

(018880)

한온시스템

이재일 CFA

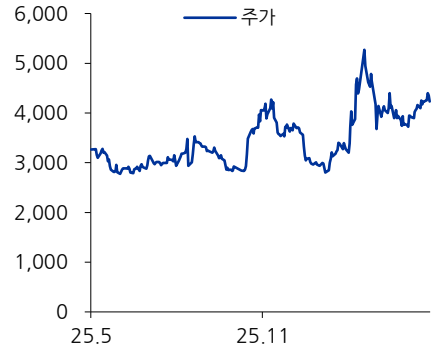
6183 / lee.jae-il@eugenefn.com

1Q26 Review: 유럽 전기차 성장 재개

- “ 동사의 1분기 실적은 매출액 2.75조원(+5.0%yoy), 영업이익 980억원(+363%yoy), 지배이익 670억원(흑자전환yoy)으로 영업이익 기준 컨센서에 부합. 유럽 고객사향 물량 확대와 볼륨 믹스 개선 영향으로 매출 성장, 비용 절감 효과 전반적으로 드러나며 수익성 대폭 개선
- “ 유럽 고객사 물량 반등: 유로화 강세, 유럽 고객사 물량 반등으로 인해 유럽 매출은 전년비 16% 증가. 특히, 벤츠(+131%yoy), BMW(+30%yoy) 등 프리미엄 메이커향 물량 확대 영향 컸고 폭스바겐(+19%yoy)은 포드를 제치고 최대 해외 고객사로 대두. 유럽 고객사의 매출 비중 확대로 xEV 비중은 29%를 기록하였으며 유럽 전기차 성장 재개 + 하이브리드 모멘텀 기대
- “ 원자재 가격 상승 영향은 제한적: 알루미늄 등 원자재 가격 상승으로 인한 수익성 악화 우려 있으나 실질 영향은 제한적일 것으로 예상. 기본적으로 원자재 가격 상승에 대해서는 고객사로부터 보전 받을 수 있기 때문. 단기간적으로 시차 발생할 수 있지만 현재는 사전적으로 가격 협의를 진행 중
- “ 비용 절감 효과: 인건비, 재료비, 운송비 등 전반적인 원가 절감 효과 지난해 하반기부터 반영되기 시작했으며 그 효과 점진적으로 확대 중. 현재 영업이익률 3% 중반 수준을 달성했으며 4%대 달성이 목표. 과거 설정했던 구조조정 총당금 470억원 중 일부 아직 남아있으며 현 시점에서 추가적인 총당금을 잡을 계획은 없음
- “ 전방위적인 비용 절감 활동을 통한 수익성 개선 가시화되고 있으며 향후 4% 영업이익 달성 가능할 것으로 기대. 유럽 전기차 시장 회복에 따른 매출 확대 고무적이며 영업현금흐름과 재무구조 개선 긍정적. AI 기반 통합 열관리 솔루션, ESS 열관리 사업 등 신사업 고려 중. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5,250원을 유지함

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
5,250 원(유지)
4,230 원(4/30)



시가총액(십억원)	4,341
발행주식수(천주)	1,026,263
52주 최고	5,700 원
최저	2,755 원
52주 일단 Beta	0.85
60일 평균 거래대금	975 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
한국타이어엔테크놀로지 (외 11인)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	9.6	10.3	27.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	5,250	5,250	-
영업이익(26E)	416	270	▲
영업이익(27E)	450	417	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	10,884	11,328	11,836
영업이익	270	416	450
세전손익	-135	405	501
당기순이익	-197	296	385
EPS(원)	-193	240	305
증감률(%)	na	흑전	26.8
PER(배)	na	17.6	13.9
ROE(%)	-6.0	7.6	9.4
PBR(배)	0.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	4.9	5.9	5.3

1Q26 Review

(단위: 십억원, %,%p)	1Q26P					2Q26E			2025A	2026E		2027E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	2,748	2,717	1.1	2,708	1.5	2,967	8.0	3.8	10,884	11,328	4.1	11,836	4.5
영업이익	98	98	-0.8	94	3.7	117	19.7	81.6	270	416	54.0	450	8.0
세전이익	107	70	53.8	54	99.0	110	2.0	흑전	-135	405	흑전	501	23.8
지배이익	67	52	28.9	41	62.5	82	23.4	흑전	-199	289	흑전	377	30.4
영업이익률	3.5	3.6	-0.1	3.5	0.1	3.9	0.4	1.7	2.5	3.7	1.2	3.8	0.1
순이익률	2.5	2.0	0.5	1.7	0.7	2.8	0.4	3.4	-1.8	2.6	4.4	3.3	0.6
EPS(원)	260	201	28.9	168	54.9	273	5.3	흑전	-193	240	흑전	305	26.8
BPS(원)	3,126	3,112	0.5	3,023	3.4	3,349	7.1	-17.3	3,671	3,082	-16.1	3,387	9.9
ROE(%)	8.3	6.5	1.8	5.5	2.8	8.2	-0.1	10.3	-6.0	7.6	13.6	9.4	1.8
PER(X)	16.3	21.0	-	25.2	-	15.5	-	-	na	17.6	-	13.9	-
PBR(X)	1.4	1.4	-	1.4	-	1.3	-	-	0.8	1.4	-	1.2	-

자료: 한온시스템, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

1Q26 잠정 실적

(십억원)	1Q26P	1Q25	4Q25	% yoy	% qoq	컨센서스	차이	당사추정치	차이
매출액	2,748	2,617	2,703	5.0	1.7	2,701	1.7%	2,717	1.1%
영업이익	98	21	90	362.8	8.7	92	6.5%	98	-0.8%
세전이익	107	-17	-183	흑자전환	흑자전환	54	100.0%	70	53.8%
지배이익	67	-24	-213	흑자전환	흑자전환	41	62.9%	52	28.9%
% of Sales									
영업이익	3.5%	0.8%	3.3%			3.4%		3.6%	
세전이익	3.9%	-0.7%	-6.8%			2.0%		2.6%	
지배이익	2.4%	-0.9%	-7.9%			1.5%		1.9%	

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	11,328	11,836	10,884	11,297	4.1%	4.8%
영업이익	416	450	270	417	54.2%	7.8%
세전이익	405	501	-135	303	흑자전환	65.4%
지배이익	289	377	-199	225	흑자전환	67.5%
% of Sales						
영업이익	3.7%	3.8%	2.5%	3.7%		
세전이익	3.6%	4.2%	-1.2%	2.7%		
지배이익	2.6%	3.2%	-1.8%	2.0%		

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025A	2026E
매출액	2,617	2,859	2,706	2,703	2,748	2,967	2,808	2,805	10,884	11,328
유럽	837	915	839	838	962	970	889	888	3,374	3,709
미국	785	858	812	811	742	883	836	835	3,265	3,297
한국	680	798	731	730	742	814	745	744	2,939	3,046
아시아	314	288	325	324	302	300	338	337	1,306	1,277
매출원가	2,427	2,604	2,418	2,424	2,460	2,643	2,525	2,491	9,874	10,118
매출총이익	190	254	288	278	289	324	283	314	1,010	1,210
판관비	169	190	192	188	191	208	200	196	740	794
영업이익	21	64	95	90	98	117	84	118	270	416
세전이익	-17	-26	91	-183	107	110	77	111	-135	405
지배이익	-24	-16	55	-213	67	82	57	83	-199	289
성장률(%)										
매출액	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	3.8	3.8	3.8	8.9	4.1
영업이익	-67.7	-10.2	-1.0	흑자전환	362.8	81.6	-12.1	31.8	182.6	54.2
지배이익	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	4.0	흑자전환	적자지속	흑자전환
이익률(%)										
매출총이익	0.0	8.9	10.6	10.3	0.0	10.9	10.1	11.2	9.3	10.7
영업이익	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.9	3.0	4.2	2.5	3.7
지배이익	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	2.8	2.0	3.0	-1.8	2.6

자료: 한온시스템, 유진투자증권

한온시스템(018880.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	10,620	10,492	10,577	11,097	11,567
유동자산	4,439	4,413	4,717	5,264	5,733
현금성자산	1,357	928	1,427	1,910	2,321
매출채권	1,349	1,562	1,475	1,509	1,539
재고자산	1,241	1,405	1,291	1,316	1,338
비유동자산	6,181	6,080	5,861	5,833	5,834
투자자산	966	1,171	1,218	1,268	1,319
유형자산	2,864	2,724	2,538	2,533	2,546
기타	2,351	2,185	2,105	2,033	1,969
부채총계	7,622	6,579	6,686	6,893	7,010
유동부채	5,034	3,985	4,072	4,258	4,353
매입채무	2,196	1,884	1,967	2,151	2,242
유동성이자부채	2,584	1,769	1,769	1,769	1,769
기타	254	332	336	339	342
비유동부채	2,588	2,594	2,614	2,635	2,657
비유동이자부채	2,131	2,097	2,097	2,097	2,097
기타	456	498	518	538	560
자본총계	2,999	3,913	3,891	4,203	4,558
자본지분	2,853	3,768	3,746	4,058	4,412
자본금	68	103	124	124	124
자본잉여금	561	1,504	1,863	1,863	1,863
이익잉여금	1,702	1,521	1,746	2,058	2,412
기타	523	640	14	14	14
비지배지분	145	145	145	145	145
자본총계	2,999	3,913	3,891	4,203	4,558
충차입금	4,715	3,866	3,866	3,866	3,866
순차입금	3,358	2,937	2,438	1,955	1,544

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	569	112	615	1,149	1,099
당기순이익	(359)	(197)	233	320	362
자산상각비	651	742	731	709	703
기타비현금성손익	557	576	(663)	(36)	(35)
운전자본증감	31	(700)	282	123	36
매출채권감소(증가)	177	(318)	86	(33)	(30)
재고자산감소(증가)	(49)	(122)	114	(25)	(22)
매입채무증가(감소)	(221)	(126)	83	184	91
기타	123	(135)	(2)	(2)	(2)
투자현금	(733)	(547)	(496)	(666)	(688)
단기투자자산감소	1	10	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	2	0	12	12	12
설비투자	386	293	304	472	492
유형자산처분	13	49	0	0	0
무형자산처분	(348)	(187)	(160)	(160)	(160)
재무현금	651	1	380	0	0
차입금증가	98	(976)	0	0	0
자본증가	552	977	380	0	0
배당금지급	46	2	0	0	0
현금 증감	568	(422)	499	483	411
기초현금	779	1,346	925	1,424	1,907
기말현금	1,346	925	1,424	1,907	2,318
Gross Cash flow	850	1,121	334	1,026	1,063
Gross Investment	703	1,257	214	543	651
Free Cash Flow	147	(136)	119	483	411

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,999	10,884	11,297	11,801	12,303
증가율(%)	5.0	8.9	3.8	4.5	4.3
매출원가	9,187	9,874	10,112	10,549	10,982
매출총이익	812	1,010	1,185	1,252	1,321
판매 및 일반관리비	717	740	768	893	836
기타영업손익	14	3	4	16	(6)
영업이익	96	270	417	450	485
증가율(%)	(66.3)	183.0	54.3	8.0	7.7
EBITDA	747	1,012	1,148	1,160	1,188
증가율(%)	(15.3)	35.6	13.4	1.0	2.5
영업외손익	(425)	(405)	(114)	(34)	(14)
이자수익	33	35	26	30	32
이자비용	265	239	221	221	221
지분법손익	13	11	16	16	16
기타영업외손익	(207)	(212)	65	140	159
세전순이익	(330)	(135)	303	417	472
증가율(%)	적전	적지	흑전	37.3	13.2
법인세비용	20	62	70	97	109
당기순이익	(359)	(197)	233	320	362
증가율(%)	적전	적지	흑전	37.3	13.2
지배주주지분	(363)	(199)	225	312	354
증가율(%)	적전	적지	흑전	38.6	13.5
비지배지분	5	1	8	8	8
EPS(원)	(471)	(193)	187	252	286
증가율(%)	적전	적지	흑전	34.8	13.5
수정EPS(원)	(471)	(193)	187	252	286
증가율(%)	적전	적지	흑전	34.8	13.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(471)	(193)	187	252	286
BPS	4,204	3,671	3,030	3,282	3,569
DPS	0	0	0	0	150
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	22.6	16.8	14.8
PBR	0.9	0.8	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	7.4	4.9	5.9	5.4	5.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	3.5
PCR	3.4	2.7	15.2	5.1	4.9
수익성(%)					
영업이익률	1.0	2.5	3.7	3.8	3.9
EBITDA이익률	7.5	9.3	10.2	9.8	9.7
순이익률	(3.6)	(1.8)	2.1	2.7	2.9
ROE	(13.9)	(6.0)	6.0	8.0	8.4
ROIC	1.1	3.0	4.9	5.6	6.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	112.0	75.1	62.7	46.5	33.9
유동비율	88.2	110.7	115.8	123.6	131.7
이자보상배율	0.4	1.1	1.9	2.0	2.2
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	7.6	7.5	7.4	7.9	8.1
재고자산회전율	8.4	8.2	8.4	9.1	9.3
매입채무회전율	4.9	5.3	5.9	5.7	5.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

