

한온시스템 018880

이익 개선, 현금 창출 경로 지속

2Q26P Re: 유럽 둔화와 판관비 부담으로 컨센서스 하회

2Q26P 잠정 매출액 2.9조원(+0.6% 이하 YoY), 영업이익 1,037억원(+61.3%)으로 이익 컨센서스를 소폭 하회했다. 유럽 증가율 둔화와 판관비 증가가 주요했다. 유럽은 벤츠와 BMW가 각각 36%, 19% 성장했으나 지역 증가율은 1분기 15%에서 9%로 낮아졌다. 현대차그룹은 국내 협력사 화재로, 포드와 GM은 북미 재고 조절로 물량이 줄었다. 고객사 판매대수가 일제히 감소한 가운데 부품에서 모듈-제어기로 넓어진 납품 범위와 환율이 외형을 방어했다. GPM은 재료비 단가 인하와 관세 리커버리로 10.9%(+2.0%p)를 기록했다. 다만 판관비가 R&D 자산화를 축소로 200억원 늘어 개선분의 1/3을 상쇄했다. 법인세는 1분기 과다 계상분이 일회성으로 환입되며 순이익이 컨센서스를 상회했다.

회계적 요인 제외 시 이익 및 현금창출 경로는 견조

3Q26F 매출액 2.8조원(+4.5%), 영업이익 1,089억원(+14.6%)을 전망한다. 고객사 리커버리 수량이 3분기에 집중되며 재료비 부담이 완화된다. 물량 증가가 환율 하락에 상쇄되며 외형은 전분기 수준에 머문다. GPM이 이미 2027년 목표 구간에 도달한 만큼 추가 마진은 판관비에서 나온다. 연간 가이던스 4%는 하반기 판관비율이 과거 9개 분기 최저치를 밑돌아야 성립한다. 자산화를 유지 목표(22~23%) 감안 시 달성 여지는 제한적이다. 다만 미달분이 개발비 비용 인식에서 비롯되는 만큼 이익의 질과 현금창출력은 훼손되지 않는다.

정상화와 함께 부각될 신사업 가시화 상방 기대

현금흐름 정상화 흐름은 분명하다. EBITDA 대비 CAPEX가 2024년 98%에서 상반기 26%로 낮아지며 잉여현금이 차입금 상환으로 이어진다. 이자 부담 축소와 2027년 무형자산 상각 감소가 더해져 순이익 개선 속도가 영업이익을 앞선다. 신규 수주가 줄었으나 ICE·HEV 프로그램 수명 연장으로 추가 투자 없이 외형을 지킬 수 있다. ESS와 데이터센터 열관리는 밸브 프로토타입 납품과 RFQ 수령 단계로 진입하며 점진적으로 가시화되고 있다. 아마존 Zoox형 로보택시 열관리도 8년 협업 끝에 올해 양산에 들어갔다. 둘 모두 구체화 시 상방 요인이다. 목표주가 5,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,884	11,315	11,678
영업이익	284	96	270	431	541
영업이익률(%)	3.0	1.0	2.5	3.8	4.6
세전이익	151	-330	-135	346	454
지배주주지분순이익	51	-363	-199	267	349
EPS(원)	84	-471	-193	186	254
증감률(%)	149.5	적전	적지	흑전	36.7
ROE(%)	2.2	-13.9	-6.0	6.2	6.9
PER (배)	80.7	-7.9	-15.3	20.4	14.9
PBR (배)	1.5	0.9	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	8.3	7.4	5.9	5.2	3.8

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2026.08.12

매수

목표주가(유지)	5,000원
현재주가(08/11)	3,785원
상승여력	32.1%

Stock Data

KOSPI	6,345.5pt
시가총액(보통주)	3,884십억원
발행주식수	1,026,263천주
액면가	100원
자본금	103십억원
60일 평균거래량	15,587천주
60일 평균거래대금	75,610백만원
외국인 지분율	6.9%
52주 최고가	5,940원
52주 최저가	2,755원
주요주주	
한국타이어앤테크놀로지(외인)	51.1%
국민연금공단(외인)	5.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.0	20.1
3M	-33.9	-15.1
6M	-19.4	-37.9

주가차트

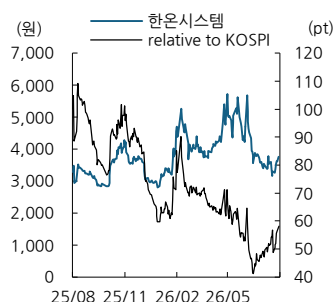


표1 한온시스템 2Q26P 실적 Review

(십억원, %)	2Q26P	1Q26	2Q25	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	2,875	2,748	2,858	4.6	0.6	2,956	(2.7)	2,935	(2.0)
유럽	997	962	915	3.6	9.0			1,033	(3.5)
미주	806	742	857	8.6	(6.0)			801	0.6
한국	782	742	798	5.4	(2.0)			792	(1.3)
아시아	291	302	288	(3.9)	0.8			308	(5.7)
영업이익	104	97	64	6.7	61.3	113	(8.3)	115	(9.8)
OPM	3.6	3.5	2.2	0.1	1.4	3.8	(0.2)	3.9	(0.3)
지배순이익	85	67	(16)	28.0	흑전	60	41.4	64	32.7
NPM	3.0	2.4	(0.6)	0.5	3.5	2.0	0.9	2.2	0.8

자료: 한온시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한온시스템 추정치 변경 Table

(십억원, %)	변경전		변경후		Gap	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	11,400	11,766	11,315	11,678	(0.7)	(0.7)
영업이익	436	545	431	541	(1.1)	(0.7)
OPM	3.8	4.6	3.8	4.6	(0.0)	0.0
지배순이익	241	351	267	349	10.7	(0.6)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한온시스템 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	증감률
매출액	2,617	2,858	2,706	2,703	2,748	2,875	2,828	2,864	10,884	11,315	11,678	2,617
유럽	838	915	810	866	962	997	986	1,005	3,429	3,949	4,196	15.2
미주	785	857	812	811	742	806	807	760	3,265	3,115	3,122	(4.6)
한국	681	798	704	756	742	782	769	779	2,939	3,072	3,208	4.5
아시아	314	288	379	270	302	291	266	321	1,251	1,180	1,152	(5.7)
영업이익	21	64	95	90	97	104	109	122	270	431	541	59.6
OPM	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	3.9	4.3	2.5	3.8	4.6	1.3
지배순이익	(24)	(16)	55	(213)	67	85	57	59	(199)	267	349	흑전
NPM	(0.9)	(0.6)	2.0	(7.9)	2.4	3.0	2.0	2.0	(1.8)	2.4	3.0	4.2
YoY												
매출액	8.8	11.6	8.2	6.6	5.0	0.6	4.5	6.0	8.8	4.0	3.2	-
영업이익	(67.7)	(10.2)	1.7	흑전	361.2	61.3	14.2	35.7	190.6	59.6	25.3	-
OPM	(1.9)	(0.5)	(0.2)	8.7	2.7	1.4	0.3	0.9	1.6	1.3	0.8	-
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	3.6	흑전	(45.3)	(234.6)	30.6	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

[한온시스템 018880]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	3,697	4,439	4,413	5,449	6,334	매출액	9,522	9,999	10,884	11,315	11,678
현금 및 현금성자산	779	1,346	925	1,817	2,879	매출원가	8,612	9,187	9,874	10,085	10,322
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,562	1,798	1,530	매출총이익	910	812	1,010	1,231	1,355
재고자산	1,140	1,241	1,405	1,257	1,326	판매비 및 관리비	626	717	740	799	815
기타	490	502	521	576	600	영업이익	284	96	270	431	541
비유동자산	5,548	6,181	6,080	6,411	5,897	(EBITDA)	882	747	1,012	1,130	1,207
관계기업투자등	85	101	99	110	114	금융손익	-93	-152	-150	-9	-51
유형자산	2,716	2,864	2,724	3,107	2,982	이자비용	186	265	239	173	168
무형자산	2,126	2,351	2,185	2,071	1,633	관계기업등 투자손익	12	13	11	12	12
자산총계	9,244	10,620	10,492	11,860	12,231	기타영업외손익	-52	-286	-266	-87	-47
유동부채	3,576	5,034	3,985	4,541	4,659	세전계속사업이익	151	-330	-135	346	454
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	1,884	2,045	2,197	계속사업법인세비용	85	20	62	78	105
단기금융부채	1,476	2,584	1,769	2,073	2,022	계속사업이익	66	-349	-197	269	350
기타유동부채	194	254	332	423	440	중단사업이익	-7	-9	0	0	0
비유동부채	3,160	2,588	2,594	2,266	2,170	당기순이익	59	-359	-197	269	350
장기금융부채	2,710	2,131	2,097	1,729	1,611	지배주주	51	-363	-199	267	349
기타비유동부채	450	456	498	537	559	총포괄이익	333	-73	-197	269	350
부채총계	6,736	7,622	6,579	6,807	6,829	매출총이익률 (%)	9.6	8.1	9.3	10.9	11.6
지배주주지분	2,372	2,853	3,768	4,904	5,253	영업이익률 (%)	3.0	1.0	2.5	3.8	4.6
자본금	53	68	103	137	137	EBITDA마진률 (%)	9.3	7.5	9.3	10.0	10.3
자본잉여금	-23	561	1,504	2,453	2,453	당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-1.8	2.4	3.0
이익잉여금	2,103	1,702	1,521	1,790	2,139	ROA (%)	0.6	-3.7	-1.9	2.4	2.9
비지배주주지분(연결)	137	145	145	148	148	ROE (%)	2.2	-13.9	-6.0	6.2	6.9
자본총계	2,508	2,999	3,913	5,053	5,402	ROIC (%)	2.3	1.1	3.0	4.9	6.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	517	569	112	1,176	926	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	59	-359	-197	269	350	P/E	80.7	-7.9	-15.3	20.4	14.9
비현금수익비용가감	895	1,208	1,318	630	230	P/B	1.5	0.9	0.8	1.1	1.0
유형자산감가상각비	418	443	503	475	443	P/S	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4
무형자산상각비	180	208	239	224	223	EV/EBITDA	8.3	7.4	5.9	5.2	3.8
기타현금수익비용	297	557	54	-365	-466	P/CF	4.3	3.4	2.7	6.1	9.0
영업활동 자산부채변동	-194	31	-700	277	347	배당수익률 (%)	4.1	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-21	177	-318	-38	268	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-140	-49	-122	190	-68	매출액	10.4	5.0	8.9	4.0	3.2
매입채무 증가(감소)	28	-221	-126	136	151	영업이익	10.5	-66.3	183.0	59.6	25.3
기타자산 부채변동	-60	123	-135	-11	-5	세전이익	55.1	적전	적지	흑전	31.2
투자활동 현금	-677	-733	-547	-511	303	당기순이익	120.2	적전	적지	흑전	30.2
유형자산처분(취득)	-416	-372	-244	-404	125	EPS	149.5	적전	적지	흑전	36.7
무형자산 감소(증가)	-317	-348	-187	-47	215	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	24	3	10	-9	9	부채비율	268.5	254.2	168.1	134.7	126.4
기타투자활동	32	-16	-126	-51	-46	유동비율	103.4	88.2	110.7	120.0	135.9
재무활동 현금	-480	651	1	228	-168	순차입금/자기자본(x)	135.2	112.0	75.1	38.7	13.4
차입금의 증가(감소)	-295	98	-976	-756	-168	영업이익/금융비용(x)	1.5	0.4	1.1	2.5	3.2
자본의 증가(감소)	-185	552	979	983	0	총차입금 (십억원)	4,186	4,715	3,866	3,802	3,633
배당금의 지급	185	46	0	0	0	순차입금 (십억원)	3,391	3,358	2,937	1,954	723
기타재무활동	0	0	-2	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-651	568	-422	893	1,061	EPS	84	-471	-193	186	254
기초현금	1,429	779	1,346	925	1,817	BPS	4,443	4,204	3,671	3,570	3,824
기말현금	779	1,346	925	1,817	2,879	SPS	15,682	12,951	10,605	7,866	8,500
NOPLAT	124	69	196	335	416	CFPS	1,571	1,101	1,092	625	422
FCF	83	148	-126	665	1,229	DPS	278	n/a	n/a	n/a	n/a

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

한온시스템 (018880) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-29.7	-23.0	
2026-08-12	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
98.7%	0.0%	1.3%

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.