



한온시스템 (018880)

수익성 중심에서 점진적 외형 성장으로

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751

Buy (유지)

목표주가(유지): 5,100원

현재 주가(10/16)	3,835원
상승여력	▲33.0%
시가총액	39,357억원
발행주식수	1,026,251천주
52 주 최고가 / 최저가	5,730 / 2,800원
90 일 일평균 거래대금	190.03억원
외국인 지분율	5.5%

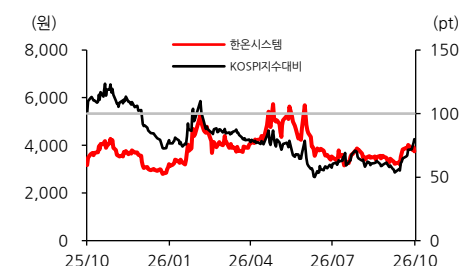
주주 구성	
한국타이어앤테크놀로지 (외)	51.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.3%
한온시스템우리사주 (외 1 인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.6	9.9	-6.1	21.0
상대수익률(KOSPI)	30.3	26.8	2.8	-30.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,999	10,884	11,104	11,790
영업이익	96	270	424	472
EBITDA	747	1,012	1,169	1,160
지배주주순이익	-363	-199	263	274
EPS	-471	-193	256	267
순차입금	3,358	2,937	2,432	1,716
PER	-8.2	-19.8	15.0	14.4
PBR	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.8	6.8	5.4	4.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-13.9	-6.0	6.8	6.7

주가 추이



3Q26 매출액은 환율과 고객사 물량 차질 영향이 있겠으나 영업이익은 전사적 원가절감 지속으로 컨센서스 부합 전망합니다. 향후 신차 물량 증가와 A/S 사업 확대 등 외형 성장 기대됩니다. 투자의견 BUY와 목표주가 5,100원을 유지합니다.

3Q26, 매출액은 시장 기대치 하회, 영업이익은 부합 전망

동사 3Q26 매출액은 2.7조원(+0.1% 이하 YoY), 영업이익 1,093억원(+14.7%)을 기록할 것으로 전망한다. 주요 고객사의 물량 감소 영향과 원화절감에 따른 기존 대비 긍정적 환율효과 축소로 인해 매출액은 시장 컨센서스를 다소 하회할 것으로 판단한다. 다만, 유럽은 전기차 수요 증가에 대응하며 전년 동기 대비 11.9%의 높은 성장세가 지속될 것으로 전망하며, 고부가 중심 믹스 개선에 유리한 BMW와 Mercedes 등 프리미엄 고객사 BEV向 매출 증가가 성장을 견인할 것으로 기대한다.

수익성 측면에서는 소싱처 다변화와 공급망 최적화 등 전사적 원가절감(재료비/물류비/인건비) 활동 및 그룹 차원의 운영 효율화가 지속되면서 기존의 마진 개선 기조를 이어갈 전망이다. 상반기 추진된 활동 결과가 하반기에 가시화되는 형태이다. 3Q OPM은 4.0%(+0.5%p) 추정한다.

신차 물량 증가 및 애프터마켓 통한 점진적인 외형 성장 기대

올해 동사의 매출 성장률 전망은 2% 수준에 불과한 상황이다. 이는 고객사 전동화 투자 축소를 비롯하여 화재/파업 등 고객사 물량 차질 영향 등에 기인한다. 그러나, 4Q부터는 현대차/기아 신차를 비롯하여 BMW, Mercedes 등 주요 고객사 차종별 공급 물량 확대가 예정되어 있다. 또한, 10월 제품 공급체계를 개편하면서 컴프레서, 콘덴서 등 열관리 애프터마켓 부품을 그룹사 기존 판매망(T-Station 등) 통해 공급 확대한다. 그리고, ESS와 AI 데이터센터 내 그리드 중심의 열관리 솔루션 사업 영역 확장도 추진하고 있어 향후 차량 외 사업 영역으로, 그리고 수익성 중심에서 매출 확대 중심으로의 외형 성장이 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 5,100원 유지

글로벌 주요 열관리 부품업체 12M FWD PBR 평균(1.27배) 적용한 목표주가 5,100원 유지한다. 가장 근시일 내 확인될 모멘텀은 HMG eM 플랫폼 수주 여부로 연내 확인될 예정이다.

[표1] 한온시스템의 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS (원)	4,036	12개월 FWD 기준
목표 P/B (배)	1.27	글로벌 열관리 부품 주요업체 PBR 평균 반영 - 발레오, 덴소, 보그워너 등
적정주가 (원)	5,126	Target PBR * BPS
목표주가 (원)	5,100	
현재주가 (원)	3,835	
상승여력 (%)	33.0	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한온시스템의 2026년 3분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,706	2,703	2,748	2,875	2,707	2,807	0.1%	-5.8%	-3.5%
영업이익	95.3	89.7	97.2	103.7	109.3	110.9	14.7%	5.4%	-1.5%
지배주주순이익	55	-212.8	66.6	86.5	53.9	73.5	-1.5%	-37.7%	-26.7%
영업이익률	3.5%	3.3%	3.5%	3.6%	4.0%	4.0%	0.5%p	0.4%p	0.1%p
순이익률	2.0%	-7.9%	2.4%	3.0%	2.0%	2.6%	0.0%p	-1.0%p	-0.6%p

자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한온시스템의 연간 수익 추정 변경

(단위: 십억 원)

	2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
매출액	11,263	11,104	-1.4%	11,870	11,790	-2.0%
영업이익	416	424	2.0%	473	472	-4.4%
지배주주순이익	312	263	-15.8%	330	274	-4.8%
영업이익률	3.7%	3.8%	0.1%p	4.0%	4.0%	0.0%p
순이익률	2.8%	2.4%	-0.4%p	2.8%	2.3%	-0.5%p

자료: 한화투자증권 리서치센터

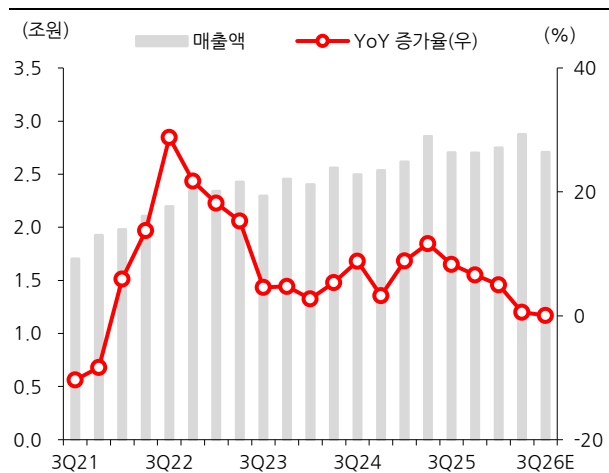
[표4] 한온시스템 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,707	2,773	10,884	11,104	11,790
% YoY	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	0.6	0.1	2.6	8.9	2.0	6.2
유럽	822	907	809	850	952	986	905	927	3,388	3,771	4,103
% YoY	7.1	17.4	7.2	8.4	15.9	8.7	11.9	9.1	10.0	11.3	8.8
미주	793	848	817	797	733	799	773	786	3,255	3,090	3,407
% YoY	19.1	14.6	6.5	7.3	-7.6	-5.7	-5.4	-1.4	11.6	-5.1	10.2
한국	688	781	752	722	739	768	697	728	2,944	2,932	2,914
% YoY	3.7	6.0	18.5	-0.4	7.3	-1.8	-7.3	0.8	6.6	-0.4	-0.6
중국	123	126	130	139	123	118	121	134	519	495	477
% YoY	-7.0	-11.8	-8.9	-5.3	-0.2	-6.7	-6.9	-4.1	-8.2	-4.5	-3.7
기타	191	195	198	194	202	204	211	198	778	815	890
% YoY	7.4	17.3	0.0	41.8	5.5	4.6	6.9	2.1	14.6	4.8	9.1
매출총이익	190.1	254.1	287.7	278.1	288.0	312.2	309.4	308.8	1,010	1,218	1,315
% YoY	-13.6	9.1	14.2	158.9	51.5	22.9	7.5	11.0	24.3	20.6	7.9
영업이익	21	64	95	90	97	104	109	114	270	424	472
% YoY	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	361.0	61.2	14.7	27.5	183.0	57.0	11.2
세전이익	-17	-26	91	-183	107	85	68	70	-135	331	354
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-25.4	흑전	적지	흑전	6.9
지배주주순이익	-24	-16	55	-213	67	85	54	56	-199	263	274
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-1.5	흑전	적지	흑전	4.1
GPM	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	11.4	11.1	9.3	11.0	11.2
OPM	0.8	2.3	3.5	3.3	3.5	3.6	4.0	4.1	2.5	3.8	4.0
NPM	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	3.0	2.0	2.0	-1.8	2.4	2.3

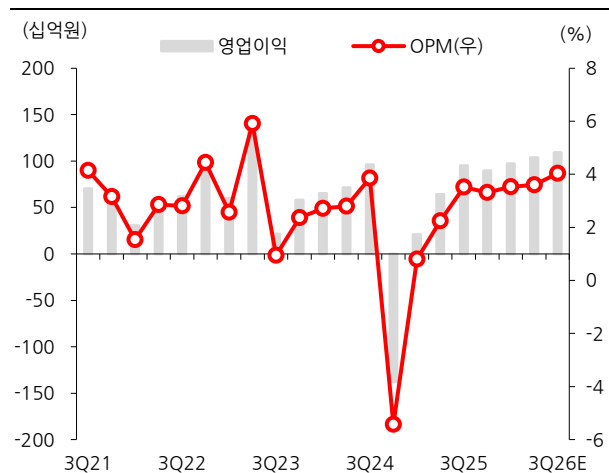
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한온시스템 매출액 추이



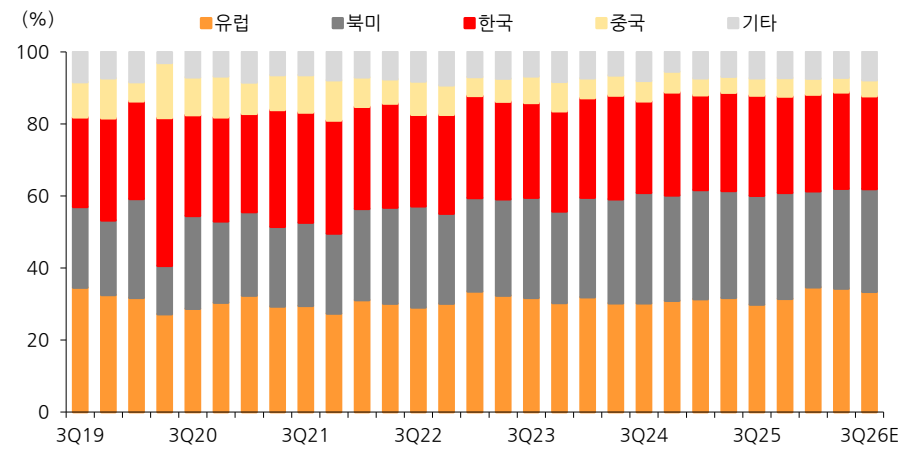
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한온시스템 영업이익 추이



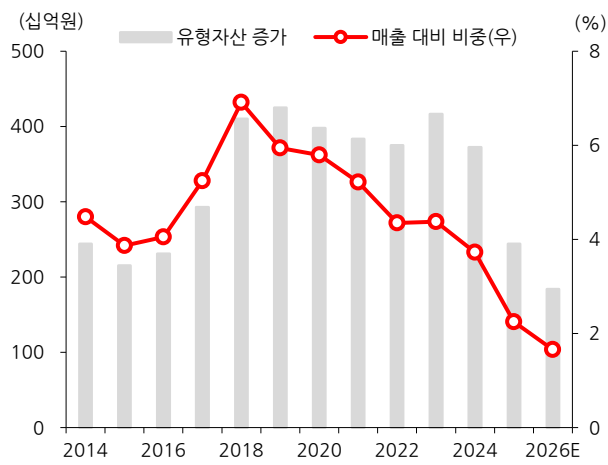
자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한온시스템 지역별 매출 비중



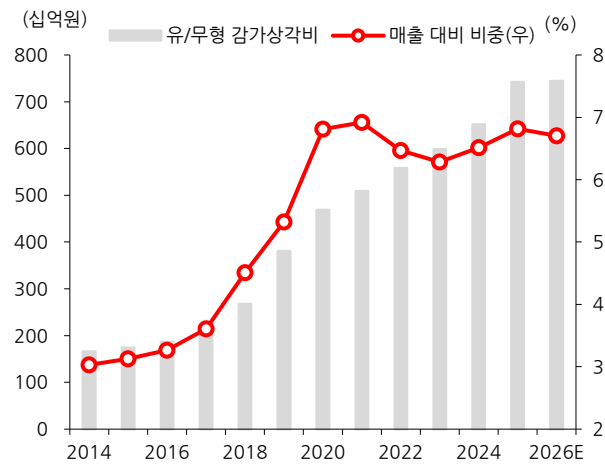
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한온시스템 연도별 CAPEX 및 매출 대비 비중 추이/전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한온시스템 유/무형 감가상각비 및 매출 대비 비중 추이/전망



자료: 한온시스템, 한화투자증권 리서치센터

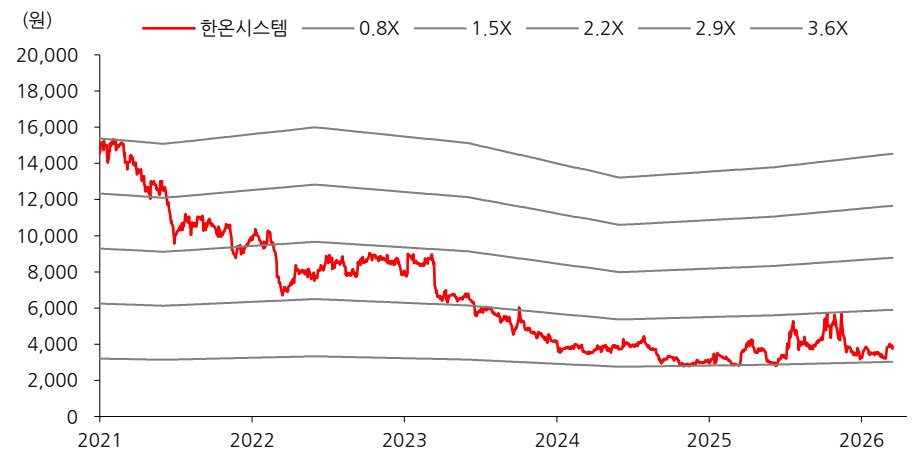
[표5] 한온시스템 실적 추정치 변동

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (26/8/3)	변동 (26/10/19)	변동률	설명
매출액(FY1)	11,263	11,104	-1.4	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	416	424	2.0	
BPS(FY1)	3,864	3,827	-1.0	
BPS(12M FWD)	4,049	4,036	-0.3	
Target PBR	1.27	1.27	-	글로벌 열관리 부품 주요업체 PBR 평균 반영 - 발레오, 덴소, 보그워너 등
목표주가	5,100	5,100	-	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한온시스템 12M Forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,884	11,104	11,790
매출총이익	910	812	1,010	1,218	1,315
영업이익	284	96	270	424	472
EBITDA	882	747	1,012	1,169	1,160
순이자손익	-157	-231	-204	-138	-124
외화관련손익	64	79	54	110	43
지분법손익	12	13	11	13	14
세전계속사업손익	151	-330	-135	331	354
당기순이익	59	-359	-197	265	276
지배주주순이익	51	-363	-199	263	274
증가율(%)					
매출액	10.4	5.0	8.9	2.0	6.2
영업이익	10.5	-66.3	183.0	57.0	11.2
EBITDA	8.3	-15.3	35.6	15.4	-0.8
순이익	120.2	적전	적지	흑전	4.0
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	8.1	9.3	11.0	11.2
영업이익률	3.0	1.0	2.5	3.8	4.0
EBITDA 이익률	9.3	7.5	9.3	10.5	9.8
세전이익률	1.6	-3.3	-1.2	3.0	3.0
순이익률	0.6	-3.6	-1.8	2.4	2.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	517	569	112	781	1,040
당기순이익	59	-359	-197	265	276
자산상각비	598	651	742	744	688
운전자본증감	-194	31	-700	357	72
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	346	-153
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-122	160	-99
매입채무 증가(감소)	28	-221	-126	-82	235
투자현금흐름	-677	-733	-547	-374	-344
유형자산처분(취득)	-416	-372	-244	-184	-183
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-187	-104	-108
투자자산 감소(증가)	24	1	10	-18	-20
재무현금흐름	-480	651	1	-312	-214
차입금의 증가(감소)	-295	98	-976	-313	-214
자본의 증가(감소)	-185	552	979	0	0
배당금의 지급	-185	-46	0	0	0
총현금흐름	954	850	1,121	424	968
(-)운전자본증가(감소)	75	-170	637	-195	-72
(-)설비투자	481	386	293	196	183
(+)자산매각	-252	-334	-138	-92	-108
Free Cash Flow	146	300	53	331	749
(-)기타투자	87	153	189	-94	32
잉여현금	59	147	-136	425	716
NOPLAT	124	69	196	340	368
(+) Dep	598	651	742	744	688
(-)운전자본투자	75	-170	637	-195	-72
(-)Capex	481	386	293	196	183
OpFCF	167	505	8	1,083	944

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,413	4,467	5,238
현금성자산	795	1,357	928	1,058	1,560
매출채권	1,288	1,349	1,562	1,580	1,733
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,307	1,406
비유동자산	5,548	6,181	6,080	5,977	5,627
투자자산	705	966	1,171	1,255	1,301
유형자산	2,716	2,864	2,724	2,601	2,341
무형자산	2,126	2,351	2,185	2,121	1,984
자산총계	9,244	10,620	10,492	10,444	10,866
유동부채	3,576	5,034	3,985	4,501	4,734
매입채무	1,906	2,196	1,884	1,975	2,210
유동성이자부채	1,476	2,584	1,769	2,165	2,057
비유동부채	3,160	2,588	2,594	1,861	1,776
비유동이자부채	2,710	2,131	2,097	1,325	1,219
부채총계	6,736	7,622	6,579	6,362	6,511
자본금	53	68	103	103	103
자본잉여금	-23	561	1,504	1,576	1,576
이익잉여금	2,103	1,702	1,521	1,796	2,070
자본조정	238	523	640	452	452
자기주식	-1	-1	0	0	0
자본총계	2,508	2,999	3,913	4,082	4,355

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	84	-471	-193	256	267
BPS	4,443	4,204	3,671	3,827	4,093
DPS	278	0	0	0	0
CFPS	1,571	1,101	1,092	413	943
ROA(%)	0.6	-3.7	-1.9	2.5	2.6
ROE(%)	2.2	-13.9	-6.0	6.8	6.7
ROIC(%)	2.3	1.1	3.0	5.2	6.0
Multiples(x, %)					
PER	45.7	-8.2	-19.8	15.0	14.4
PBR	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
PCR	2.4	3.5	3.5	9.3	4.1
EV/EBITDA	8.3	9.8	6.8	5.4	4.9
배당수익률	7.2	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	268.5	254.2	168.1	155.9	149.5
Net debt/Equity	135.2	112.0	75.1	59.6	39.4
Net debt/EBITDA	384.5	449.7	290.2	208.1	147.9
유동비율	103.4	88.2	110.7	99.2	110.6
이자보상배율(배)	1.5	0.4	1.1	2.4	2.9
자산구조(%)					
투자자본	79.5	72.9	76.3	73.5	67.6
현금+투자자산	20.5	27.1	23.7	26.5	32.4
자본구조(%)					
차입금	62.5	61.1	49.7	46.1	42.9
자기자본	37.5	38.9	50.3	53.9	57.1

[Compliance Notice]

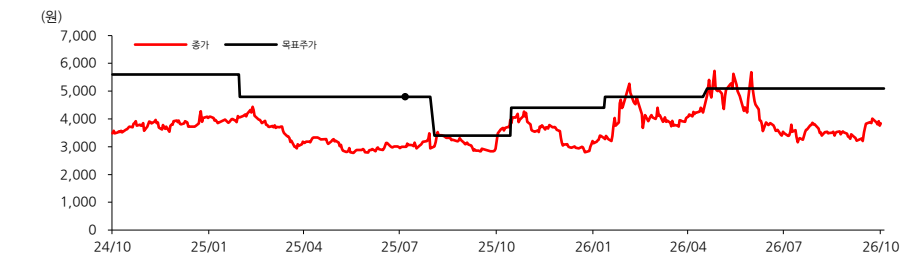
(공표일: 2026년 10월 19일)

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)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한온시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.10.16	2024.11.14	2025.02.14	2025.08.18	2025.10.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격		5,600	5,600	4,800	3,400	4,400
일 시	2026.01.27	2026.05.04	2026.07.20	2026.08.03	2026.09.30	2026.10.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,800	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%