

한온시스템 018880

실적 경로는 유효, 관건은 신사업

2Q26F Pre: 유럽 단가 성장 지속, 원가 개선은 제한적

2Q26F 매출액 2.94조원(+2.7% 이하 YoY), 영업이익 1,145억원(+78.97%)으로 추정한다. OPM은 3.9%다. 유럽이 성장을 견인한다. 1분기 벤츠·폭스바겐·BMW에서 확인된 대당 단가 확대가 이어진다. 부품에서 모듈·시스템 단계로 공급이 올라선 효과다. 이는 물량 회복이 아니라 단가 상승이 실질적인 동인이다. 미주는 현대차·기아의 하이브리드 믹스로 물량 감소를 방어한다. 포드는 내연기관 중심으로 부진하다. 원가 개선은 하반기에 몰린다. 원재료 구매 단가 인하 효과가 아직 초입이고 전쟁으로 오른 알루미늄이 원가에 먼저 반영되며 2분기 개선폭은 제한적이다.

2026F 전쟁발 원가 부담으로 수익성 압박, 3분기 저점 후 회복

2026F 매출액 11.4조원(+4.7% 이하 YoY), 영업이익 4,360억원(+61.3%)으로 추정한다. OPM은 3.8%로 회사 가이드스 4%를 소폭 하회한다. 가이드스 4%는 대외 변수를 제외한 기준이다. 실제로는 1) 중동 전쟁 이후 15% 이상 급등한 알루미늄, 2) 운임 상승이 원가로 반영되며 하회 불가피하다. 알루미늄은 약 90%가 고객사 보전으로 커버될 것으로 예상된다. 다만 상승한 원가가 보전보다 선행 인식되고 보전은 3~6개월 뒤에 들어온다. 이 시차가 3분기에 집중되며 OPM이 3.5%로 연중 저점을 형성한다. 이후 원재료 구매 단가 인하 효과가 하반기에 확대되고 보전이 정상화되며 4분기부터 회복할 전망이다. Ford·GM 손상자산 회수는 하반기로 지연되었으나 현금 회수 시 상황 요인이다.

실적 정상화와 함께 부각될 신사업 가치에 주목

목표주가를 5,000원으로 상향하고 투자 의견 '매수'를 유지한다. 이익은 전쟁발 원가로 하향했으나 단기 이슈다. 멀티플 상향은 현금흐름 흑자 전환에 따른 이익 가시성 개선과 ESS·AS 등 신사업 옵션가치를 반영한다. 3분기 원가 저점을 통과하고 4분기 원재료 단가 인하 효과가 확인되면 실적 신뢰도가 회복되는 구간에 진입한다. ESS 열관리 피어가 27F 24~57배, AS 리테일 피어가 14~26배에 거래되는 점을 감안 시 동사 신사업 가치는 저평가로 판단한다. 다만 회사채 3,700억원의 4%대 차환 부담과 한앤코 지분 14.3%의 오버행 부담은 상존한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,884	11,400	11,766
영업이익	284	96	270	436	545
영업이익률(%)	3.0	1.0	2.5	3.8	4.6
세전이익	151	-330	-135	340	456
지배주주지분순이익	51	-363	-199	241	351
EPS(원)	84	-471	-193	235	342
증감률(%)	149.5	적전	적지	흑전	45.5
ROE(%)	2.2	-13.9	-6.0	6.8	10.5
PER (배)	80.7	-7.9	-15.3	16.2	11.1
PBR (배)	1.5	0.9	0.8	1.2	1.2
EV/EBITDA (배)	8.3	7.9	5.9	5.6	5.3

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2026.07.03

매수

목표주가(상향)	5,000원
현재주가(07/02)	3,800원
상승여력	31.58%

Stock Data

KOSPI	7,648.1pt
시가총액(보통주)	3,900십억원
발행주식수	1,026,263천주
액면가	100원
자본금	103십억원
60일 평균거래량	25,282천주
60일 평균거래대금	126,421백만원
외국인 지분율	7.2%
52주 최고가	5,940원
52주 최저가	2,755원
주요주주	
한국타이어엔테크놀로지(외 11인)	51.1%
국민연금공단(외 1인)	5.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-24.0	-10.9
3M	1.1	-45.1
6M	29.5	-48.0

주가차트

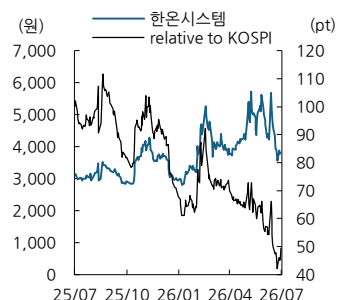


표1 한온시스템 2Q26F 실적 Preview

(십억원, %)	2Q26F	1Q26	2Q25	QoQ	YoY	컨센서스	Gap
매출액	2,935	2,748	2,858	6.8	2.7	2,948	(0.4)
유럽	1,033	962	915	7.4	13.0		
미주	801	742	857	8.0	(6.5)		
한국	792	742	798	6.8	(0.7)		
아시아	308	302	288	1.9	6.9		
영업이익	115	97	64	18.3	78.9	108.6	5.9
OPM	3.9	3.5	2.2	0.4	1.7		
지배순이익	64	67	(16)	(3.6)	흑전	53	21.2
NPM	2.2	2.4	(0.6)	(0.2)	2.8		

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

(십억원, %)	변경전		변경후		Gap	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	11,405	11,890	11,400	11,766	(0.0)	(1.0)
영업이익	456	564	436	545	(4.4)	(3.4)
OPM	4.0	4.7	3.8	4.6	(0.2)	(0.1)
지배순이익	224	328	241	351	7.9	7.1

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한온시스템 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	증감률
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,935	2,787	2,930	10,884	11,400	11,766	4.7
유럽	838	915	810	866	962	1,033	986	1,043	3,429	4,025	4,290	17.4
미주	785	857	812	811	742	801	775	756	3,265	3,074	3,059	(5.9)
한국	681	798	704	756	742	792	752	791	2,939	3,078	3,209	4.7
아시아	314	288	379	270	302	308	273	340	1,251	1,223	1,207	(2.2)
영업이익	21	64	95	90	97	115	96	127	270	436	545	61.3
OPM	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.9	3.5	4.3	2.5	3.8	4.6	1.3
지배순이익	(24)	(16)	55	(213)	67	64	47	63	(199)	241	351	흑전
NPM	(0.9)	(0.6)	2.0	(7.9)	2.4	2.2	1.7	2.2	(1.8)	2.1	3.0	3.9
YoY												
매출액	8.8	11.6	8.2	6.6	5.0	2.7	3.0	8.4	8.8	4.7	3.2	-
영업이익	(67.7)	(10.2)	1.7	흑전	361.2	78.9	1.2	42.0	190.6	61.3	24.9	-
OPM	(1.9)	(0.5)	(0.2)	8.7	2.7	1.7	(0.1)	1.0	1.6	1.3	0.8	-
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	(13.4)	흑전	(45.3)	(221.5)	45.5	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 한온시스템 Valuation Table

항목	단위	값	비고
지배 순이익	(십억원)	351	27F 지배주주 순이익 적용
주식수	(천주)	1,026,263	유상증자 후 주식수 반영
Target EPS	(원)	342	27F EPS 적용
Target P/E	(x)	14.5	주요 부품사 업체 26F PER 피어 그룹 평균에 프리미엄 60% 적용
목표주가	(원)	5,000	
현재주가	(원)	3,800	전일 종가
Upside	(%)	31.6	

자료: DS투자증권 리서치센터

[한온시스템 018880]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,413	4,651	5,305	매출액	9,522	9,999	10,884	11,400	11,766
현금 및 현금성자산	779	1,346	925	1,253	1,319	매출원가	8,612	9,187	9,874	10,201	10,416
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,562	1,530	1,825	매출총이익	910	812	1,010	1,199	1,349
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,326	1,597	판매비 및 관리비	626	717	740	763	805
기타	490	502	521	543	565	영업이익	284	96	270	436	545
비유동자산	5,548	6,181	6,080	5,561	5,106	(EBITDA)	882	747	1,012	1,156	1,211
관계기업투자등	85	101	99	103	107	금융손익	-93	-152	-150	-64	-50
유형자산	2,716	2,864	2,724	2,629	2,503	이자비용	186	265	239	173	168
무형자산	2,126	2,351	2,185	1,714	1,335	관계기업등 투자손익	12	13	11	12	12
자산총계	9,244	10,620	10,492	10,211	10,411	기타영업외손익	-52	-286	-266	-44	-51
유동부채	3,576	5,034	3,985	4,151	4,270	세전계속사업이익	151	-330	-135	340	456
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	1,884	2,055	2,165	계속사업법인세비용	85	20	62	98	105
단기금융부채	1,476	2,584	1,769	1,750	1,745	계속사업이익	66	-349	-197	242	351
기타유동부채	194	254	332	346	360	중단사업이익	-7	-9	0	0	0
비유동부채	3,160	2,588	2,594	2,596	2,612	당기순이익	59	-359	-197	242	351
장기금융부채	2,710	2,131	2,097	2,078	2,074	지배주주	51	-363	-199	241	351
기타비유동부채	450	456	498	518	538	총포괄이익	333	-359	-197	242	351
부채총계	6,736	7,622	6,579	6,746	6,882	매출총이익률 (%)	9.6	8.1	9.3	10.5	11.5
지배주주지분	2,372	2,853	3,768	3,320	3,384	영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.5	3.8	4.6
자본금	53	68	103	103	103	EBITDA마진률 (%)	9.3	7.5	9.3	10.1	10.3
자본잉여금	-23	561	1,504	1,504	1,504	당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-1.8	2.1	3.0
이익잉여금	2,103	1,702	1,521	1,475	1,538	ROA (%)	0.6	-3.7	-1.9	2.3	3.4
비지배주주지분(연결)	137	145	145	145	145	ROE (%)	2.2	-13.9	-6.0	6.8	10.5
자본총계	2,508	2,999	3,913	3,465	3,529	ROIC (%)	2.3	1.1	3.0	4.9	7.1

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	211	393	117	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	59	-359	-197	242	351	P/E	80.7	-7.9	-15.3	16.2	11.1
비현금수익비용가감	895	1,208	409	-124	230	P/B	1.5	0.9	0.8	1.2	1.2
유형자산감가상각비	418	443	503	477	443	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
무형자산상각비	180	208	239	243	223	EV/EBITDA	8.3	7.9	5.9	5.6	5.3
기타현금수익비용	297	-33	-863	-870	-466	P/CF	4.3	3.4	14.4	33.0	6.7
영업활동 자산부채변동	-194	31	0	274	-464	배당수익률 (%)	4.1	7.5	9.4	7.4	7.4
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	32	-295	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-122	79	-271	매출액	10.4	5.0	8.9	4.7	3.2
매입채무 증가(감소)	28	-221	-126	171	110	영업이익	10.5	-66.3	183.0	61.3	24.9
기타자산 부채변동	-60	123	565	-8	-8	세전이익	55.1	적전	적지	흑전	34.1
투자활동 현금	-677	-733	-488	260	246	당기순이익	120.2	적전	적지	흑전	45.1
유형자산처분(취득)	-416	-372	-166	96	125	EPS	149.5	적전	적지	흑전	45.5
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-129	228	155	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	24	3	13	-20	10	부채비율	268.5	254.2	168.1	194.7	195.0
기타투자활동	32	-16	-207	-44	-45	유동비율	103.4	88.2	110.7	112.0	124.2
재무활동 현금	-480	651	-145	-325	-296	순차입금/자기자본(x)	135.2	112.0	75.1	74.2	70.7
차입금의 증가(감소)	-295	98	-936	-38	-9	영업이익/금융비용(x)	1.5	0.4	1.1	2.5	3.2
자본의 증가(감소)	-185	430	792	-287	-287	총차입금 (십억원)	4,186	4,715	3,866	3,828	3,819
배당금의 지급	185	169	189	287	287	순차입금 (십억원)	3,391	3,358	2,937	2,572	2,497
기타재무활동	0	122	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-651	568	-422	328	66	EPS	84	-471	-193	235	342
기초현금	1,429	779	1,346	925	1,253	BPS	4,443	4,204	3,671	3,235	3,297
기말현금	779	1,346	925	1,253	1,319	SPS	15,682	12,951	10,605	11,108	11,465
NOPLAT	124	69	196	310	419	CFPS	1,571	1,101	206	115	566
FCF	83	148	-277	653	363	DPS	278	280	280	280	280

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한온시스템 (018880) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-07-16	매수	6,000	-32.5	-20.5	
2024-09-03	매수	6,000	-33.1	-20.5	
2025-01-13	매수	6,000	-33.8	-20.5	
2025-05-09	유지	3,600	-8.3	5.4	
2025-07-07	유지	3,600	-6.1	5.4	
2025-08-18	유지	3,600	-3.6	5.4	
2025-09-25	유지	3,300	5.9	29.3	
2025-10-30	유지	4,300	0.2	43.4	
2026-02-04	매수	4,300	1.6	33.3	
2026-07-03	매수	5,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.06.30

매수	중립	매도
99.4%	0.0%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.