



## Neutral (유지)

목표주가(12M) 4,700원 (상향)  
현재주가(4.30) 4,230원

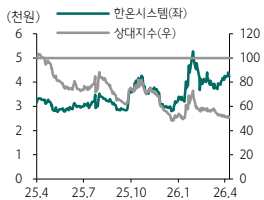
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,598.87
52주 최고/최저(원)	5,270/2,775
시가총액(십억원)	4,341.1
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	1,026,262.6
60일 평균 거래량(천주)	22,000.2
60일 평균 거래대금(십억원)	97.5
외국인지분율(%)	6.26
주요주주 지분율(%)	
한국타이어엔테크놀로지 외 10인	51.09
국민연금공단	5.30

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	11,250.1	11,715.0
영업이익(십억원)	422.4	500.4
순이익(십억원)	202.5	278.9
EPS(원)	191	262
BPS(원)	3,611	3,880

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	9,998.7	10,883.7	11,432.4	12,019.0
영업이익	95.5	270.4	428.9	489.7
세전이익	(329.7)	(134.9)	311.4	397.9
순이익	(363.3)	(198.5)	219.7	288.8
EPS	(594)	(257)	214	281
증감율	적전	적지	흑전	31.31
PER	(6.27)	(11.54)	19.77	15.05
PBR	1.01	0.81	1.09	1.02
EV/EBITDA	7.54	5.02	5.95	5.49
ROE	(13.90)	(6.00)	5.67	6.99
BPS	3,697	3,671	3,886	4,167
DPS	0	0	0	0



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 05월 04일 | 기업분석

# 한온시스템 (018880)

## 증자의 무게를 견딜 체력을 단련하는 중

### 목표주가는 4,700원으로 상향

한온시스템에 대한 투자의견 Neutral을 유지한 가운데, 기말 BPS 상향에 따라 목표주가는 기존 4,400원에서 신규 4,700원(목표 P/B 1.2배 유지, P/E 기준 22.0배 수준)으로 조정한다. 1분기 실적은 유럽 호조와 비용 효율화, 그리고 환율 효과 등으로 시장 기대치를 상회했고, 당사 예상치에는 부합했다. 수익성 개선 노력이 지속되고 있고, 유상증자를 통한 차입금 일부 상환을 통한 이자비용의 축소로 실적 및 기업가치가 상향되는 방향성을 전망한다. 실적 개선 흐름에도 불구하고, 유상증자로 늘어난 주식수(6.78억주→10.26억주, +51%)로 인해 2026년~2027년 추정 EPS와 BPS를 기준으로 P/E 20~15배, P/B 1.1~1.0배의 Valuation을 기록 중이다. 주가의 추세적 상승을 위해서는 Valuation을 충분히 합리화할 수 있는 수준의 실적개선 속도 혹은 Multiple 상향 요인의 발생이 필요하다는 판단이다.

### 1Q26 Review: 영업이익률 3.5% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 소폭 상회했으나(영업이익 기준 +3%), 당사 예상치에는 부합했다. 1분기 매출액/영업이익은 5%/361% (YoY) 증가한 2.75조원/972억원(영업이익률 3.5%, +2.7%p (YoY))을 기록했다. 미주/아시아가 전년 수준이었지만, 유럽에서 프리미엄 고객사 등에 대한 공급 확대로 16% (YoY) 성장했고, 한국에서도 7% (YoY) 성장했다. 환율 효과도 기여했다. 매출 중 전동화 제품군 비중은 29%였다. 관세 영향에도 불구하고, 외형 성장과 함께 재료비/운송비/인건비/연구개발비 등 비용 효율화 노력으로 수익성이 개선되어 매출원가율이 3.2%p (YoY), 0.2%p (QoQ) 하락한 89.5%였고, 영업이익률은 2.7%p (YoY), 0.2%p (QoQ) 상승한 3.5%를 기록했다. 순이자비용은 350억원으로 전년 동기의 505억원 대비 개선되었다. 신규주주 0.52억달러로 연간 목표치 13억달러 대비 4% 달성률이다. 전년 말 유상증자 및 차입금 상환으로 1분기말 순차입금은 2.95조원, 부채비율은 165%이다.

### 컨퍼런스 콜의 주요 내용: 하반기로 갈수록 재료비 절감을 기대 중

한온시스템의 2026년 사업 목표는 매출액 11조원 이상(+1% 이상), 영업이익률 4% 이상, 영업이익 4,500억원(+65%)이다. 1분기 영업이익률은 3.5%였고, 하반기로 갈수록 재료비 절감 폭이 확대될 것으로 기대 중이다(1분기 68%, -0.6%p (YoY)→연말까지 -1%p 목표). 한편, 장기 목표로는 인력 조정(-2%p), 공장/창고 운영 효율화(-1%p), 재료비 하락(-2%p), 물류 합리화(-1%p) 등을 통해 매출원가율을 6%p 하락하는 것이다. 최근 알루미늄 등 원자재가 상승에 따른 수익성 하락 우려가 있지만, 고객사들과 원자재 가격 보전 계약이 되어 있어 시차는 발생할 수 있으나 손익에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 전망 중이다. 1분기 주수는 다소 낮았지만, 5월 이후 주요 플랫폼 주수가 집중되어 있어 연간 목표는 달성할 것으로 기대하고 있다. 신사업 중 AS 매출 비중은 2030년까지 10%로 높이고, ESS의 경우 액체 냉각 방식 시장을 목표로 기존 부품을 활용한 진입을 검토 중이라고 밝혔다.

도표 1. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,997	2,835	2,852	9,559	9,999	10,884	11,432	12,019
매출총이익	190	254	288	278	288	314	307	306	910	812	1,010	1,215	1,303
판매비	169	190	192	188	191	198	197	199	626	717	740	786	814
영업이익	21	64	95	90	97	116	109	107	284	96	270	429	490
세전이익	(17)	(26)	91	(183)	107	72	66	66	145	(338)	(135)	311	398
순이익	(23)	(15)	55	(215)	67	57	52	52	59	(359)	(197)	229	301
지배주주순이익	(24)	(16)	55	(213)	67	44	50	59	51	(363)	(199)	220	289
Growth													
매출액	9	12	8	7	5	5	5	6	11	5	9	5	5
영업이익	(69)	(10)	2	적지	361	80	15	19	11	(66)	183	59	14
순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	(8)	흑전	149	적전	적지	흑전	31
Margin													
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.5	10.8	10.7	9.5	8.1	9.3	10.6	10.8
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.9	3.9	3.7	3.0	1.0	2.5	3.8	4.1
순이익률	(0.9)	(0.5)	2.0	(8.0)	2.5	1.9	1.8	1.8	0.6	(3.6)	(1.8)	2.0	2.5

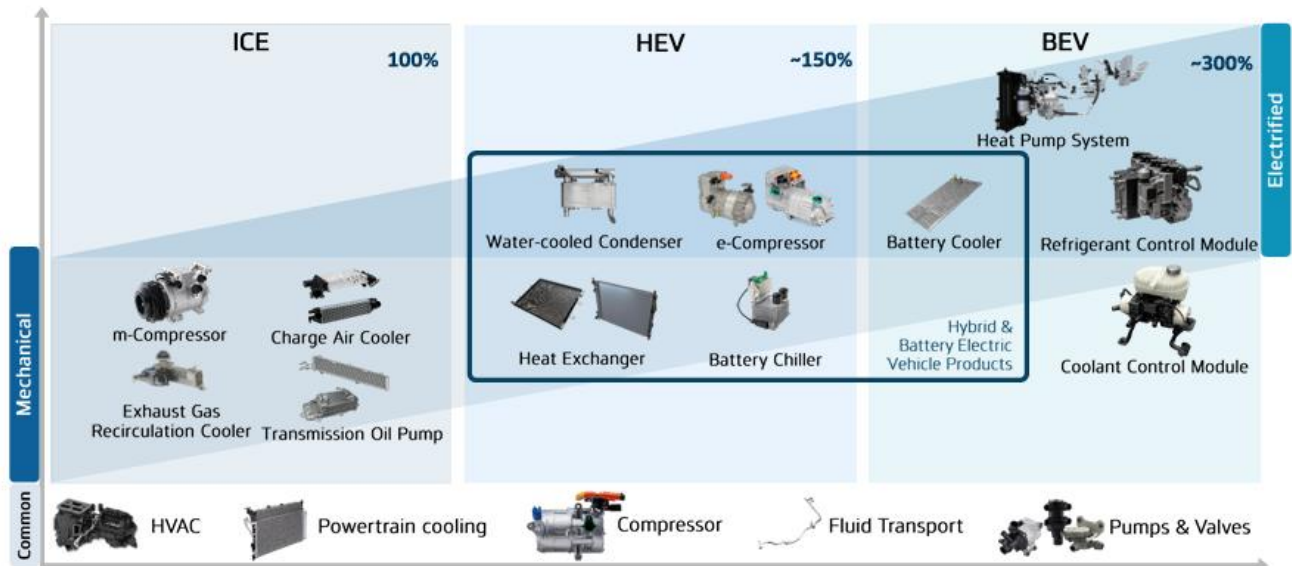
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 2. 한온시스템의 2026년 사업계획 목표

(단위: 십억원)	1H25	2H25	2025	2026
매출액	5,476	5,408	10,884	11,000
EBITDA	442	570	1,012	1,200
영업이익(%)	85(1.6%)	187(3.4%)	272(2.5%)	450(4%~)

자료: 한온시스템

도표 3. 한온시스템의 주요 제품 포트폴리오



자료: 한온시스템

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,998.7	10,883.7	11,432.4	12,019.0	12,548.0
매출원가	9,186.5	9,873.8	10,217.8	10,715.7	11,167.6
매출총이익	812.2	1,009.9	1,214.6	1,303.3	1,380.4
판매비	716.6	739.5	785.7	813.6	842.6
영업이익	95.5	270.4	428.9	489.7	537.8
금융손익	(280.8)	(114.5)	(71.8)	(37.8)	(21.5)
중속/관계기업손익	12.8	10.5	10.6	10.7	10.9
기타영업외손익	(157.2)	(301.3)	(56.3)	(64.7)	(67.1)
세전이익	(329.7)	(134.9)	311.4	397.9	460.1
법인세	19.6	62.4	82.5	97.1	112.3
계속사업이익	(349.3)	(197.3)	228.9	300.8	347.8
중단사업이익	(9.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(358.6)	(197.3)	228.9	300.8	347.8
비배주주지분 순이익	4.7	1.3	9.2	12.0	13.9
지배주주순이익	(363.3)	(198.5)	219.7	288.8	333.9
지배주주지분포괄이익	(79.6)	(64.8)	235.5	309.5	357.9
NOPAT	101.2	395.5	315.3	370.2	406.6
EBITDA	746.7	1,012.3	1,179.3	1,210.5	1,245.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.01	8.85	5.04	5.13	4.40
NOPAT증가율	(18.45)	290.81	(20.28)	17.41	9.83
EBITDA증가율	(15.34)	35.57	16.50	2.65	2.90
영업이익증가율	(66.33)	183.14	58.62	14.18	9.82
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	31.45	15.62
EPS증가율	적전	적지	흑전	31.31	15.66
수익성(%)					
매출총이익률	8.12	9.28	10.62	10.84	11.00
EBITDA이익률	7.47	9.30	10.32	10.07	9.93
영업이익률	0.96	2.48	3.75	4.07	4.29
계속사업이익률	(3.49)	(1.81)	2.00	2.50	2.77

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(594)	(257)	214	281	325
BPS	3,697	3,671	3,886	4,167	4,492
CFPS	1,390	1,450	1,094	1,121	1,159
EBITDAPS	1,222	1,309	1,149	1,180	1,214
SPS	16,359	14,075	11,140	11,711	12,227
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(6.27)	(11.54)	19.77	15.05	13.02
PBR	1.01	0.81	1.09	1.02	0.94
PCFR	2.68	2.04	3.87	3.77	3.65
EV/EBITDA	7.54	5.02	5.95	5.49	5.06
PSR	0.23	0.21	0.38	0.36	0.35
재무비율(%)					
ROE	(13.90)	(6.00)	5.67	6.99	7.52
ROA	(3.66)	(1.88)	2.12	2.78	3.09
ROIC	1.56	5.84	4.65	5.57	6.14
부채비율	254.16	168.14	146.45	138.78	130.65
순부채비율	111.55	74.75	57.73	45.44	34.62
이자보상배율(배)	0.36	1.13	2.58	3.49	4.08

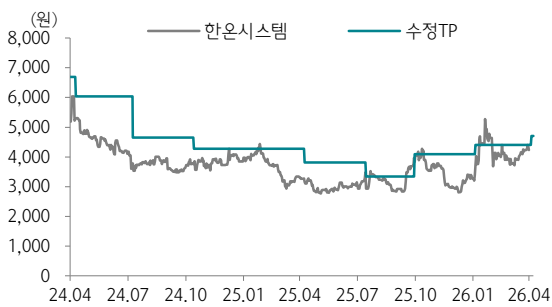
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,439.0	4,412.5	4,258.0	4,759.3	5,238.9
금융자산	1,369.9	940.7	820.2	1,145.2	1,465.7
현금성자산	1,346.5	924.8	804.2	1,128.9	1,449.3
매출채권	1,259.0	1,437.0	1,416.0	1,488.6	1,554.2
재고자산	1,241.2	1,404.7	1,389.7	1,461.0	1,525.3
기타유동자산	568.9	630.1	632.1	664.5	693.7
비유동자산	6,181.2	6,079.7	5,944.9	5,840.0	5,797.7
투자자산	113.5	110.6	116.2	122.1	127.5
금융자산	18.2	11.4	12.0	12.6	13.1
유형자산	2,863.7	2,724.4	2,579.8	2,465.5	2,414.9
무형자산	2,351.4	2,184.6	2,188.8	2,192.2	2,195.1
기타비유동자산	852.6	1,060.1	1,060.1	1,060.2	1,060.2
자산총계	10,620.3	10,492.2	10,202.9	10,599.3	11,036.6
유동부채	5,033.8	3,984.8	3,489.1	3,600.1	3,700.7
금융부채	2,583.7	1,768.7	1,162.0	1,154.2	1,147.7
매입채무	1,353.7	1,204.8	1,265.6	1,330.5	1,389.1
기타유동부채	1,096.4	1,011.3	1,061.5	1,115.4	1,163.9
비유동부채	2,587.7	2,594.4	2,573.7	2,560.3	2,551.0
금융부채	2,131.4	2,096.9	2,048.4	2,008.0	1,974.4
기타비유동부채	456.3	497.5	525.3	552.3	576.6
부채총계	7,621.5	6,579.3	6,062.9	6,160.4	6,251.6
지배주주지분	2,853.4	3,767.8	3,987.5	4,276.3	4,610.2
자본금	67.9	102.6	102.6	102.6	102.6
자본잉여금	561.0	1,504.2	1,504.2	1,504.2	1,504.2
자본조정	13.0	14.1	14.1	14.1	14.1
기타포괄이익누계액	510.1	626.2	626.2	626.2	626.2
이익잉여금	1,701.5	1,520.7	1,740.4	2,029.2	2,363.2
비지배주주지분	145.3	145.2	152.5	162.7	174.7
자본총계	2,998.7	3,913.0	4,140.0	4,439.0	4,784.9
순금융부채	3,345.2	2,924.9	2,390.1	2,017.0	1,656.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	569.3	112.3	992.8	919.7	960.1
당기순이익	(358.6)	(197.3)	228.9	300.8	347.8
조정	897.1	1,009.3	672.8	641.9	633.0
감가상각비	651.2	741.9	750.4	720.8	707.8
외환거래손익	(62.3)	(107.1)	(65.7)	(66.4)	(62.2)
지분법손익	(12.8)	(10.5)	(10.6)	(10.7)	(10.9)
기타	321.0	385.0	(1.3)	(1.8)	(1.7)
영업활동 자산부채변동	30.8	(699.7)	91.1	(23.0)	(20.7)
투자활동 현금흐름	(732.7)	(547.0)	(541.0)	(540.1)	(593.7)
투자자산감소(증가)	(8.7)	13.4	3.2	2.9	3.6
자본증가(감소)	(372.3)	(244.1)	(360.0)	(360.0)	(410.0)
기타	(351.7)	(316.3)	(184.2)	(183.0)	(187.3)
재무활동 현금흐름	650.6	0.9	(655.2)	(48.2)	(40.1)
금융부채증가(감소)	528.9	(849.5)	(655.2)	(48.2)	(40.1)
자본증가(감소)	598.5	978.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(430.4)	(125.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(46.4)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	567.9	(421.7)	(120.6)	324.7	320.4
Unlevered CFO	849.8	1,121.0	1,122.3	1,150.7	1,189.6
Free Cash Flow	183.6	(180.7)	632.8	559.7	550.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.4	Neutral	4,700		
25.10.30	Neutral	4,400	-7.61%	28.85%
25.8.14	Neutral	3,600	-10.15%	10.13%
25.5.8	Neutral	4,100	-26.70%	-15.21%
24.11.13	Neutral	4,600	-18.66%	-3.61%
24.8.8	Neutral	5,000	-25.54%	-19.87%
24.5.9	Neutral	6,500	-31.23%	-18.34%
24.2.14	Neutral	7,200	-24.62%	-16.21%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2026년 5월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_ 목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_ 목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_ 목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.83%	3.17%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 04월 30일