



한온시스템 (018880)

유럽 성장세 긍정적, 열관리 솔루션 중요성 부각될 시점 도래

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(상향): 5,100원

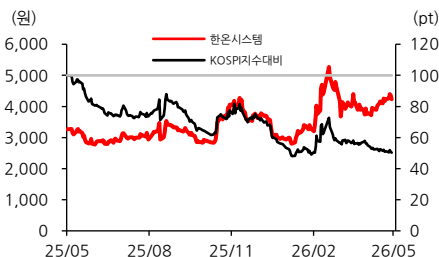
현재 주가(4/30)	4,230원
상승여력	▲20.6%
시가총액	43,411억원
발행주식수	1,026,263천주
52 주 최고가 / 최저가	5,270 / 2,775원
90 일 일평균 거래대금	964.27억원
외국인 지분율	6.2%
주주 구성	
한국타이어엔테크놀로지 (외)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%
한온시스템우리스주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.6	29.2	10.3	27.8
상대수익률(KOSPI)	-15.5	2.9	-51.1	-130.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,999	10,884	11,395	12,028
영업이익	96	270	433	454
EBITDA	747	1,012	1,163	1,145
지배주주순이익	-363	-199	305	317
EPS	-471	-193	297	309
순차입금	3,358	2,937	2,301	1,704
PER	-9.0	-21.9	14.2	13.7
PBR	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.3	7.2	5.7	5.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-13.9	-6.0	7.9	7.7

주가 추이



1Q 매출액 시장 기대치 부합, 영업이익 및 순이익은 소폭 상회

1Q 동사 매출액은 2,750억(+5.40 이하 YoY) 기록했고, 영업이익은 972억 원으로 전년 동기 대비 361% 증가. 지배주주 순이익도 흑자 전환. 글로벌 수요 둔화와 북미 IRA 보조금 종료, 중동 전쟁 상황 속에서도 국내외 유럽 매출은 각각 전년 동기 대비 7.3%, 15.9% 증가하며 매출 성장세를 지속. 특히 유럽 전기차 수요 증가로 VW(+19.1%), BMW(+29.2%) 등 유럽 주요 고객사 물량 증가가 매출 성장에 기여.

영업이익은 관세와 원자재 가격 상승 영향, 그리고 4Q24부터 진행된 R&D 비용 자산화 비중 축소(1Q 34%) 등 경영 정상화 방침에 따른 비용 부담 증가 상황에서도 원가절감(재료비/물류비/인건비) 활동 및 운영 효율화로 이번 분기 OPM 3.5%(+10.3%p) 기록하며 수익성 개선세 지속.

xEV 수요 증가하는 유럽 성장세 긍정적, 북미는 하반기 회복 전망

경영 정상화를 위한 동사의 수익성 개선 활동 성과 가시화되고 있고, 관세 15% 완화, 그리고 그동안 부진했던 유럽 전동화 업황 개선 등 긍정적 상황 전개에 따라 '26년 매출/수익 턴어라운드 가시화 기대. 특히, 전체 매출의 34% 이상을 차지하는 유럽의 BEV/PHEV 중심 수요 확대에 따라 동사의 VW, BMW, Mercedes 向 매출 증가세 긍정적. VW 向 매출은 전년 동기 대비 19% 성장했고, BMW(+29.2%)와 Mercedes(+127.5%) 向 매출 또한 빠르게 증가하면서 프리미엄 고객 대상 매출 증가가 동사 믹스 개선에 기여.

미주의 경우는 미국 수요 둔화 및 IRA 보조금 종료 및 HMG, 포드 등 주요 고객 물량 감소 영향으로 1Q 매출은 감소(-7.6%)했으나, 2Q 기점으로 미주에서 45% 이상의 매출 비중을 나타내는 현대차/기아 신차 물량 확대에 따라 동사 미주 매출은 하반기에 점진적 증가세로 전환될 것으로 기대.

열관리 솔루션 중요성 부각될 시점 도래, TP 5,100원으로 상향

그동안 동사에 대한 주요 관심은 운영 효율화 및 재무 건전성 개선 효과 가시화에 집중되어 있었으나, 이제는 동사 통합 열관리 사업 확장성에 관심이 집중될 시점이라고 판단. Lv2++ 자율주행 등 차량의 SDV 전환 및 AI 연산 증가에 따라 차량 내 전동화/전장화 디바이스에 대한 '에너지 효율' 중요도 높아질 것 이에, 동사 공조/냉매모듈을 바탕으로 하는 통합 열관리 솔루션에 대한 관심 또한 증대 예상. 가장 근시일 내 확인될 모멘텀은 HMG 볼륨 BEV 모델에 대한 eM 플랫폼 통합열관리 시스템 수주 여부. 수익성 개선 및 유럽 매출 성장세 고려한 추정치 변동으로 TP 5,100원으로 상향(300원↑).

[표1] 한온시스템 1Q26 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	4Q25	1Q26P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,617	2,703	2,748	2,722	2,698	5.0	1.7	1.0	1.8
영업이익	21.1	89.7	97.2	58.0	94.6	360.9	8.3	67.5	2.8
세전이익	-17.3	-183.0	107.5	37.5	58.7	흑전	흑전	65.1	154.6
지배주주 순이익	-24.0	-212.8	66.6	27.1	43.9	흑전	흑전	59.3	165.9
영업이익률	0.8	3.3	3.5	2.1	3.5	2.7	0.2	1.4	0.0
순이익률(지배주주)	-0.9	-7.9	2.4	1.0	1.6	3.3	10.3	1.4	0.8

자료: 한온시스템, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

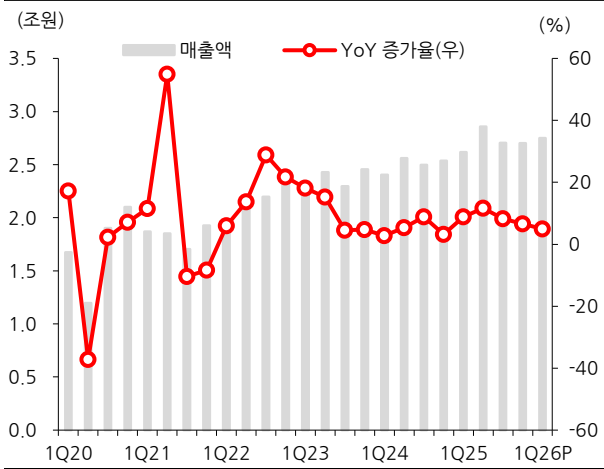
[표2] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,970	2,785	2,891	10,884	11,395	12,028
% YoY	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	3.9	2.9	7.0	8.9	4.7	5.6
유럽	822	907	809	850	952	1,054	919	949	3,388	3,874	4,216
% YoY	7.1	17.4	7.2	8.4	15.9	16.1	13.6	11.7	10.0	14.4	8.8
미주	793	848	817	797	733	825	828	831	3,255	3,217	3,495
% YoY	19.1	14.6	6.5	7.3	-7.6	-2.7	1.3	4.2	11.6	-1.2	8.7
한국	688	781	752	722	739	762	701	766	2,944	2,968	2,914
% YoY	3.7	6.0	18.5	-0.4	7.3	-2.5	-6.8	6.1	6.6	0.8	-1.8
중국	123	126	130	139	123	123	127	138	519	510	501
% YoY	-7.0	-11.8	-8.9	-5.3	-0.2	-2.9	-2.3	-1.1	-8.2	-1.6	-1.9
기타	191	195	198	194	202	207	210	207	778	825	903
% YoY	7.4	17.3	0.0	41.8	5.5	6.0	6.4	6.4	14.6	6.1	9.3
매출총이익	190.1	254.1	287.7	278.1	287.9	292.7	298.4	351.0	1,010	1,230	1,294
% YoY	-13.6	9.1	14.2	158.9	51.5	15.2	3.7	26.2	24.3	21.8	5.2
영업이익	21	64	95	90	97	84	107	144	270	433	454
% YoY	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	360.9	30.8	12.6	61.0	183.0	60.1	4.8
세전이익	-17	-26	91	-183	107	59	95	159	-135	421	437
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	4.1	흑전	적지	흑전	3.9
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	45	72	121	-199	305	317
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	31.8	흑전	적지	흑전	3.9
GPM	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	9.9	10.7	12.1	9.3	10.8	10.8
OPM	0.8	2.3	3.5	3.3	3.5	2.8	3.9	5.0	2.5	3.8	3.8
NPM	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	1.5	2.6	4.2	-1.8	2.7	2.6

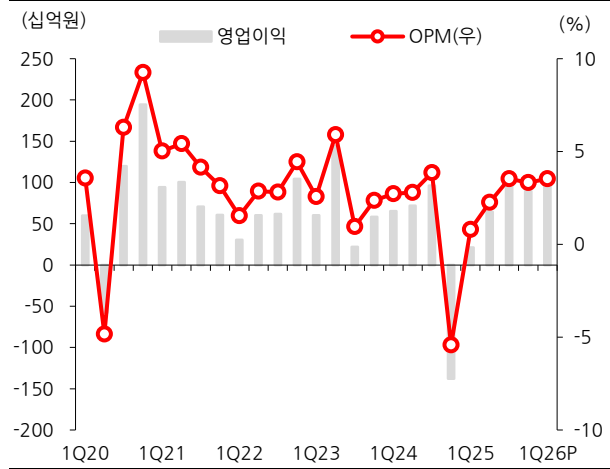
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



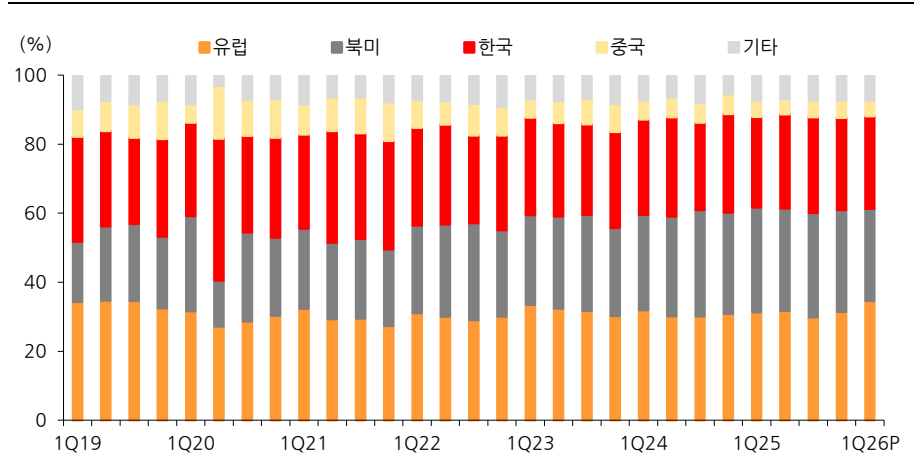
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



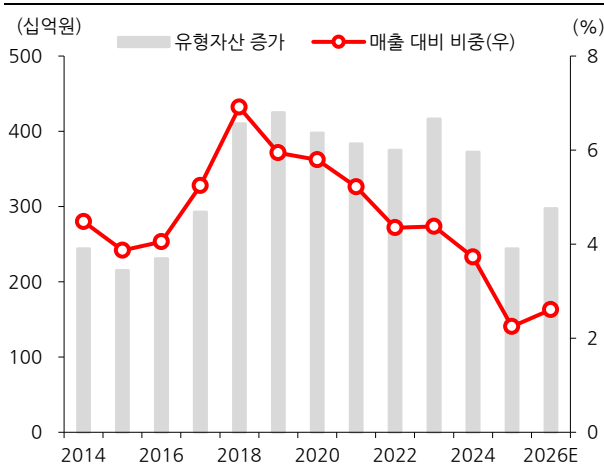
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 지역별 매출 비중



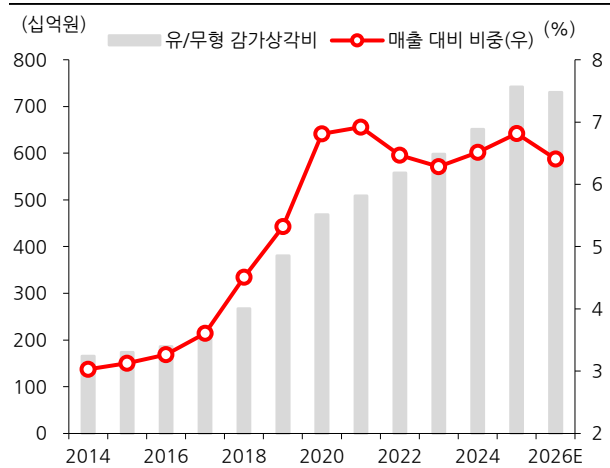
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 연도별 CAPEX 및 매출 대비 비중 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한온시스템 유/무형 감가상각비 및 매출 대비 비중 추이



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한온시스템 재무상태, 약정 비율 대비 부채/레버리지 비율 추이/전망 (단위: 십억원, 배수)

	2026E	1Q26P	2025	2024	2023
자산	10,569	10,891	10,492	10,620	9,244
부채	6,467	6,775	6,579	7,621	6,736
자본	4,102	4,116	3,913	2,999	2,508
부채 비율	1.58	1.65	1.68		
약정 비율 Target	2.125	2.125	2.125	3.0	3.0
부채 Target	8,716	8,747	8,315	8,997	7,524
부채 절감 규모	(2,249)	(1,972)	(1,736)	N/A	N/A
레버리지 비율	1.98	2.60	2.90	4.33	3.84
순차입	2,301	3,023	2,937	3,221	3,368
EBITDA	1,163.1	1,163	1,012	744	876
약정 비율 Target	<4	<4	<4	<4	<4
순차입 Target	4,653	4,653	4,049	2,976	3,504
순차입 절감 규모	(2,352)	(1,630)	(1,112)	245	N/A

자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터
 * 주: 2025년과 2026년 약정 부채비율 평균('25년 225%, '26년 200%)

[표4] 한온시스템 실적 추정치 변동 (단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (26/1/27)	변동 (26/5/4)	변동률	설명
매출액(FY1)	11,261	11,395	1.2	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	314	433	38.1	
BPS(FY1)	3,685	3,855	4.6	
BPS(12M FWD)	3,698	3,958	7.0	
Target PBR	1.30	1.30	-	동사 최근 3년 12MFWD PBR 평균 적용
적정주가	4,807	5,145	7.0	BPS(12M FWD) x Target PBR
목표주가	4,800	5,100	6.3	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,884	11,395	12,028
매출총이익	910	812	1,010	1,230	1,294
영업이익	284	96	270	433	454
EBITDA	882	747	1,012	1,163	1,145
순이자손익	-157	-231	-204	-182	-163
외화관련손익	64	79	54	66	66
지분법손익	12	13	11	15	15
세전계속사업손익	151	-330	-135	421	437
당기순이익	59	-359	-197	309	321
지배주주순이익	51	-363	-199	305	317
증가율(%)					
매출액	10.4	5.0	8.9	4.7	5.6
영업이익	10.5	-66.3	183.0	60.1	4.8
EBITDA	8.3	-15.3	35.6	14.9	-1.5
순이익	120.2	적전	적지	흑전	3.9
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	8.1	9.3	10.8	10.8
영업이익률	3.0	1.0	2.5	3.8	3.8
EBITDA 이익률	9.3	7.5	9.3	10.2	9.5
세전이익률	1.6	-3.3	-1.2	3.7	3.6
순이익률	0.6	-3.6	-1.8	2.7	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	517	569	112	1,137	1,116
당기순이익	59	-359	-197	309	321
자산상각비	598	651	742	730	692
운전자본증감	-194	31	-700	214	102
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	-86	-132
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-122	42	-82
매입채무 증가(감소)	28	-221	-126	176	211
투자현금흐름	-677	-733	-547	-501	-520
유형자산처분(취득)	-416	-372	-244	-297	-310
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-187	-175	-179
투자자산 감소(증가)	24	1	10	0	-1
재무현금흐름	-480	651	1	-391	-240
차입금의 증가(감소)	-295	98	-976	-391	-240
자본의 증가(감소)	-185	552	979	0	0
배당금의 지급	-185	-46	0	0	0
총현금흐름	954	850	1,121	924	1,014
(-)운전자본증가(감소)	75	-170	637	-214	-102
(-)설비투자	481	386	293	297	310
(+)자산매각	-252	-334	-138	-175	-179
Free Cash Flow	146	300	53	665	627
(-)기타투자	87	153	189	28	31
잉여현금	59	147	-136	637	596
NOPLAT	124	69	196	318	333
(+) Dep	598	651	742	730	692
(-)운전자본투자	75	-170	637	-214	-102
(-)Capex	481	386	293	297	310
OpFCF	167	505	8	965	816

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,413	4,703	5,290
현금성자산	795	1,357	928	1,174	1,530
매출채권	1,288	1,349	1,562	1,647	1,780
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,362	1,444
비유동자산	5,548	6,181	6,080	5,865	5,708
투자자산	705	966	1,171	1,214	1,260
유형자산	2,716	2,864	2,724	2,533	2,387
무형자산	2,126	2,351	2,185	2,118	2,062
자산총계	9,244	10,620	10,492	10,569	10,998
유동부채	3,576	5,034	3,985	4,055	4,212
매입채무	1,906	2,196	1,884	2,059	2,270
유동성이자부채	1,476	2,584	1,769	1,580	1,405
비유동부채	3,160	2,588	2,594	2,412	2,368
비유동이자부채	2,710	2,131	2,097	1,895	1,830
부채총계	6,736	7,622	6,579	6,467	6,580
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,504	1,504	1,504
이익잉여금	2,103	1,702	1,521	1,825	2,142
자본조정	238	523	640	524	524
자기주식	-1	-1	0	0	0
자본총계	2,508	2,999	3,913	4,102	4,418

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	84	-471	-193	297	309
BPS	4,443	4,204	3,671	3,855	4,164
DPS	278	0	0	0	0
CFPS	1,571	1,101	1,092	900	988
ROA(%)	0.6	-3.7	-1.9	2.9	2.9
ROE(%)	2.2	-13.9	-6.0	7.9	7.7
ROIC(%)	2.3	1.1	3.0	4.9	5.4
Multiples(x, %)					
PER	50.4	-9.0	-21.9	14.2	13.7
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
PCR	2.7	3.8	3.9	4.7	4.3
EV/EBITDA	8.8	10.3	7.2	5.7	5.3
배당수익률	6.6	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	268.5	254.2	168.1	157.7	148.9
Net debt/Equity	135.2	112.0	75.1	56.1	38.6
Net debt/EBITDA	384.5	449.7	290.2	197.8	148.8
유동비율	103.4	88.2	110.7	116.0	125.6
이자보상배율(배)	1.5	0.4	1.1	2.0	2.3
자산구조(%)					
투자자본	79.5	72.9	76.3	72.5	68.3
현금+투자자산	20.5	27.1	23.7	27.5	31.7
자본구조(%)					
차입금	62.5	61.1	49.7	45.9	42.3
자기자본	37.5	38.9	50.3	54.1	57.7

[Compliance Notice]

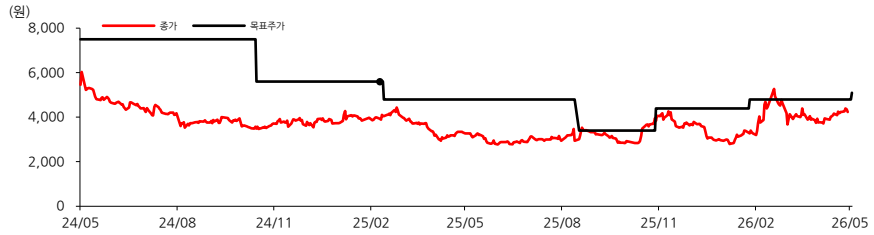
(공표일: 2026년 5월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.07	2024.05.10	2024.07.08	2024.08.09	2024.10.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
일 시	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14	2025.08.18	2025.10.30	2026.01.27
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	5,600	5,600	4,800	3,400	4,400	4,800
일 시	2026.05.04					
투자의견	Buy					
목표가격	5,100					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.16	Buy	5,600	-31.75	-23.64
2025.02.14	Hold	4,800	-31.94	-7.63
2025.08.18	Hold	3,400	-4.88	16.62
2025.10.30	Hold	4,400	-21.02	-2.93
2026.01.27	Buy	4,800	-15.33	9.79
2026.05.04	Buy	5,100		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%