2026년 11월 6일 | 기업분석

한온시스템 (018880)

원가는 해냈고, 이제 수주의 차례

Neutral (유지)

목표주가(12M)	3,900원
현재주가(11.05)	3,370원

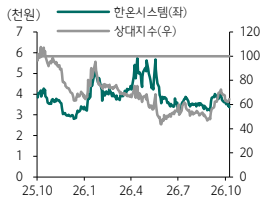
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,383.80
52주 최고/최저(원)	5,730/2,800
시가총액(십억원)	3,458.5
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	1,026,251.3
60일 평균 거래량(천주)	4,707.6
60일 평균 거래대금(십억원)	17.3
외국인지분율(%)	5.23
주요주주 지분율(%)	
한국타이어앤테크놀로지 외 15 인	51.09
국민연금공단	5.30

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	11,275.9	11,758.1
영업이익(십억원)	432.4	487.3
순이익(십억원)	276.9	317.3
EPS(원)	267	307
BPS(원)	4,029	4,357

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	9,998.7	10,883.7	11,066.1	11,562.3
영업이익	95.5	270.4	448.8	502.4
세전이익	(329.7)	(134.9)	59.5	429.0
순이익	(363.3)	(198.5)	27.4	311.3
EPS	(594)	(257)	27	303
증감율	적전	적지	흑전	1,022.22
PER	(6.27)	(11.54)	124.81	11.12
PBR	1.01	0.81	0.91	0.84
EV/EBITDA	3.06	2.13	5.27	4.83
ROE	(13.90)	(6.00)	0.73	7.88
BPS	3,697	3,671	3,698	4,002
DPS	0	0	0	0



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 박태웅 taewoongpark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

수주 증가를 통해 성장성이 확인되면 투자의견 상향 가능

한온시스템에 대한 투자의견 Neutral과 목표주가 3,900원(12MF 목표 P/B 1.0배)을 유지한다. 3분기 영업이익은 원가절감 노력에 힘입어 기대치를 상회했다. 순이익은 외화자산 평가손실로 적자 전환했지만, 비현금성 비용인 바 크게 우려할 요인은 아니다. 4분기는 고객사 생산 증가와 재료비율 하락, 2027년에는 추가적인 원가절감과 이자비용 축소까지 더해져 수익성 개선이 이어지고, EPS가 303원으로 크게 회복될 전망이다. 신사업으로 ESS용 PCS와 DC용 SST 등 열관리 솔루션을 개발하고 있어 2028년부터 기여하기 시작할 전망이다. 그럼에도 투자의견 Neutral을 유지하는 이유는, 1) 2027년 기준 P/E 11배, P/B 0.8배는 낮은 외형 성장을 감안할 때 Valuation 매력이 크지 않고, 2) 3분기 누적 매출 증가율 1.2%와 신규 프로그램 수주 2.5억달러는 성장성이 아직 확인되지 않았음을 보여주며, 3) 유형자산 투자가 감가상각비 대비 낮은 수준에 머무르는 상황도 현재 FCF를 지속 가능하다고 보기 이르기 때문이다. 투자의견 상향의 조건은 4분기 수주로 연간 가이던스를 달성하고 신규 프로그램 비중이 확대되어 성장성이 확인되거나, PCS/SST의 정식 수주가 확정되거나, ROE가 10%(vs. 2026년/2027년 0.7%/7.9% 예상)를 상회할 근거가 생기는 것이다.

3Q26 Review: 영업이익률 4.5% 기록

3분기 영업이익은 시장 기대치를 8% 상회했지만, 당기순이익은 큰 폭 하회했다. 매출액/영업이익은 -2%/+27% (YoY) 변동한 2.66조원/1,206억원(영업이익률 4.5%, +1.0%p (YoY))을 기록했다. 조업일수 감소, 고객사 부분 파업에 따른 물량 감소, 환율 하락 등으로 매출액이 감소했지만, 유럽 프리미엄 고객사향 전기차 공급이 확대되면서 전동화 제품군 비중이 33%(+5%p (YoY))로 상승하여 믹스가 개선되었다. 매출원가율은 0.9%p (YoY), 0.6%p (QoQ) 하락한 88.5%였는데, 외형 축소에 따른 고정비 부담 상승과 원재료 가격 상승에도 재료비/운반비 등 원가구조 개선 및 비용 효율화 노력 덕분이다. 판관비율은 R&D 자산화율 축소(24%, -14%p (YoY))에도 비용 효율화로 0.1%p (YoY), 0.3%p (QoQ) 하락한 7.0%를 기록했다. 그 결과 영업이익률은 1.0%p (YoY), 0.9%p (QoQ) 상승한 4.5%였다. 영업외로는 원화 강세에 따른 해외 계열사 외화자산 평가손실이 크게 발생하면서 지배주주순이익은 -1,430억원으로 적자전환했다. 3분기 신규수주 3.6억달러, 누적으로는 7.03억달러로 연간 목표치 13.0억달러의 54% 달성했다. 3분기말 순차입금은 2.64조원, 부채비율은 165%이다.

컨퍼런스 콜의 주요 내용: ESS용 PCS와 DC용 SST 등 열관리 솔루션 개발 중

한온시스템은 3분기 예상되었던 수주가 11~12월로 지연되었지만, 연내 확정을 통해 연간 수주 가이던스를 달성할 것으로 기대하고 있다. 4분기에는 성수기 효과와 GM/포드의 물량 회복이 기대되고, 원자재 가격이 안정되면 재료비 성과도 추가 개선될 것으로 보고 있다. 지난 2년간 원재료 조달처를 저비용 국가로 전환하는 게 핵심이었고, 개발/테스트 기간이 긴 공급선으로부터의 조달이 내년에 추가 반영되면서 기여할 것으로 전망 중이다. 신사업으로는 ESS용 PCS(전력변환장치)와 데이터센터용 SST(반도체 변압기) 등 열관리 솔루션을 북미/한국 고객사들과 협의 중인데, 모두 2027년 말 전후 양산을 목표로 하고, 2028년부터 본격적인 매출 기여를 기대하고 있다. 애프터마켓 사업에 대해서는 중장기 매출 비중 10% 이상을 목표로 유럽/미주 유통사들과 거래를 확대하고 있다고 밝혔다.

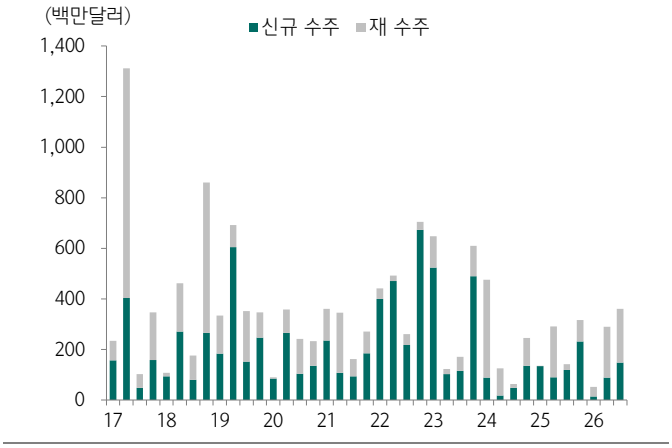
도표 1. 한온시스템의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,657	2,786	9,522	9,999	10,884	11,066	11,562
매출총이익	190	254	288	278	288	312	306	331	910	812	1,010	1,237	1,328
판관비	169	190	192	188	191	209	185	204	626	717	740	788	825
영업이익	21	64	95	90	97	104	121	127	284	96	270	449	502
세전이익	(17)	(26)	91	(183)	107	85	(155)	22	145	(339)	(135)	59	429
순이익	(23)	(15)	55	(215)	67	87	(142)	16	59	(359)	(197)	29	324
지배주주순이익	(24)	(16)	55	(213)	67	86	(143)	17	51	(363)	(199)	27	311
Growth													
매출액	9	12	8	7	5	1	(2)	3	10	5	9	2	4
영업이익	(69)	(10)	2	적지	361	61	27	42	11	(66)	183	66	12
순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적전	흑전	149	적전	적지	흑전	1,036
Margin													
매출총이익률	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	11.5	11.9	9.6	8.1	9.3	11.2	11.5
영업이익률	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	4.5	4.6	3.0	1.0	2.5	4.1	4.3
순이익률	(0.9)	(0.5)	2.0	(8.0)	2.5	3.0	(5.4)	0.6	0.6	(3.6)	(1.8)	0.3	2.8

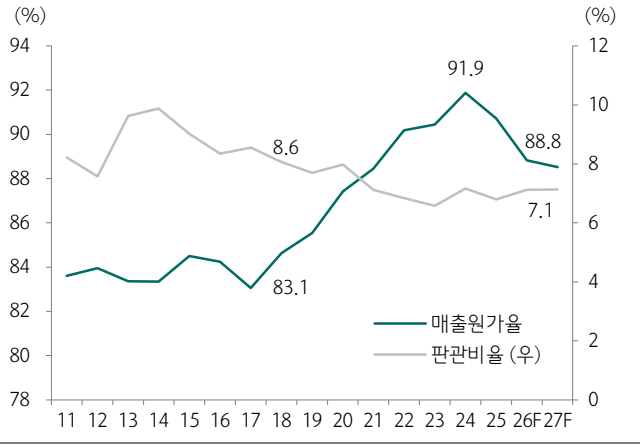
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 2. 한온시스템의 수주 추이



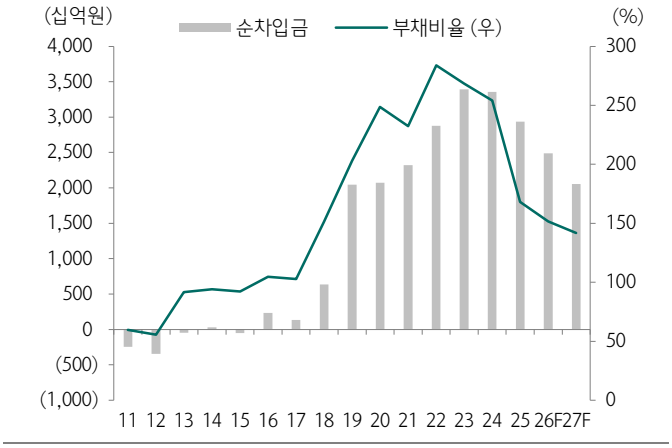
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 3. 한온시스템의 매출원가율과 판관비율 추이



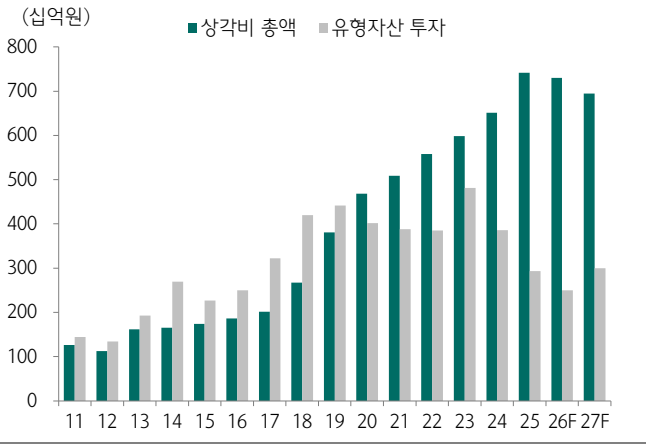
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 4. 한온시스템의 순차입금과 부채비율 추이



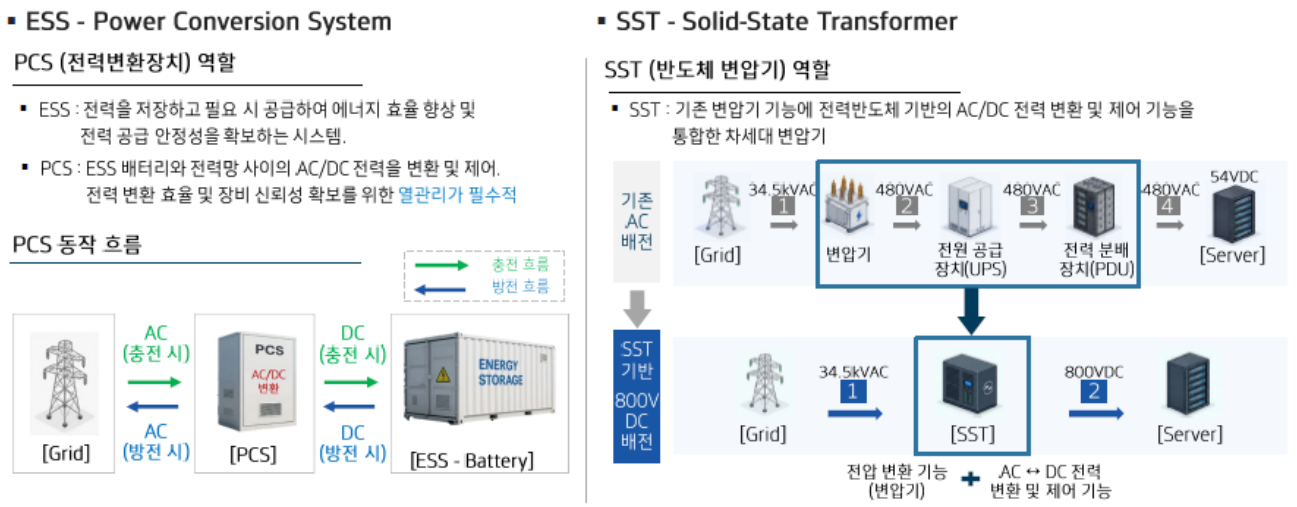
자료: 한온시스템, 하나증권

도표 5. 한온시스템의 상각비 총액과 유형자산 투자 추이



자료: 한온시스템, 하나증권

도표 6. 한온시스템의 신사업: 열관리 시스템 (1) 사업 기회



자료: 한온시스템

도표 7. 한온시스템의 신사업: 열관리 시스템 (2) 성장 전략



자료: 한온시스템

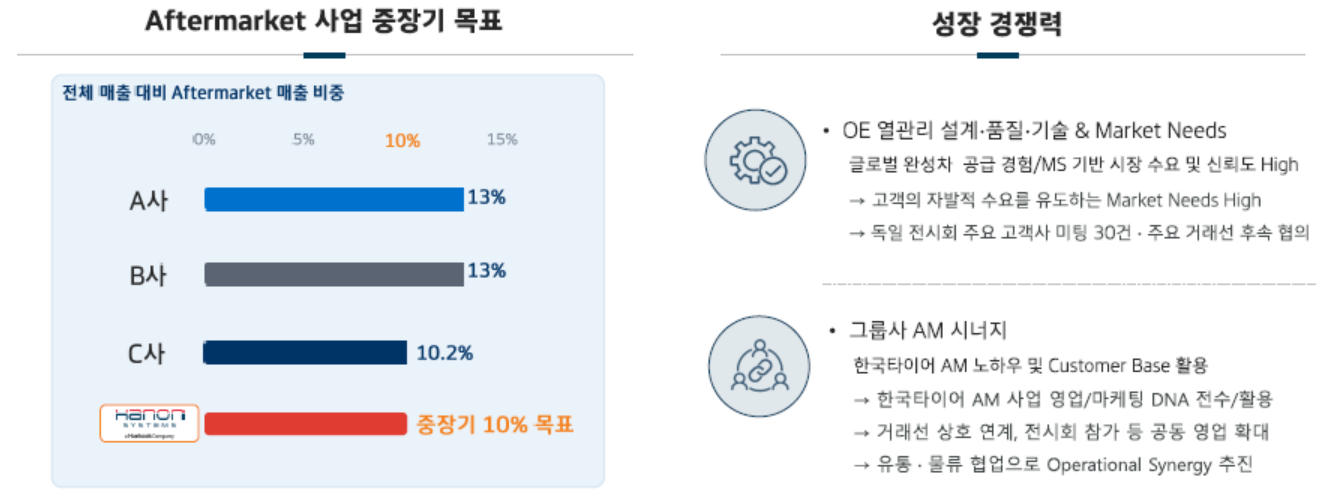
도표 8. 한온시스템의 신사업: 열관리 시스템 (3) 기술 개발 현황

사업 분야	주요 기술 개발 현황	자동차용 열관리 기술과의 차이	진행 단계
ESS / PCS 에너지 저장 시스템/ 전력 변환 시스템	• PCS용 라디에이터, eCF 및 eWP를 포함한 냉각 시스템 공급 계획 중	• 모듈형 유지보수의 용이성 확보 • UL[1] 인증 (UL 778 등) 충족	●●○ 개발 중
SST 전력용 반도체 변압기	• 라디에이터, 인터쿨러 및 eCF를 포함한 냉각 모듈 샘플 공급 완료 • 성능 개선형 샘플 개발 중	• 24시간/주 7일 연속 가동 및 높은 신뢰성 요구 • 모듈형 유지보수의 용이성 확보 • UL[1] 인증 (UL 778 등.) 충족	●●○ 개발 중
데이터센터 AI / 고성능 컴퓨팅	• CDU(냉각수 분배장치)용 스테인리스 판형 열교환기 및 고신뢰성 eWP 개발 검토 • 2027년 고객 홍보용 시제품 준비 중	• 24시간/주 7일 연속 가동 기술 요구 - 가동 중 교체 가능한 펌프 및 센서 • 장기 내구성 확보(사용 수명: 10년)	●○○ 검토 중
가정용 AC / HP 에어컨 / 히트펌프	• 자동차 열관리 핵심부품(전동식 컴프레서, eRV, 열교환기)을 사용하는 R290 냉매 기반 가정용 히트펌프 사업 초기 검토	• 냉매 및 소음 규제 대응 - EU의 GWP > 150 냉매 사용(2027년 1월부터) - EU 가정용 히트펌프 대상 소음 제한 기준 적용 (최대 65-70 dB(A))	●○○ 검토 중
오프로드 모빌리티 건설 / 농업	• 전동화 트랙터의 배터리, 구동모터, 인버터 및 온보드 충전기를 위한 통합 열관리 모듈 개발 초기 검토 • 일본 트랙터 OEM에 라디에이터 공급 중(2025년: 14만개 공급)	• 극심한 먼지, 진동, 주변 환경에 대한 대응 • 자동차와 상이한 주행 조건 및 통신 방식	●○○ 검토 중

1) UL (Underwriters Laboratories) : 미국의 제품 안전성 평가 및 인증 제도

자료: 한온시스템

도표 9. 한온시스템의 신사업: AS 사업 확대



자료: 한온시스템

한온시스템 3Q26 실적 발표 컨퍼런스 콜

1. 실적

[실적 요약]

- 매출액 2조 6,569억원(-1.8%, QoQ -7.6%)
- 영업이익 1,206억원(+26.6%, QoQ +16.3%), 영업이익률 4.5%(QoQ +0.9%p)
- 매출 감소 배경: 하계휴가와 추석 연휴에 따른 조업일수 감소, HMG 파업에 따른 물량 감소, 환율 하락
- 영업이익 증가 배경: 지난해 하반기부터 추진한 원가 혁신과 운영 효율화
- 3분기 누적 매출액 8조 2,804억원(+1.2%), 영업이익 3,215억원(+77.9%)
- 영업이익률 3.9%
- 매출원가율 88.5%(-0.9%p, QoQ -0.6%p), 판관비율 7.0%(-0.1%p, QoQ -0.3%p)

[지역별/고객별 실적]

- 유럽 매출 비중 34%(+3%p), 미주 28%(-2%p), 한국 26%(-1%p)
- 현대차그룹 비중 47%(-2%p), 폭스바겐 +1%p, BMW +1%p, 메르세데스 벤츠 +3%p
- 벤츠와 BMW 중심의 전기차 공급 물량 증가가 유럽 비중 확대로 연결
- xEV 매출 비중 33%(+5%p), 유럽 고객사 전기차와 하이브리드 공급 증가가 반영

[손익 증감 요인]

- 매출원가: 재료비 중심 원가구조 혁신과 운반비/운영비 효율화로 원가율 하락, 원재료 가격 상승에도 구조적 체질 개선으로 방어
- 판관비: R&D 자산화율 축소에 따른 비용 인식 확대에도 전사 효율화로 안정적 관리
- R&D 비용 매출액 대비 3.5%, R&D 자산화율 24%(-14%p, 전년 동기 38%)
- R&D 회계 기준을 보수적으로 적용해 미래 상각 부담을 사전에 제거하는 방침
- 설비투자 순집행액 1,450억원, R&D 비용 2,860억원
- 감가상각비 3분기 누적 5,500억원(연간 계획 대비 73%)
- 영업외손실 발생: 해외 계열사 대외 자산의 환율 급락에 따른 평가손실

[가이던스/향후 전망]

- 2026년 신규 수주 3분기 누적 7억 300만 달러(연간 목표 13억 달러 대비 54%)
- 기존 프로그램 연장 4억 5,300만 달러, 신규 프로그램 2억 5,000만 달러
- 4분기 주요 프로그램 수주 일정이 3분기에서 11월과 12월로 지연, 연간 수주 가이던스 달성 가능 전망
- 기존 7개 핵심 고객사 기반 유지와 함께 기타 고객사와 신규 전략시장 진출 추진
- 투자 규모는 연간 가이던스에 부합할 것
- 4분기 원자재 가격 안정 시 3분기보다 나은 재료비 성과 기대
- 부채비율 165%, 차입금 비율 95%, 순차입금 비율 72%

• 지표 변동은 원화 강세에 따른 외화 순자산 환산 영향으로 차입금 증가와 무관
• 순차입금/EBITDA 2.28배(2025년 상반기 피크 5.31배), 이자보상배율 7.47배
• EBITDA(TTM) 7,301억원에서 1조 1,593억원으로 +58.8% 증가(2025년 상반기 TTM 대비)
• 순차입금 3조 8,828억원에서 2조 6,449억원으로 1조 2,379억원 감축
• 개선 요인: 외부 자본 수혈이 아닌 원가 혁신과 본원적 손익 개선이 디레버리징 주도

[신사업 및 기타]

1. ESS/SST 열관리

• AI 데이터센터 랙당 전력 100kW 이상으로 급증, ESS와 SST 수요 동반 성장
• SST 시장은 2027년부터 본격화 전망
• 경쟁력 3가지: 자동차 등급 신뢰성 기술, 미국 포함 기존 양산 라인과 공급망 활용(대규모 CAPEX 불필요), AIDC 서버랙 열관리 시장 진입 교두보
• 목표: PCS/SST부터 CDU/매니폴드까지 아우르는 AIDC 통합 열관리 토탈 솔루션 공급, 20% 이상 이익률 사업 구조 확립

2. 신사업 기술 개발 현황

• 5개 분야 추진: ESS와 PCS, SST, 데이터센터, 가정용 에어컨, 오프로드 모빌리티
• PCS 열관리: 고객사 양산 계획에 맞춰 시험 샘플 공급 예정
• SST 냉각 모듈: 1차 샘플 공급 완료, 성능 개선 샘플 검토 중
• 데이터센터 CDU용 판형 열교환기와 전동 워터펌프: 내년부터 본격 고객 프로모션 예정
• 일본 트랙터 업체에 전동 부품 공급 중(작년 약 14만 개)

3. 애프터마켓

• 중장기 매출 비중 10% 이상 목표, 주요 경쟁사는 약 10% 수준
• 독일 Automechanika 전시회에서 약 30곳 고객사 미팅 진행
• 그룹사(한국타이어, 배터리 사업부)의 영업/마케팅 노하우 활용
• 미주 1위 대형 유통사와 시스템 연계 작업 진행 중, 미국 상위 5위권 업체 2곳과 미팅
• 유럽 2위 업체 인터카스에서 초도 수주 확보, 한국 공급 중, 중국 신규 거래선 개발 중, 중동과 아프리카 다수 직거래선 개발 완료

2. Q&A

문) 열관리 신사업의 연도별 예상 매출 규모는?

답) 정식 발주 절차를 진행 중이어서 금액 언급 불가

문) SST 관련 기가와트당 매출 환산과 시장 규모에 대한 계획은?

답) 메가와트당 내부 원가와 가격을 산출해 둔 상태이나 수주 과정에서 고객사와 협의 중이므로 구체화 후 공유 예정

문) UL 인증 진행 상황과 일정은?

답) 북미 1개사와 국내 수개사와 SST, PCT, 냉각 시스템 협의 중. SST 타깃 시장은 대부분 북미이므로 UL 인증 확보 필수

문) 영업외손실의 상세 내용은?

답) 해외 계열사 보유 자산의 평가손실. 제품 매출채권 약 5억~6억 달러와 마그나 인수 시 현지 법인에 지급한 대여금 약 4억 달러, 합계 약 9억~10억 달러 규모. 대여금은 1,100원대 환율에서 집행. 환율이 한 분기에 약 200원 급락하며 평가손실 확대

문) 열관리 신사업과 애프터마켓이 내년부터 실적에 일부라도 반영될 수 있는지?

답) 신사업은 SST가 2027년 말 고객사 양산 계획으로 수주 완료 시 2027년 말부터 매출 발생, 2028년부터 본격 양산 확대 목표. PCT는 칠러를 배제하는 방식으로 공동 개발 중이며 2027년 말 또는 2028년 초 양산 예상, 일정은 유동적. 애프터마켓은 신규 거래선 개발과 인프라 구축 동시 진행 중이며 미주, 유럽, 중동과 아프리카 다수 거래선에서 일부 주문 확보

문) 미국 중간선거 이후 AI 데이터센터 관련주 급락이 신사업에 미칠 영향은?

답) 에너지저장장치 수요 중 AI 데이터센터 부하단 비중은 현재 한 자릿수 이하로 PCT 영향은 제한적. 개발 중인 드라이플로어 방식은 기존 칠러 방식 대비 전력 손실 효율이 90% 이상 개선되어 에너지저장장치 냉각 수요는 꾸준할 전망. SST는 AI 데이터센터 적용 비중이 가장 커 북미 데이터센터 지연 시 영향 불가피. SST가 중간 단계를 생략할 수 있어 신규 시장 수요는 꾸준할 전망

문) 유럽 고객사 대비 미국 고객사 매출 부진 관련, 4분기와 내년 지켜볼 포인트는?

답) 미국 고객사가 부진했다기보다 유럽 고객사(BMW, 벤츠 중심)가 상대적으로 호조. 포드와 GM은 전년과 비슷한 수준. 통상 4분기가 완성차 시장에서 매출이 좋은 시기이므로 미국도 따라올 잠재력 보유. 현대기아 미국 판매는 시장 평균을 웃도는 호조. GM은 3분기부터 매출 증가, 포드도 미미하나 회복 조짐. 신규 차종 출시 예정으로 판매 점진 회복 기대. 현대기아 독립 대응이 상쇄 효과로 작용

문) GM과 포드의 신규 전기차 플랫폼 관련 수주 가시성은?

답) 포드 전기차 프로그램이 작년 말 취소되면서 신규 프로그램으로 대체해 수주 진행 중. GM은 원산지와 자동화 요구 사항에 맞춰 협업 중. 포드/GM 모두 기대 이상 성과 전망

문) 매출 감소의 물량, 환율, 제품 구성 영향을 정량적으로 구분하면?

답) 원/달러와 원/유로 환율만 보면 매출 감소 영향이 명확하나, 주요 통화가 위안화, 멕시코 페소, 헝가리 포린트, 터키 리라, 인도 루피 등으로 다양해 서로 상쇄. 지역별 생산 구조와 물류 흐름으로 예상보다 환율 영향 제한적

문) 재료비율의 전분기 및 전년 동기 대비 추이와 판가 보전 효과, 내부 원가 절감 효과는?

답) 저비용 국가 조달 전환이 2년간 핵심이었고 개발과 테스트 기간이 긴 공급선이 내년에 추가 반영 예정. 3분기 국제 원자재 가격 상승에도 공급선 교체와 설계 변경으로 재료비율 안정 유지. 4분기 원자재 안정 시 3분기보다 개선 기대. 매출이 늘면 재료비율은 하락하므로 비율만으로 절감 규모 판단은 어려움. 참고 수치로 9월 누계 개당 단가 인하 효과 약 1,100억원

문) 운반비의 매출 대비 수준과 절감 정도는?

답) 공장 간 물류는 적재율 합리화와 한국타이어 그룹 선사 계약 활용으로 절감. 고객 공장 방향 내륙 물류비 상승분은 고객사 부담. 외부 창고는 작년 초 약 70개에서 절반 가까이 축소해 창고 비용 합리화

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**9,998.7**	**10,883.7**	**11,066.1**	**11,562.3**	**12,127.0**
매출원가	9,186.5	9,873.8	9,829.0	10,234.7	10,705.5
매출총이익	812.2	1,009.9	1,237.1	1,327.6	1,421.5
판관비	716.6	739.5	788.2	825.1	865.8
영업이익	**95.5**	**270.4**	**448.8**	**502.4**	**555.7**
금융손익	(280.8)	(114.5)	(365.5)	(42.5)	(25.0)
종속/관계기업손익	12.8	10.5	10.6	10.7	10.9
기타영업외손익	(157.2)	(301.3)	(34.5)	(41.7)	(42.2)
세전이익	**(329.7)**	**(134.9)**	**59.5**	**429.0**	**499.4**
법인세	19.6	62.4	30.9	104.7	121.8
계속사업이익	(349.3)	(197.3)	28.6	324.3	377.5
중단사업이익	(9.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(358.6)**	**(197.3)**	**28.6**	**324.3**	**377.5**
비지배주주지분 순이익	4.7	1.3	1.1	13.0	15.1
지배주주순이익	**(363.3)**	**(198.5)**	**27.4**	**311.3**	**362.4**
지배주주지분포괄이익	(79.6)	(64.8)	29.4	333.7	388.5
NOPAT	101.2	395.5	215.4	379.8	420.1
EBITDA	746.7	1,012.3	1,178.8	1,196.8	1,231.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.01	8.85	1.68	4.48	4.88
NOPAT증가율	(18.45)	290.81	(45.54)	76.32	10.61
EBITDA증가율	(15.34)	35.57	16.45	1.53	2.91
영업이익증가율	(66.33)	183.14	65.98	11.94	10.61
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	1,036.13	16.42
EPS증가율	적전	적지	흑전	1,022.22	16.50
수익성(%)					
매출총이익률	8.12	9.28	11.18	11.48	11.72
EBITDA이익률	7.47	9.30	10.65	10.35	10.16
영업이익률	0.96	2.48	4.06	4.35	4.58
계속사업이익률	(3.49)	(1.81)	0.26	2.80	3.11

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**4,439.0**	**4,412.5**	**4,059.8**	**4,596.6**	**5,142.5**
금융자산	0.0	0.0	732.2	1,119.8	1,495.9
현금성자산	1,346.5	924.8	716.3	1,103.7	1,479.6
매출채권	1,259.0	1,437.0	1,370.6	1,432.1	1,502.0
재고자산	1,241.2	1,404.7	1,345.1	1,405.4	1,474.1
기타유동자산	1,938.8	1,570.8	611.9	639.3	670.5
비유동자산	**6,181.2**	**6,079.7**	**5,851.6**	**5,712.3**	**5,642.1**
투자자산	113.5	110.6	112.4	117.5	123.2
금융자산	18.2	11.4	11.6	12.1	12.7
유형자산	2,863.7	2,724.4	2,490.2	2,342.4	2,263.6
무형자산	**2,351.4**	**2,184.6**	**2,188.8**	**2,192.2**	**2,195.1**
기타비유동자산	**852.6**	**1,060.1**	**1,060.2**	**1,060.2**	**1,060.2**
자산총계	**10,620.3**	**10,492.2**	**9,911.4**	**10,308.8**	**10,784.6**
유동부채	**5,033.8**	**3,984.8**	**3,414.8**	**3,507.4**	**3,615.3**
금융부채	2,583.7	1,768.7	1,161.8	1,154.0	1,147.5
매입채무	1,353.7	1,204.8	1,225.0	1,279.9	1,342.5
기타유동부채	1,096.4	1,011.3	1,028.0	1,073.5	1,125.3
비유동부채	**2,587.7**	**2,594.4**	**2,556.9**	**2,539.3**	**2,531.6**
금융부채	**2,131.4**	**2,096.9**	**2,048.4**	**2,008.0**	**1,974.4**
기타비유동부채	456.3	497.5	508.5	531.3	557.2
부채총계	**7,621.5**	**6,579.3**	**5,971.7**	**6,046.7**	**6,146.9**
지배주주지분	**2,853.4**	**3,767.8**	**3,795.2**	**4,106.5**	**4,468.9**
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	1,548.1	1,859.4	2,221.8
비지배주주지분	**145.3**	**145.2**	**144.5**	**155.6**	**168.8**
자본총계	**2,998.7**	**3,913.0**	**3,939.7**	**4,262.1**	**4,637.7**
순금융부채	0.0	0.0	2,478.0	2,042.2	1,626.0

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(594)	(257)	27	303	353
BPS	3,697	3,671	3,698	4,002	4,355
CFPS	1,390	1,450	1,108	1,123	1,160
EBITDAPS	1,222	1,309	1,149	1,166	1,200
SPS	16,359	14,075	10,783	11,266	11,817
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(6.27)	(11.54)	124.81	11.12	9.55
PBR	1.01	0.81	0.91	0.84	0.77
PCFR	2.68	2.04	3.04	3.00	2.91
EV/EBITDA	3.06	2.13	5.27	4.83	4.37
PSR	0.23	0.21	0.31	0.30	0.29
재무비율(%)					
ROE	(13.90)	(6.00)	0.73	7.88	8.45
ROA	(3.66)	(1.88)	0.27	3.08	3.44
ROIC	1.56	5.84	3.21	5.84	6.52
부채비율	254.16	168.14	151.58	141.87	132.54
순부채비율	0.00	0.00	62.90	47.92	35.06
이자보상배율(배)	0.36	1.13	2.91	3.58	4.21

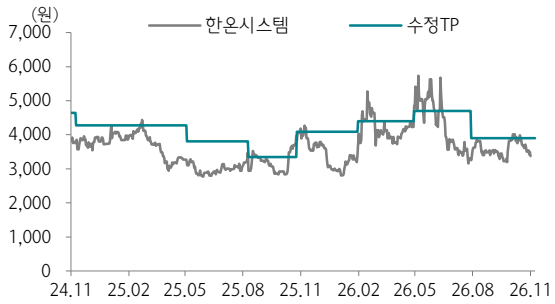
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**569.3**	**112.3**	**1,085.1**	**919.0**	**954.8**
당기순이익	(358.6)	(197.3)	28.6	324.3	377.5
조정	897.1	1,009.3	951.1	614.2	599.4
감가상각비	651.2	741.9	730.0	694.4	675.9
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	297.4	(3.1)	(3.4)
영업활동자산부채변동	30.8	(699.7)	105.4	(19.5)	(22.1)
투자활동 현금흐름	**(732.7)**	**(547.0)**	**(725.8)**	**(477.9)**	**(532.4)**
투자자산감소(증가)	(8.7)	13.4	6.9	3.8	3.2
자본증가(감소)	(372.3)	(244.1)	(250.0)	(300.0)	(350.0)
기타	(351.7)	(316.3)	(482.7)	(181.7)	(185.6)
재무활동 현금흐름	**650.6**	**0.9**	**(655.4)**	**(48.2)**	**(40.1)**
금융부채증가(감소)	528.9	(849.5)	(655.4)	(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)**	**(208.5)**	**387.3**	**376.0**
Unlevered CFO	849.8	1,121.0	1,136.8	1,152.0	1,190.5
Free Cash Flow	183.6	(180.7)	835.1	619.0	604.8

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.3	Neutral	3,900		
26.5.4	Neutral	4,700	-8.60%	-32.77%
25.10.30	Neutral	4,090	-7.61%	28.85%
25.8.14	Neutral	3,346	-3.33%	18.49%
25.5.8	Neutral	3,811	-21.14%	-8.78%
24.11.13	Neutral	4,276	-12.50%	3.69%
24.8.8	Neutral	4,648	-19.90%	-13.81%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 11월 6일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2026년 11월 6일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.74%	2.26%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 11월 03일