

한온시스템 (018880)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

체질개선을 통해 전동화 과도기를 극복 중

2Q 컨센서스 8% 하회했으나, 원가 개선 노력으로 수익성 개선

한온시스템의 2026년 2분기 실적은 매출액 2조 8,752억원(YoY +0.6%), 영업이익 1,037억원(YoY +61%), 영업이익률 3.6%(YoY +1.4%p)를 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스(1,131억원)에는 8% 하회한 실적이었다.

매출액은 북미와 한국 시장의 일부 물량 조절에도 불구하고 메르세데스-벤츠, BMW 등 유럽 프리미엄 고객사 향 공급 확대와 우호적인 환율 덕분에 강보합을 기록했다. 매출 증가율이 거의 플랫했던 반면 영업이익은 구조적 원가 개선과 우호적 환율 효과에 힘입어 뚜렷한 수익성 개선을 보여주었다. 재료비와 운반비 중심의 원가구조 혁신으로 매출원가율이 전년동기 91.1%에서 89.1%로 하락하고, 고객사로부터의 관세 리커버리 효과가 더해진 결과다. 지배순이익 역시 외화 환산 손익 개선과 이자 비용 감소로 853억원을 기록하며 흑자 전환에 성공했다.

R&D 자산화율 축소를 통한 이익의 질 제고, 신규 열관리 시장 진출 추진

과거 과도했던 연구개발비 자산화율을 전략적으로 축소(2분기 기준 전체 R&D의 23%)하고 있으며, 이로 인해 단기적인 판관비율(7.3%) 상승이 나타났으나 이는 향후 발생할 감가상각 부담을 선제적으로 제거해 구조적인 체질을 개선하는 긍정적인 과정으로 이해된다. 또한, 기존 차량용 열관리 영역(펌프, 밸브 등)에서 축적한 통합 역량을 데이터센터 및 ESS(에너지저장장치) 등 고발열 환경의 신규 시장으로 확장하는 방안을 적극 검토 중이며, 이미 관련 기업에 프로토타입을 제공하는 등 유의미한 초기 논의를 진행하고 있어 새로운 중장기 성장 동력 기대감이 높아지고 있다.

Fig. 1: 한온시스템 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	9,999	10,884	11,229	11,688	12,161
영업이익	96	270	421	472	509
세전이익	-330	-135	354	364	414
순이익[지배]	-363	-199	272	285	325
EPS(원)	-594	-257	265	278	316
증감률(%)	적자전환	적자지속	흑자전환	4.9	13.7
PER(배)	-	-	14.6	13.9	12.2
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.5	5.0	5.7	5.3	4.9
ROE(%)	-13.9	-6.0	6.9	6.6	7.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한온시스템, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견

[유지]

보유

목표주가(6M)

4,300원

[하향]

11.3%

현재주가

3,865원

2026/8/12

주식지표

시가총액	3,967십억원
52주최고가	5,730원
52주최저가	2,800원
상장주식수	102,626만주/0.0만주
자본금/액면가	103십억원/100원
60일평균거래량	1,371만주
60일평균거래대금	65십억원
외국인지분율	7.0%
자기주식수	1.1만주/0.0%
주요주주및지분율	
한국타이어엔테	51.1%
크놀로지 외	
국민연금공단	5.3%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

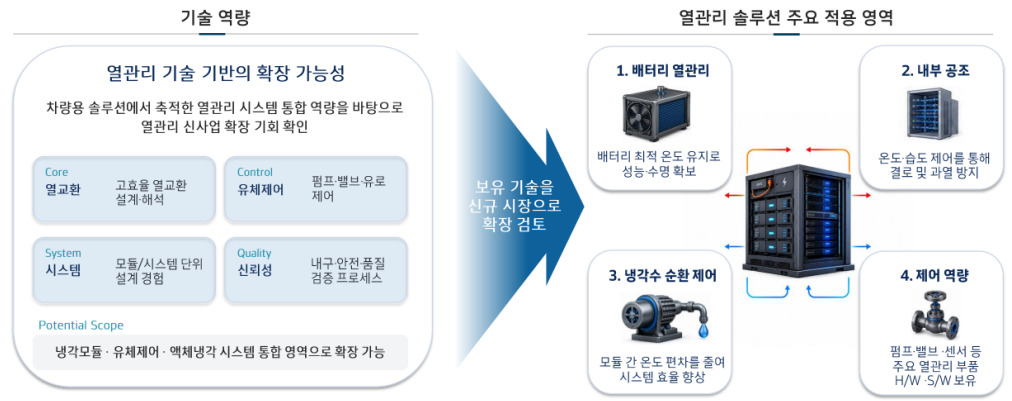
BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

Fig. 2: 한온시스템 열관리 기술 기반 중장기 사업 기회 확대



자료: 한온시스템, BNK투자증권

회사측은 '27년 영업이익률 목표 약 4% 수준을 '26년에 조기 진입할 것으로 기대

회사측은 3분기의 경우 고객사 물량 증가와 주요 리커버리 집중 효과로 2분기보다 개선된 실적을 거둘 것으로 전망하고 있으며, 특히 적극적인 원가구조 개선의 성과가 조기 가시화되면서, 당초 2027년 목표였던 연간 영업이익률 약 4% 수준에 올해 2026년 조기 진입할 것으로 기대하고 있다(다만 우리는 보수적으로 '27년 연간 OPM 4% 진입을 전망한다). 더불어 연간 CAPEX(설비투자)는 가이던스인 3,000억 원을 하회하며 효율적으로 집행될 예정이고, 상반기에 3.4억 달러로 연간 목표 대비 다소 부진했던 신규 수주 역시 현대차그룹과 포드 등의 굵직한 프로젝트가 하반기에 집중되어 있어 수주 모멘텀이 회복될 것으로 기대하고 있다.

투자 의견 보유 유지, 목표주가는 4,300원으로 하향

투자 의견 보유를 유지하며, 목표주가는 4,300원으로 하향한다(기존 5,000원). 목표주가는 '26년 예상실적에 목표 PBR 1.05배(과거 3개년 PBR 평균)를 적용했다. 2분기 컨센서스 하회, 신규수주와 매출성장이 기대에 못미치는 부분을 감안했다. 목표주가의 내재 PER은 16.2배 수준이다. 수주 턴어라운드와 수익성 향상 속도가 밸류에이션 메리트를 높일 때 매수로 상향할 수 있을 것으로 기대한다.

투자 포인트는 1) 내연기관(ICE)부터 하이브리드(HEV, PHEV), 전기차(BEV)까지 모든 파워트레인에 대응 가능한 포트폴리오를 갖추고 있어 시장 변화에 유연한 대처가 가능하며, 2) 설비투자 효율화를 통한 구조적인 잉여현금흐름(FCF) 창출기 진입과 재무 건전성(부채비율 157%로 하락) 회복에 접어들고 있다는 점이다.

다만 리스크 요인은 글로벌 전동화 전환 속도 둔화에 따른 고객사의 생산계획 조정 불확실성과 이에 따른 수주의 회복 지연을 들 수 있다. 또한 수급 측면에서 내년 1~2월 한앤컴퍼니가 한국타이어를 상대로 주당 5,200원에 풋옵션을 행사할 수 있는 일정이 다가오고 있어, 주가 저항성 및 오버행 부담으로 작용할 개연성도 있다.

표 1. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,783	2,822	10,884	11,229	11,688
매출총이익	190	254	288	278	288	312	313	319	1,010	1,232	1,318
판매비	169	190	192	188	191	209	201	211	740	812	846
영업이익	21	64	95	90	97	104	112	108	270	421	472
세전이익	-17	-26	91	-183	107	85	81	80	-135	354	364
지배순이익	-24	-16	55	-213	67	85	60	60	-199	272	285
(증감률, % y-y)											
매출액	8.9	11.6	8.2	6.6	5.0	0.6	2.8	4.4	8.9	3.2	4.1
영업이익	-69.0	-10.6	1.4	흑전	361.9	62.5	17.9	20.0	182.6	55.9	12.1
세전이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-10.6	흑전	적지	흑전	2.6
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	10.6	흑전	적지	흑전	4.9
(이익률, %)											
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	11.2	11.3	9.3	11.0	11.3
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	4.0	3.8	2.5	3.7	4.0
세전이익률	-0.7	-0.9	3.4	-6.8	3.9	3.0	2.9	2.8	-1.2	3.2	3.1
지배순이익률	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	3.0	2.2	2.1	-1.8	2.4	2.4

자료: 한온시스템, BNK투자증권

2Q26 실적발표 Q&A 세션 요약**1. 신규 수주 및 신사업(데이터센터, 스마트카) 진행 현황**

중국 시장의 경우 기존 벤츠와 BMW에 적용했던 콤팩트 서멀 시스템(열관리 플랫폼)에 대해 다수의 중국 로컬 OEM들이 큰 관심을 보이고 있으며, 현재 긍정적인 비즈니스 재정립과 협의를 진행 중임. 시장의 관심이 높은 데이터센터 등 비차량용 열관리 신사업과 관련해서는 빅테크 등과 활발히 논의 중이며, 회사가 보유한 기존 밸브 기술 등을 활용해 프로토타입을 제공하고 RFQ(견적요청서)를 받는 등 초기 단계이나 매우 긍정적인 성과를 내고 있음. 또한 현대차그룹의 스마트카(eM 플랫폼) 관련 수주는 하반기 중 가시적인 결과를 기대하고 있음.

2. 원가구조 개선 및 R&D 회계 정책 변경의 영향

2분기 영업이익률이 당초 기대치보다 낮아 보일 수 있으나, 이는 과거 60%에 달했던 R&D 비용 자산화율을 22~23% 수준으로 대폭 축소하면서 회계상 비용 인식이 크게 늘어났기 때문임. 2024년 대비 약 2,500억~2,600억 원의 추가 비용을 인식하고 있음에도 영업 흑자를 기록한 것은 실제 회사의 현금창출력(EBITDA 및 FCF)과 펀더멘탈이 크게 개선되었음을 의미함. 이 23% 수준의 건전한 R&D 자산화율 기조는 향후에도 계속 유지될 예정임.

또한 부담이 컸던 미국 관세 문제는 고객사와의 단가 조정(Piece Price) 및 CBP(Customs and Border Protection; 차부품 관세 상쇄용) 크레딧 전환을 통해 성공적으로 리커버리하고 있어 부정적 영향이 대폭 축소되었음. 3분기에는 고객사 물량 반등과 리커버리 집중 효과로 2분기 보다 향상된 마진이 기대됨.

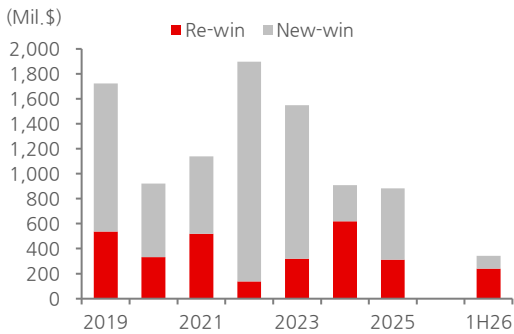
3. 하반기 CAPEX(설비투자) 및 재무 관리 전략

상반기 순 설비투자는 800억 원이 집행되었으며, 연간 가이드스인 3,000억 원을 하회하는 수준에서 효율적으로 마무리될 것으로 경영진은 전망하고 있음. 특히 기존에 장부상 이익을 위해 매각 후 재임대(세일 앤 리스백)했던 자산 중 투자 회수 기간이 짧은 자산을 다시 바이백(Buy-back)하는 방안을 적극 검토하며 근본적인 재무 체질을 개선해 나갈 계획임.

4. 한앤컴퍼니 풋옵션 관련 수급 리스크

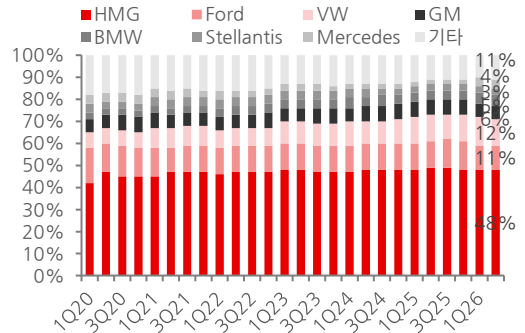
내년 1~2월 한앤컴퍼니가 한국타이어를 상대로 주당 5,200원에 지분을 넘길 수 있는 풋옵션 행사와 관련해서는, 최근 주가 하락으로 인해 한국타이어 측에 다소 부담스러운 수준이 된 것은 사실임. 현재 양측 간의 특별한 합의 사항은 없으나, 대주주인 한국타이어 측에서 행사 여부에 따른 여러 가지 경우의 수를 두고 내부 시뮬레이션을 진행하며 대응을 준비하고 있음.

Fig. 3: 한온시스템 신규 수주 추이



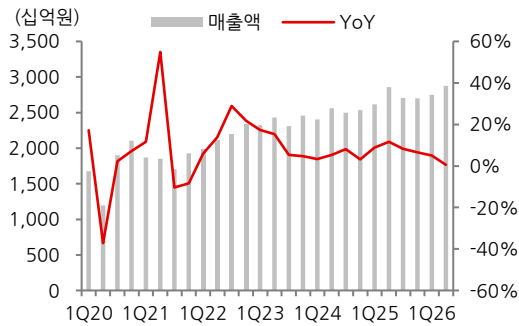
자료: 한온시스템, BNK투자증권

Fig. 4: 한온시스템 고객별 매출 비중



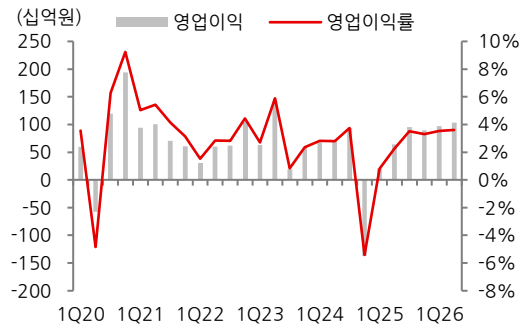
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: 한온시스템 매출액과 증가율 추이



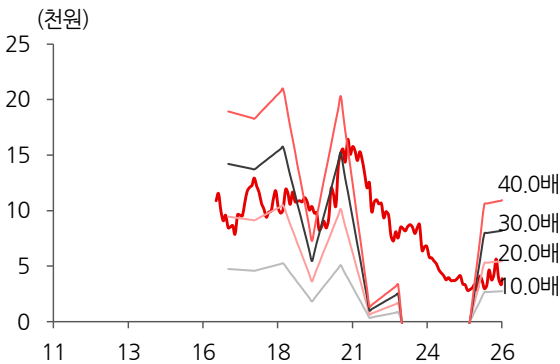
자료: 한온시스템, BNK투자증권

Fig. 6: 한온시스템 영업이익과 영업이익률 추이



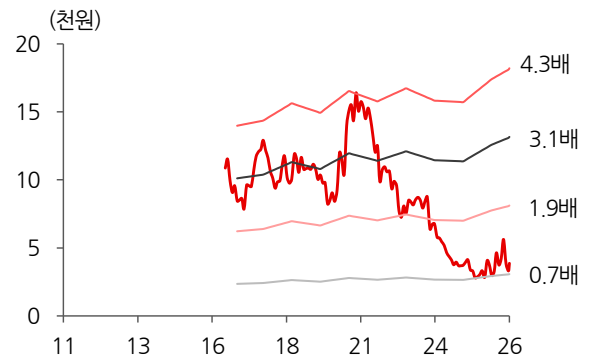
자료: 한온시스템, BNK투자증권

Fig. 7: 한온시스템 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 8: 한온시스템 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,439	4,413	4,823	5,334	5,909
현금성자산	1,346	925	1,193	1,575	1,926
매출채권	1,259	1,437	1,501	1,555	1,647
재고자산	1,241	1,405	1,467	1,520	1,610
비유동자산	6,181	6,080	6,057	5,935	5,863
투자자산	113	111	115	120	127
유형자산	2,864	2,724	2,666	2,547	2,465
무형자산	2,351	2,185	2,197	2,190	2,194
자산총계	10,620	10,492	10,879	11,269	11,772
유동부채	5,034	3,985	4,307	4,391	4,534
매입채무	1,354	1,205	1,258	1,303	1,381
단기차입금	1,902	1,008	1,143	1,143	1,143
비유동부채	2,588	2,594	2,249	2,267	2,299
사채및장기차입금	1,704	1,545	1,166	1,166	1,166
부채총계	7,622	6,579	6,556	6,658	6,833
지배기업지분	2,854	3,768	4,173	4,458	4,783
자본금	68	103	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	1,702	1,521	1,795	2,080	2,405
자본총계	2,999	3,913	4,323	4,611	4,939
총차입금	4,715	3,866	3,722	3,722	3,722
순차입금	3,345	2,925	2,525	2,144	1,793

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	569	112	1,000	965	967
당기순이익	-359	-197	275	288	328
비현금비용	1,548	1,630	1,115	962	957
감가상각비	651	742	739	716	699
비현금수익	-340	-312	-187	-63	-76
자산및부채의증감	31	-700	-5	-28	-49
매출채권감소	177	-318	75	-54	-93
재고자산감소	-49	-122	-20	-53	-91
매입채무증가	-221	-126	-77	45	78
법인세환급(납부)	-93	-111	-66	-76	-87
투자활동현금흐름	-733	-547	-529	-584	-617
유형자산증가	-386	-293	-324	-340	-360
유형자산감소	13	49	2	0	0
무형자산순감	-348	-187	-207	-250	-260
재무활동현금흐름	651	1	-221	0	0
차입금증가	529	-850	-144	0	0
자본의증감	599	978	0	0	0
배당금지급	-46	-2	0	0	0
현금의증가	568	-422	268	382	351
기말현금	1,346	925	1,193	1,575	1,926
잉여현금흐름(FCF)	184	-181	676	625	607

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,229	11,688	12,161
매출원가	9,187	9,874	9,997	10,370	10,765
매출총이익	812	1,010	1,232	1,318	1,397
매출총이익률	8.1	9.3	11.0	11.3	11.5
판매비와관리비	717	740	812	846	887
판매비율	7.2	6.8	7.2	7.2	7.3
영업이익	96	270	421	472	509
영업이익률	1.0	2.5	3.7	4.0	4.2
EBITDA	747	1,012	1,159	1,188	1,209
영업외손익	-425	-405	-66	-108	-95
금융이자손익	-231	-204	-132	-119	-105
외화관련손익	42	84	18	0	0
기타영업외손익	-236	-285	48	11	10
세전이익	-330	-135	354	364	414
세전이익률	-3.3	-1.2	3.2	3.1	3.4
법인세비용	20	62	80	76	87
법인세율	-6.1	-45.9	22.6	20.9	21.0
계속사업이익	-349	-197	275	288	328
당기순이익	-359	-197	275	288	328
당기순이익률	-3.6	-1.8	2.4	2.5	2.7
지배기업순이익	-363	-199	272	285	325
총포괄손익	-60	-63	416	288	328

주요투자지표

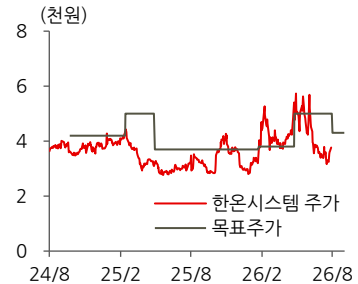
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	-594	-257	265	278	316
BPS	3,697	3,671	4,066	4,345	4,661
CFPS	1,390	1,450	1,172	1,157	1,178
DPS	0	0	0	0	0
PER (배)	-	-	14.6	13.9	12.2
PSR	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
PCR	2.7	2.0	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA	7.5	5.0	5.7	5.3	4.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	5.0	8.9	3.2	4.1	4.1
영업이익증가율	-66.3	183.0	55.6	12.2	8.0
순이익증가율	0.0	0.0	0.0	4.9	13.7
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	4.9	13.7
부채비율 (%)	254.2	168.1	151.6	144.4	138.4
차입금비율	157.2	98.8	86.1	80.7	75.4
순차입금/자기자본	111.6	74.7	58.4	46.5	36.3
ROA (%)	-3.6	-1.9	2.6	2.6	2.8
ROE	-13.9	-6.0	6.9	6.6	7.0
ROIC	1.6	5.8	4.6	5.3	5.7

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/8/12 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
한온시스템 (018880)	24/10/04	보유	4,200원	-8.8	2.9
	25/02/25	보유	5,000원	-30.4	-11.3
	25/05/12	보유	3,700원	-18.4	-4.7
	25/08/25	보유	3,700원	-9.0	15.4
	26/02/04	보유	3,800원	10.1	42.4
	26/05/07	보유	5,000원	-16.3	-36.8
	26/08/13	보유	4,300원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.