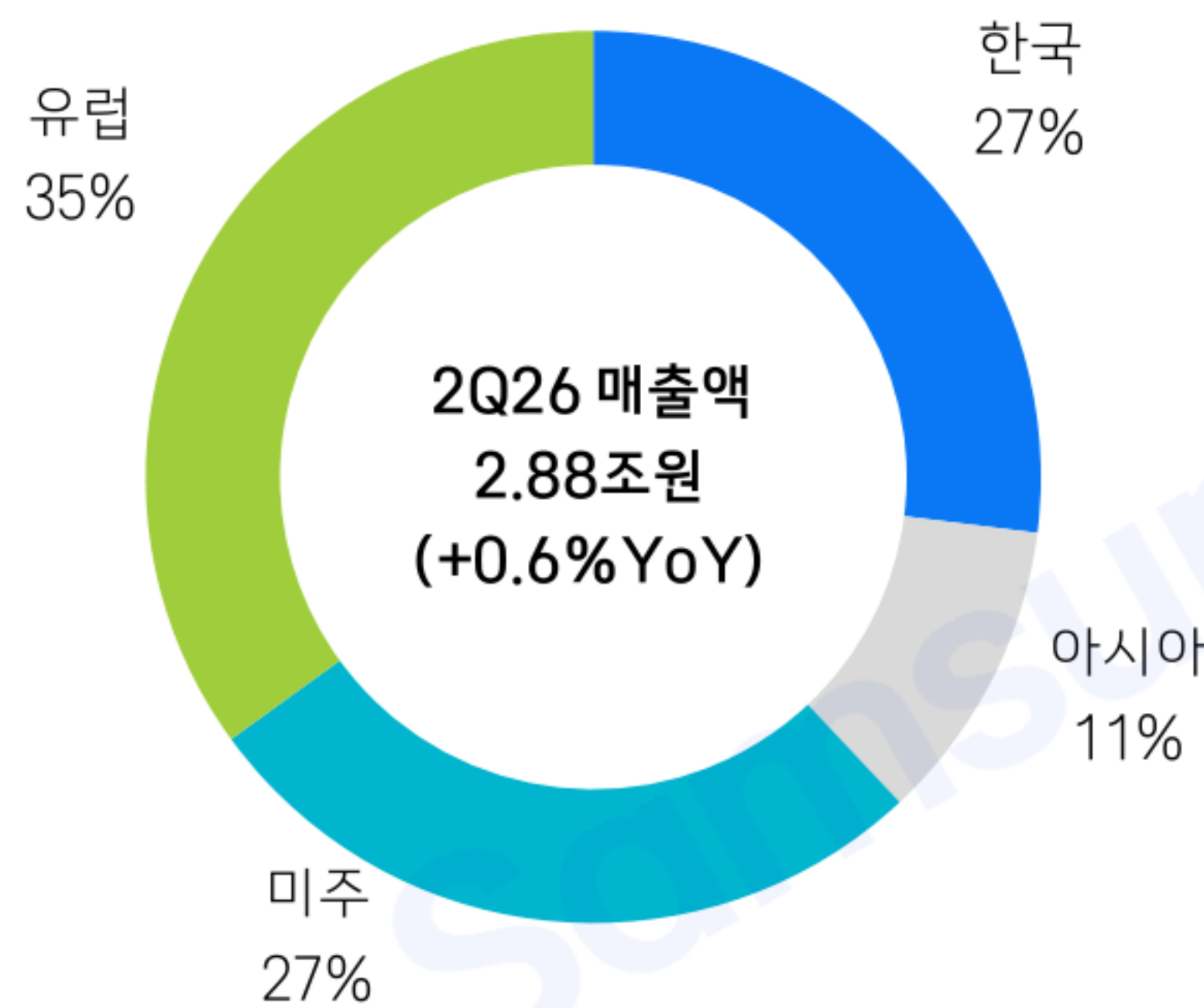
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

한온시스템 개발비 무형자산 상각액과 잔액



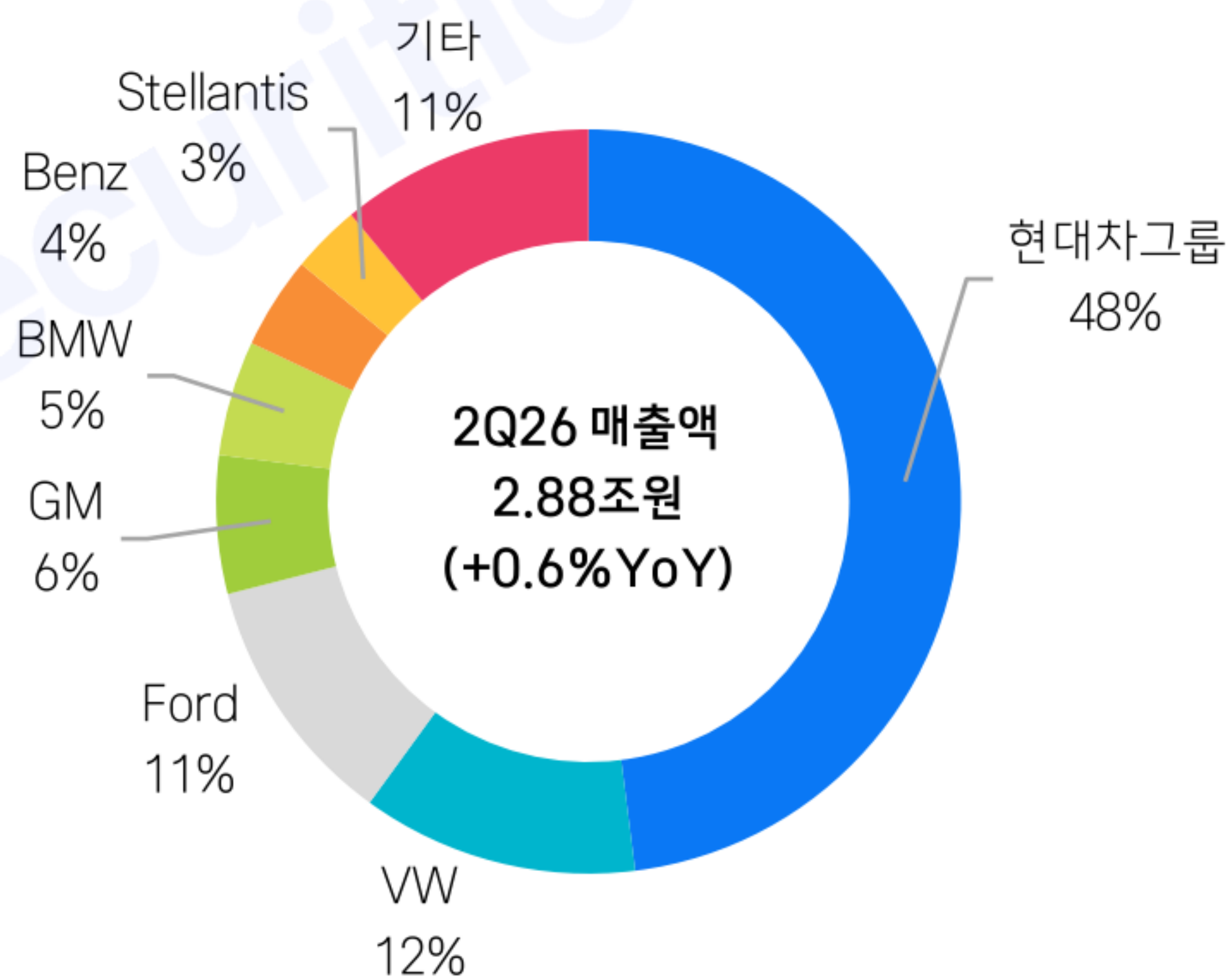
자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

한온시스템: 지역별 매출 비중



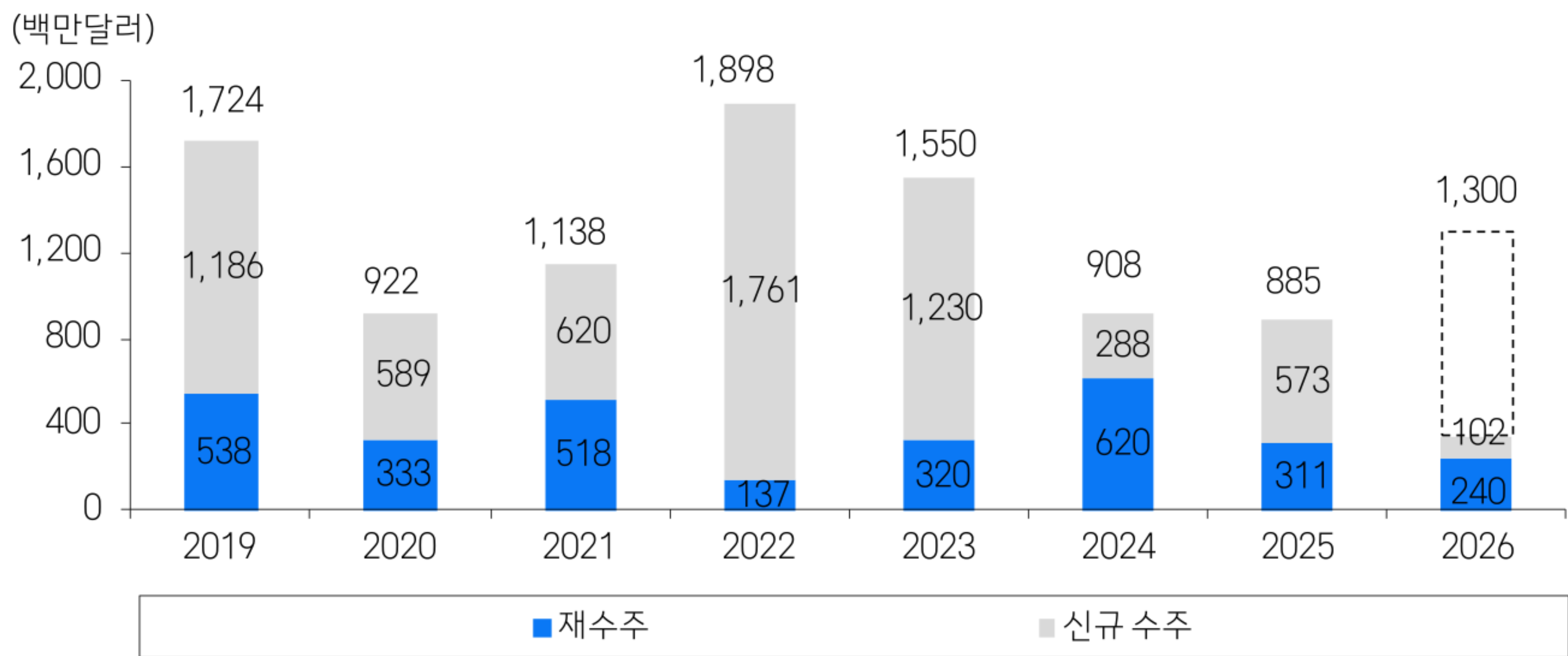
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 고객사별 매출 비중



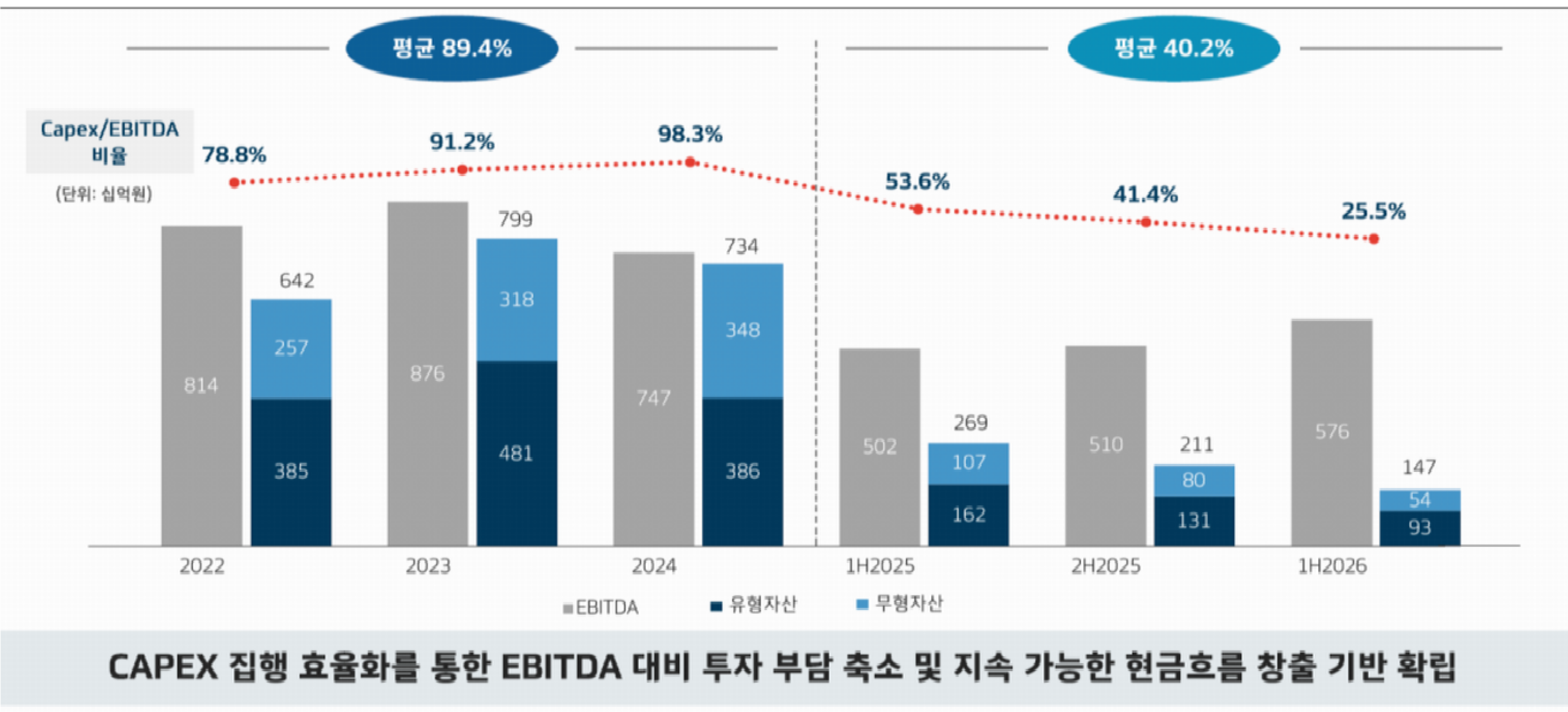
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 상반기 신규수주 추이



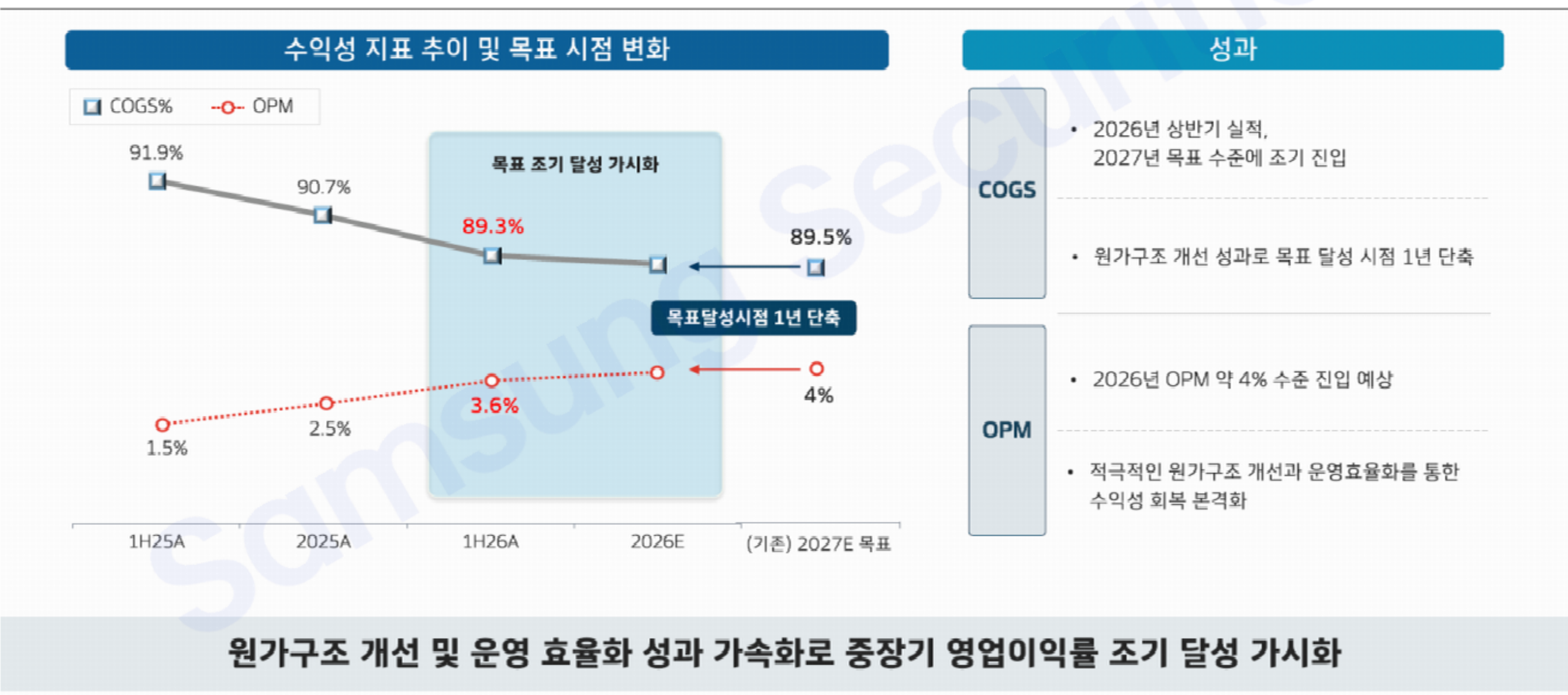
자료: 한온시스템, 삼성증권

한온시스템: 투자 효율화 기반의 재무 체질 개선



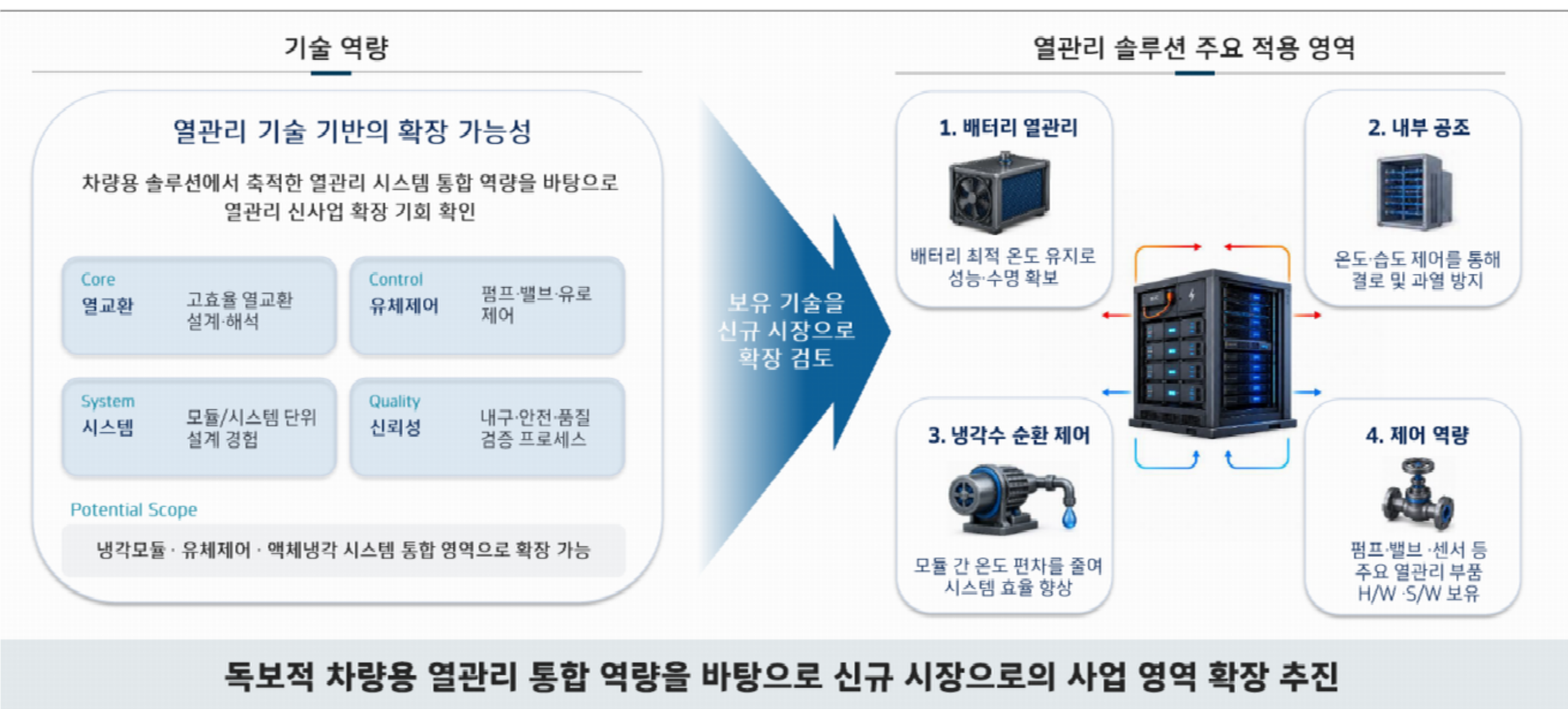
자료: 한온시스템

한온시스템: 구조적 수익성 개선을 통한 펀더멘탈 강화



자료: 한온시스템

한온시스템: 열관리 기술 기반 중장기 사업 기회 확대



자료: 한온시스템

한온시스템: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러(평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,502	1,500	1,450	1,365	1,423	1,480	1,390
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,785	2,766	9,999	10,884	11,175	11,056
(% y-y)	8.8	11.7	8.3	6.6	-3.8	6.3	3.1	0.7	5.0	8.9	2.7	-1.1
한국	949	1,050	1,004	927	963	979	929	886	3,625	3,930	3,757	3,684
중국	454	480	493	458	474	307	328	125	1,720	1,885	1,234	1,278
북미	772	810	802	784	739	894	900	778	2,502	3,167	3,311	3,443
유럽	1,379	1,526	1,397	1,432	1,485	1,741	1,676	1,889	5,065	5,733	6,791	6,498
연결조정	-936	-1,007	-990	-898	-913	-1,046	-1,048	-912	-3,391	-3,831	-3,918	-3,847
매출총이익	190	254	288	278	288	312	297	300	812	1,010	1,198	1,255
영업이익	21	64	95	90	97	104	113	122	96	270	436	469
(% y-y)	-67.7	-10.2	-1.0	-165.2	51.1	8.8	26.1	25.8	-66.3	183.0	61.3	7.6
한국	25	54	41	-9	21	-49	-28	-44	-7	112	-100	-74
중국	22	16	35	23	41	18	20	8	51	95	87	55
북미	-13	-12	17	71	19	-18	-18	-16	49	64	-33	-10
유럽	-18	35	11	-7	30	157	134	151	52	22	471	536
연결조정	5	-29	-10	10	-14	-5	5	23	-50	-23	10	-38
세전계속사업이익	-17.3	-26	91	-183	107.5	85	82	64	-330	-135	339	362
순이익	-23	-15	55	-215	67	86	62	48	-359	-197	263	279
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	85	60	47	-363	-199	260	274
(% y-y)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	10.4	흑전	적전	적지	흑전	5.4
이익률 (%)												
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	10.7	10.8	8.1	9.3	10.7	11.4
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	4.1	4.4	1.0	2.5	3.9	4.2
순이익률	-0.9	-0.5	2.0	-8.0	2.5	3.0	2.2	1.7	-3.6	-1.8	2.4	2.5
지배주주순이익률	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	3.0	2.2	1.7	-3.6	-1.8	2.3	2.5

자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,999	10,884	11,177	11,056	11,771
매출원가	9,187	9,874	9,982	9,801	10,387
매출총이익	812	1,010	1,196	1,256	1,384
(매출총이익률, %)	8.1	9.3	10.7	11.4	11.8
판매 및 일반관리비	717	740	762	786	821
영업이익	96	270	434	470	564
(영업이익률, %)	1.0	2.5	3.9	4.3	4.8
영업외손익	-435	-405	-97	-107	-97
금융수익	189	223	29	39	56
금융비용	470	338	197	179	179
지분법손익	13	11	0	0	0
기타	-167	-301	71	33	25
세전이익	-339	-135	337	363	467
법인세	20	62	75	84	107
(법인세율, %)	-5.8	-46.3	22.3	23.0	23.0
계속사업이익	-349	-197	262	280	359
중단사업이익	-9	0	0	0	0
순이익	-359	-197	262	280	359
(순이익률, %)	-3.6	-1.8	2.3	2.5	3.1
지배주주순이익	-363	-199	257	274	352
비지배주주순이익	5	1	5	6	7
EBITDA	747	1,012	1,080	1,037	1,066
(EBITDA 이익률, %)	7.5	9.3	9.7	9.4	9.1
EPS (지배주주)	-594	-257	250	267	343
EPS (연결기준)	-587	-255	255	272	350
수정 EPS (원)*	-594	-257	250	267	343

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	569	112	887	855	812
당기순이익	-359	-197	262	280	359
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,208	1,318	884	784	726
유형자산 감가상각비	443	503	446	400	362
무형자산 상각비	208	239	200	168	140
기타	557	576	238	217	224
영업활동 자산부채 변동	31	-700	-20	8	-50
투자활동에서의 현금흐름	-733	-547	-200	-200	-201
유형자산 증감	-372	-244	-200	-200	-200
장단기금융자산의 증감	-0	8	-0	0	-1
기타	-360	-311	-0	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	651	1	-655	-0	-102
차입금의 증가(감소)	529	-850	-655	-0	0
자본금의 증가(감소)	599	978	-0	0	0
배당금	-46	-2	0	0	-103
기타	-431	-126	0	0	0
현금증감	568	-422	29	656	502
기초현금	779	1,346	925	954	1,610
기말현금	1,346	925	954	1,610	2,112
Gross cash flow	850	1,121	1,145	1,064	1,085
Free cash flow	184	-181	687	655	612

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한온시스템, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,439	4,413	4,535	5,153	5,883
현금 및 현금등가물	1,346	925	954	1,610	2,112
매출채권	1,259	1,437	1,476	1,460	1,554
재고자산	1,241	1,405	1,443	1,427	1,519
기타	592	646	663	656	698
비유동자산	6,181	6,080	5,637	5,268	4,974
투자자산	113	111	114	112	120
유형자산	2,864	2,724	2,479	2,279	2,117
무형자산	2,351	2,185	1,984	1,817	1,677
기타	853	1,060	1,060	1,060	1,060
자산총계	10,620	10,492	10,172	10,421	10,857
유동부채	5,034	3,985	3,389	3,365	3,511
매입채무	1,354	1,205	1,237	1,224	1,303
단기차입금	1,902	1,008	1,108	1,108	1,108
기타 유동부채	1,778	1,772	1,044	1,033	1,099
비유동부채	2,588	2,594	2,608	2,602	2,635
사채 및 장기차입금	1,704	1,545	1,545	1,545	1,545
기타 비유동부채	884	1,050	1,063	1,058	1,090
부채총계	7,622	6,579	5,997	5,967	6,146
지배주주지분	2,853	3,768	4,024	4,298	4,548
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,777	2,051	2,301
기타	523	640	640	640	640
비지배주주지분	145	145	150	156	163
자본총계	2,999	3,913	4,175	4,454	4,711
순부채	3,358	2,937	2,253	1,597	1,095

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	5.0	8.9	2.7	-1.1	6.5
영업이익	-66.3	183.0	60.6	8.3	19.9
순이익	적전	적지	흑전	6.8	28.5
수정 EPS**	적전	적지	흑전	6.8	28.5
주당지표					
EPS (지배주주)	-594	-257	250	267	343
EPS (연결기준)	-587	-255	255	272	350
수정 EPS**	-594	-257	250	267	343
BPS	3,697	3,671	3,921	4,188	4,432
DPS (보통주)	0	0	0	100	100
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	13.1	12.2	9.5
P/B***	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.6	5.0	5.3	4.9	4.3
비율					
ROE (%)	-13.9	-6.0	6.6	6.6	8.0
ROA (%)	-3.6	-1.9	2.5	2.7	3.4
ROIC (%)	1.6	5.8	4.9	5.6	7.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	37.4	29.1
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	3.1	3.1
순부채비율 (%)	112.0	75.1	54.0	35.8	23.2
이자보상배율 (배)	0.4	1.1	2.2	2.6	3.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 7월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 7월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2024/2/15	8/9	11/14	2025/5/9	9/25	10/30	11/14	2026/4/30	6/29	7/31
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY
TP (원)	6507	4648	4183	3718	2789	3718	3718	4000	5000	4000
과리율 (평균)	-24.54	-19.82	-10.70	-17.47	17.07	10.12	0.73	19.62	-28.75	
과리율 (최대or최소)	-7.29	-13.81	6.00	-5.12	1.65	4.63	-24.69	-11.00	-23.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.06.30 기준
매수(85.5%)·중립(14.5%)·매도(0%)

Samsung Securities

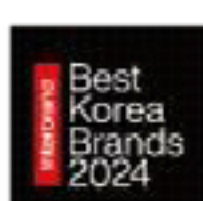
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA