MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.6

투자의견(상향)	**매수**
목표주가(유지)	**4,600원**
현재주가(26/11/5)	3,370원
상승여력	36.5%

영업이익(26F,십억원)	454
Consensus 영업이익(26F,십억원)	0
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	36.6
MKT P/E(26F,x)	5.6
KOSPI	5,383.80
시가총액(십억원)	3,458
발행주식수(백만주)	1,026
유동주식비율(%)	47.5
외국인 보유비중(%)	5.1
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	2,800
52주 최고가(원)	5,730

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.0	-30.5	-19.4
상대주가	14.5	-10.5	-40.1



[자동차/모빌리티]

김진석
jinsuk.kim@miraeasset.com

018880 · 자동차/모빌리티

한온시스템

3Q26 리뷰: 비용절감 지속, 전기차 수혜

컨센 대비 +8%. 매출원가율/판관비율 하락, 영업외단 환율 영향

3Q26 매출액 2.7조원(-1.8%YoY, 컨센서스 2.8조원 대비 -5%), 영업이익 1,206억원(+26.6%YoY, 컨센서스 1,110억원 대비 +8%), OPM 4.5%(+1.0%P YoY, +0.9%P QoQ)를 기록했다. 메르세데스/현대차그룹향 유럽 매출이 현대차그룹향 국내 매출 감소(생산차질/연휴)를 만회했는데, 호실적의 배경은 비용절감 효과다.

매출원가율은 88.5%(-0.9%P YoY, -0.6%P QoQ)으로 원가절감 및 운영효율화 효과가 지속되고 있고, R&D 자산화율 축소(24%, -13%P YoY, -1%P QoQ)에도 판관비율은 7.0%(-0.1%P YoY, -0.3%P QoQ)으로 실적을 견인하고 있다.

다만 지배순이익이 -1,430억원으로 적자전환했는데, 이는 원화 강세에 따른 영업외단 외화자산 평가손실 영향이다. 순이자비용은 300억 초중반으로 연간 영향은 25년 약 2천억원에서 26년 1,300~1,400억원 수준으로 감소할 것으로 추정한다. 순차입금은 1H25 3.9조원 → 1H26 2.8조원 → 3Q26 2.6조원으로 감소세이다.

신사업은 1) ESS/AIDC: ESS용 PCS(전력변환장치) 열관리, AIDC 전력인프라용 SST(반도체변압기) 열관리, AIDC 서버 수냉솔루션을 추진하고 있다. SST/PCS는 북미/국내 업체와 협의 중이다. SST는 고객사 27년말 양산 계획으로 수주 완료 시 27년말부터 매출 발생한다. PCS는 고객사와 공동개발 중이며 27년말~28년초 양산 목표이다. 2) 애프터마켓 중장기 목표는 매출 비중 10%+, 두자릿수 OPM이다.

대주주 변화 이후 체질개선 효과 지속, 유럽/미국 전기차 수혜

가시적인 비용절감 효과가 지속되고 있다. 25년 9월에 제시한 27년 매출원가율 목표 89.5%는 지난 7월에 26년 달성 목표로 단축했는데, 3분기 누계 기준 이미 89.1%이다. R&D 자산화율 축소에도 판관비율은 감소세이다. 시장에서는 외형 성장에 대한 우려가 있는 상황인데, 유럽 전기차 수요는 고성장하고 있다. 25~27년 탄소배출규제 정책과 26년 8월까지의 달성률을 살펴보면, 내년 유럽에서 전기차 판매를 확대해야 하는 업체는 당사 주요 고객사인 폭스바겐/현대차이다. 한편 미국 전기차 수요는 기저효과로 (+) 전환했는데, 중국에서도 역성장폭을 축소하는 구간이다.

4분기도 컨센서스 대비 양호한 실적이 예상된다. 비용절감, 관세/원재료비 정산, 주요 고객사의 물량 회복이 예상된다. 목표주가 4,600원을 유지하고, 투자의견을 매수로 상향한다(기존 중립). 27년 추정 EPS에 과거 수익성 회복 원년인 16년 P/E 20배를 적용했다. 참고로 2대 주주 한앤코(지분율 14%)의 한국타이어(51%)향 풋옵션(5,872만주, 5.7%, 주당 5,200원)의 행사기간은 27.1.11~27.2.11이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,559	9,999	10,884	11,107	11,585
영업이익 (십억원)	277	96	270	454	498
영업이익률 (%)	2.9	1.0	2.5	4.1	4.3
순이익 (십억원)	51	-363	-199	94	239
EPS (원)	84	-594	-257	92	233
ROE (%)	2.2	-13.9	-6.0	2.4	5.7
P/E (배)	80.7	-	-	36.6	14.5
P/B (배)	1.7	1.0	0.8	0.9	0.8
배당수익률 (%)	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한온시스템 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
목표주가 (원)	4,600	기존 목표주가 유지
현재주가 (원)	3,370	26/11/5 (목) 종가 기준
상승여력 (%)	36.5	투자의견 중립에서 매수로 상향
적용 EPS (원)	233	27년 EPS 추정치.
Target P/E (배)	20.0	과거 수익성 회복 구간 16년 P/E

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한온시스템 3Q26 실적 요약 테이블 (십억원)

	3Q25	2Q26	3Q26P				
			발표치	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,706	2,875	2,657	-1.8	-7.6	2,793	-4.9
영업이익	95	104	121	26.6	16.3	111	8.3
지배순이익	55	86	-143	적자전환	적자전환	58	적자전환
영업이익률(%)	3.5	3.6	4.5	1.0%p	0.9%p	4.0	0.6%p
순이익률(%)	2.0	3.0	-5.4	-7.4%p	-8.4%p	2.1	-7.4%p

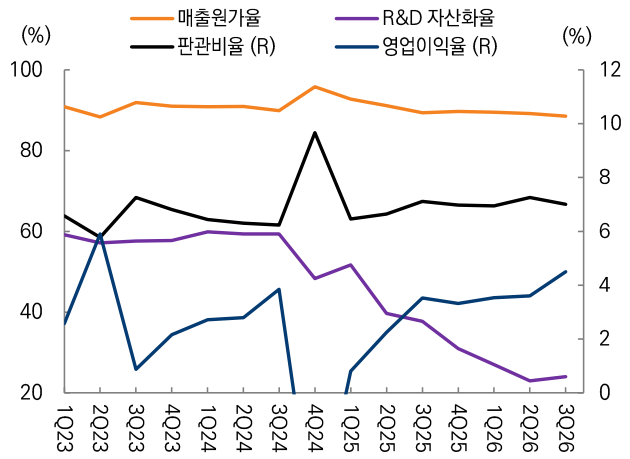
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	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	2,827	9,559	9,999	10,884	11,107	11,585
YoY (%)	8.8	11.7	8.3	6.6	5.0	0.6	-1.8	4.6	10.8	4.6	8.9	2.1	4.3
매출총이익	190	254	288	278	288	312	306	328	908	812	1,010	1,234	1,309
GPM (%)	7.3	8.9	10.6	10.3	10.5	10.9	11.5	11.6	9.5	8.1	9.3	11.1	11.3
영업이익	21	64	95	90	97	104	121	133	277	96	270	454	498
YoY (%)	-67.7	-10.2	-1.0	흑전	361.1	61.2	26.6	48.1	8.1	-65.5	183.0	68.0	9.6
OPM (%)	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	4.5	4.7	2.9	1.0	2.5	4.1	4.3
지배순이익	-24	-16	55	-213	67	86	-143	84	51	-363	-199	94	239
YoY (%)	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적전	흑전	149.5	적전	적지	흑전	152.7
NPM (%)	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	3.0	-5.4	3.0	0.5	-3.6	-1.8	0.9	2.1

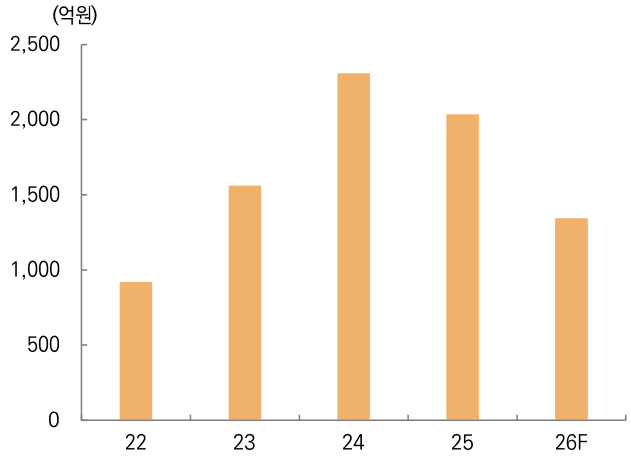
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 매출원가율/판관비율/R&D자산화율/OPM 추이



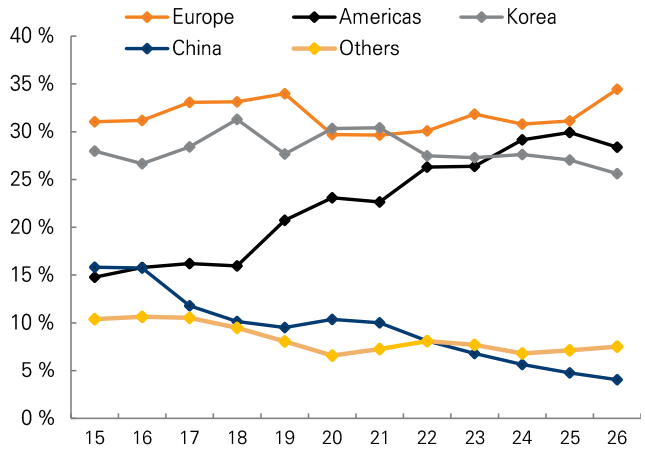
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연간 순이자비용 추이 및 전망



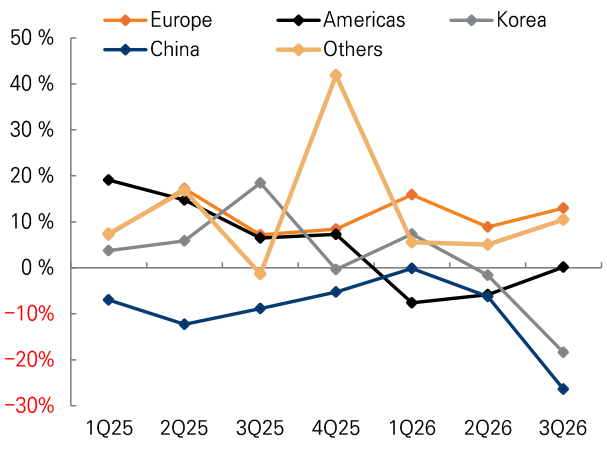
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 연간 매출 비중 추이



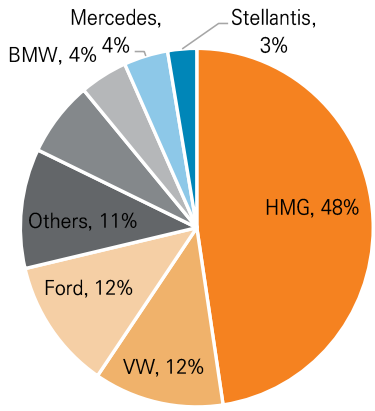
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 분기 매출증가율 추이



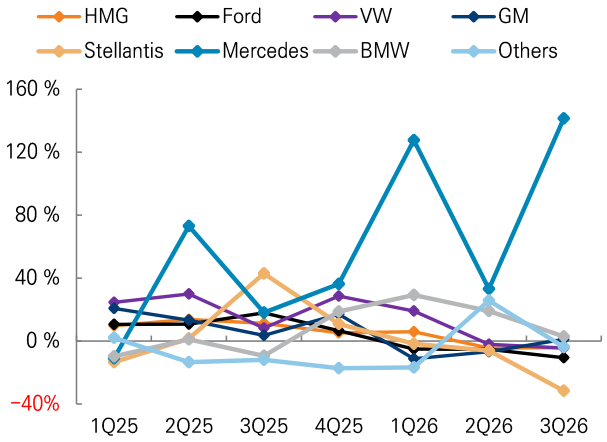
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 고객사별 매출 비중 (4Q25~3Q26)



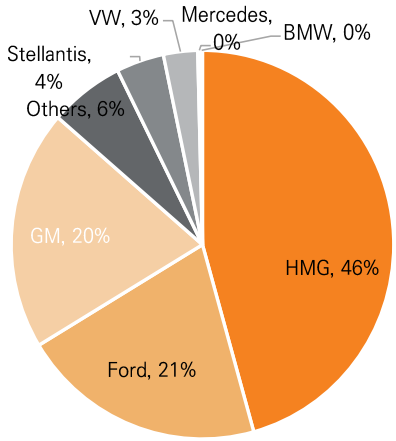
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 고객사별 매출 증가율 추이



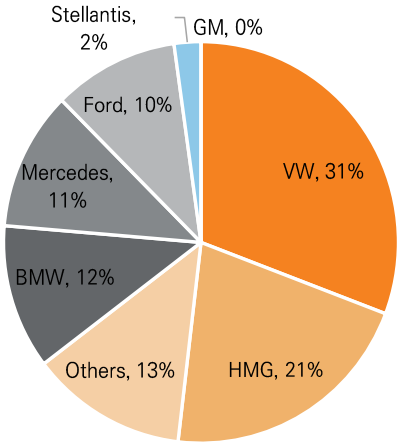
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 북미 지역 고객사별 매출 비중 (4Q25~3Q26)



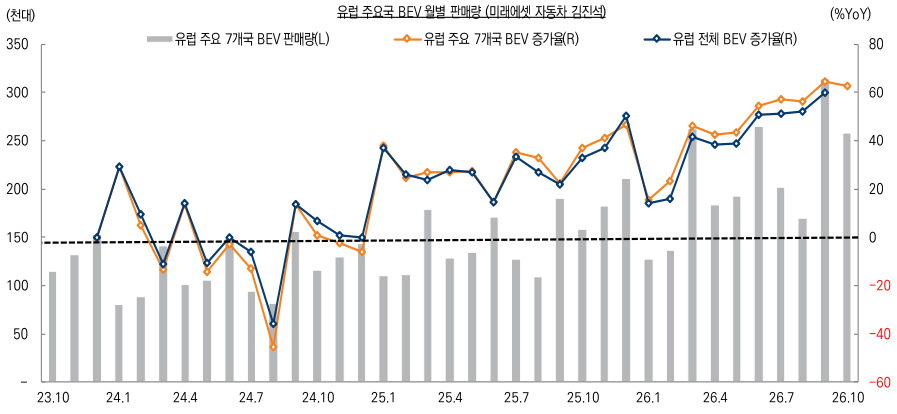
자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 유럽 지역 고객사별 매출 비중 (4Q25~3Q26)



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터 추정

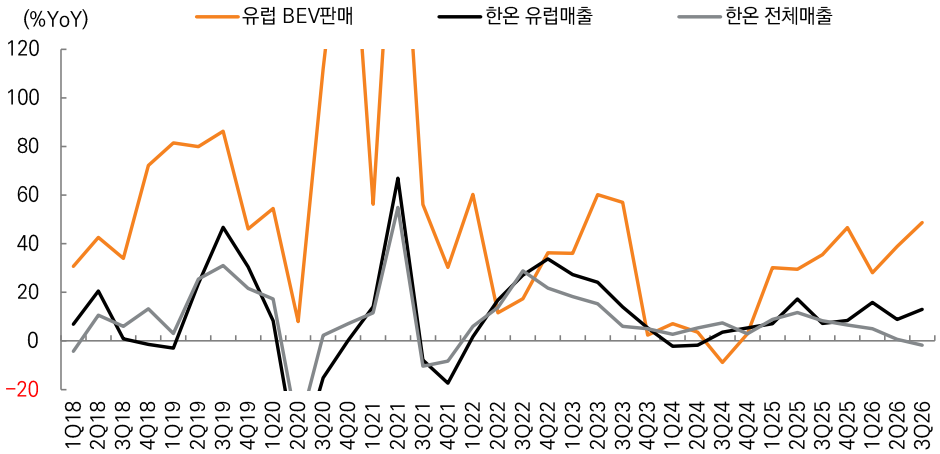
그림 9. 유럽 주요국 BEV 판매와 전체 증가율 추이



(대)	25.07	25.08	25.09	25.10	25.11	25.12	26.01	26.02	26.03	26.04	26.05	26.06	26.07	26.08	26.09	26.10
독일	48,614	39,367	45,495	52,425	55,741	54,774	42,692	46,275	70,663	64,350	59,969	84,057	78,609	68,930	88,599	94,086
프랑스	19,577	16,992	31,439	34,110	34,292	42,211	30,308	32,371	49,407	36,216	37,412	55,851	44,378	36,159	65,243	61,958
영국	29,825	21,969	72,779	36,830	39,965	47,139	29,654	21,840	86,120	39,084	43,931	63,950	43,106	28,063	99,199	48,858
노르웨이	9,291	13,482	14,084	10,852	19,427	34,346	2,084	7,127	17,406	10,952	15,210	18,875	9,379	13,274	18,511	15,536
스웨덴	6,172	6,766	9,619	8,707	8,496	10,290	6,710	7,650	10,875	9,834	10,718	13,014	7,967	10,069	14,034	12,594
이탈리아	5,899	3,306	7,190	6,331	15,304	12,078	9,446	12,572	16,137	13,238	13,305	14,894	7,368	4,486	10,782	8,122
스페인	8,691	6,957	10,110	9,065	9,316	10,288	6,472	8,889	11,863	9,723	12,049	14,224	10,722	9,199	17,366	16,425
7개국 종합	128,069	108,839	190,716	158,320	182,541	211,126	127,366	136,724	262,471	183,397	192,594	264,865	201,529	170,180	313,734	257,579
유럽 전체	186,440	159,810	260,256	225,399	253,768	308,955	189,062	190,683	344,064	255,296	268,487	360,843	281,722	243,207	416,433	
(%YoY)	25.07	25.08	25.09	25.10	25.11	25.12	26.01	26.02	26.03	26.04	26.05	26.06	26.07	26.08	26.09	26.10
독일	58	46	32	48	59	63	24	29	66	41	39	78	62	75	95	79
프랑스	15	30	11	63	47	43	52	28	69	42	93	92	127	113	108	82
영국	9	15	29	24	4	8	0	3	24	59	34	35	45	28	36	33
노르웨이	57	29	13	-0	78	194	-77	-16	56	0	14	6	1	-2	31	43
스웨덴	12	-0	-17	-1	-6	-4	19	11	30	15	13	21	29	49	46	45
이탈리아	37	27	12	25	132	107	41	80	72	99	86	87	25	36	50	28
스페인	127	158	60	90	61	17	29	45	29	43	34	27	23	31	72	81
7개국 종합	35	33	22	37	41	47	15	23	46	43	44	55	57	56	64	63
유럽 전체	34	27	22	33	37	50	14	16	42	38	39	51	51	52	60	

자료: 각 국 협회, ACEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 유럽 BEV 판매 증가율과 한온시스템 유럽 매출 증가율 비교



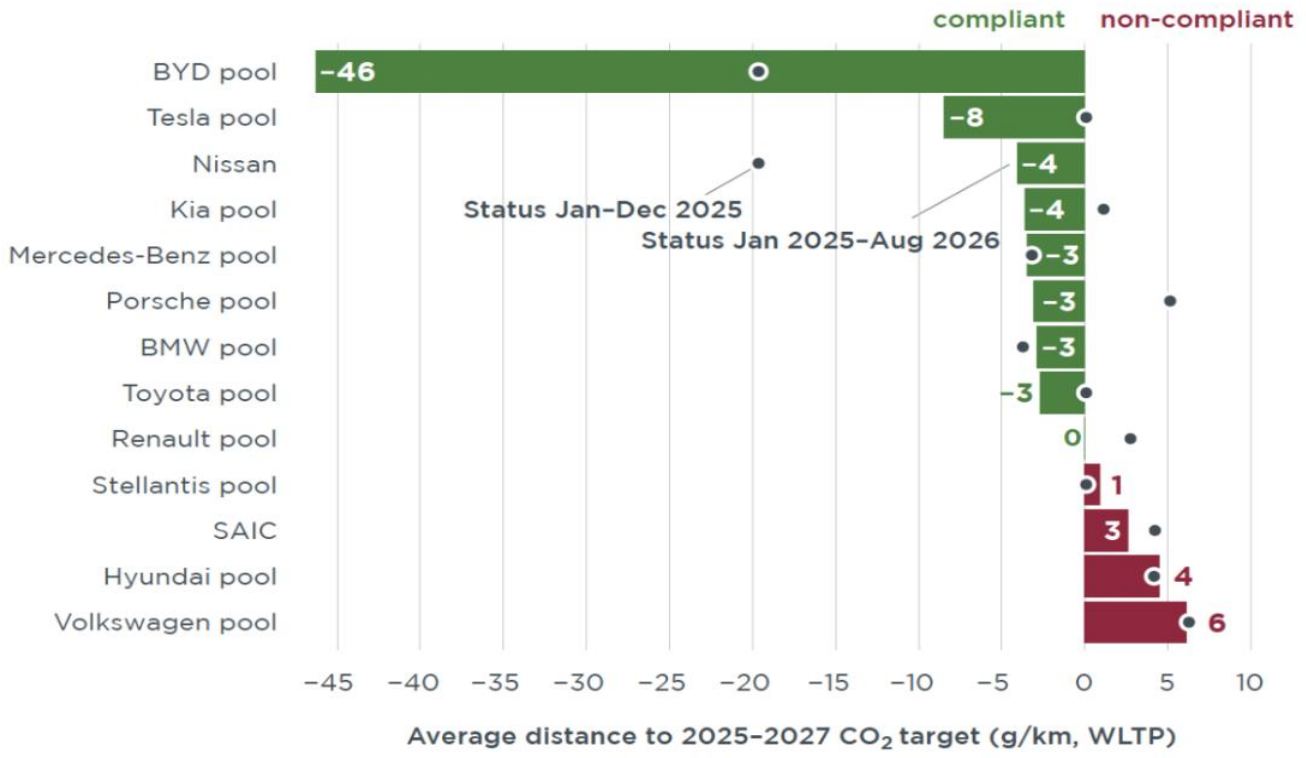
자료: 각 국 협회, ACEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 유럽 주요국 전기차 보조금/세액공제 정책 정리

국가	2026년 현황	2027년 이후
영국	**보조금·유지** | Electric Car Grant: 총 19.5억 파운드, 3.7만 파운드 이하 BEV, 생산 탄소배출 등급별 최대 3,750/1,500파운드	**유지** | 2030년까지
	보조금·유지 | 전기 밴·트럭 보조금: 2.5t 이하 최대 2,500파운드, 4.25t 이하 최대 5,000파운드	**유지** | 2026.3 지원 지속 발표(최대 5,000파운드), 종료 시점 미발표
	보조금·종료 | 전기택시 보조금(최대 4,000파운드) '26.4 종료	-
	보조금·확대 | 가정용 충전기 설치 지원: 아파트 전용 주차공간, 설치비 75%, 최대 500파운드 // '25년 최대 350파운드	**종료** | 현행 지원기한 2027.3.31, 이후 연장 미발표
	세액공제·확대 | 고가차 할증 기준 5만파운드('26.4) // '25년 4만 파운드	-
	세액공제·축소 | 법인차 현물급여 2026/27년 4% // 2025/26년 3%	**세율 인상** | 5%(27/28) → 7%(28/29) → 9%(29/30)
	세액공제·유지 | 무배출차·충전설비 100% 첫해 자본공제	**종료** | 2027.4까지
	과세·강화 | 전기차 자동차세(VED) 부과: 1년차 최저세율, 2년차부터 표준세율// '25.4 시행된 전기차 면제 제도 폐지	**강화** | 2028.4 주행거리 기반 자동차세(eVED) 도입 추진: 전기차 마일당 3펜스, PHEV 1.5펜스
	과세·강화 | 하이브리드 등 대체연료차 연 10파운드 자동차세 할인 '25.4월에 폐지	-
	EV정책·확대 | 제조사 무공해차(BEV·수소차) 의무판매 비율(ZEV Mandate): 승용 33%·밴 24%, 미달 시 대당 승용 1.2만·밴 1.5만파운드 // '25년 승용 28%·밴 16%	**확대** | 승용 38%(27) → 52%(28) → 66%(29) → 80%(30) → 100%(35), 밴 70%(30) → 100%(35). 하이브리드 2035년까지 판매 허용. 2026.8 재검토 중(2030년 승용 70~50% 하향안 포함)
독일	**보조금·재도입** | 전기차 구매보조금: 약 30억 유로 // '23.12 종료 후 공백이었던 보조금 정책 · BEV 기본 3,000유로 + 소득별 추가 최대 2,000유로 + 자녀당 500유로(최대 2명), 최대 6,000유로 · PHEV·EREV: CO2 60g/km 이하 또는 전기주행 80km 이상, 1,500~4,500유로 · 소득 한도 8만 유로(자녀당 5,000유로 상향), 구매·리스 모두 가능	**유지** | 2029년까지 80만 대 목표. PHEV·EREV 기준은 2027.6.30까지, 이후 실주행 CO2 기준 검토 중(미확정)
	세액공제·유지 | 법인 전기차 첫해 취득가 75% 특별상각('25.7 도입)	**종료** | 2027.12 취득분까지
	세액공제·유지 | 10만 유로 이하 전기차 현물급여 월 0.25%, 내연기관차 1%	**유지** | 2030년 말 취득분까지
	세액공제·연장 | 자동차세 면제: 2030년 말까지 등록 시 최대 2035년까지 // '25년말 등록분까지 면제였던 정책	**유지** | 2030년 말 등록분까지(등록 후 10년, 최장 2035년 말)
	세액공제·종료 | 회사차 자택 충전비 월 정액 비과세 환급 폐지('26.1): 충전량 입증 후 실제 요금 또는 공인 기준단가로 정산. 회사 내 충전 비과세는 2030년까지 유지	**유지** | 회사 충전 비과세 2030년 말까지
프랑스	**보조금·확대** | 친환경 보너스(CEE 재원): 저소득 5,700유로, 중간소득 4,700유로, 그 외 3,500유로 · 유럽산 배터리 차량 1,200~2,000유로 추가 · 지원 조건: BEV 신차, 4.7만유로 이하, 2,400kg 미만, 에코스코어 60점 이상 // '25.7 저소득·중간소득 4,200유로, 그 외 3,100유로	**유지** | 2029.8.31 계약분까지(고주행 중산층 지원은 2026년 말 종료)
	보조금·변경 | 소셜 리스('26.7): 월 200유로 이하, 기본 6,500유로로 하향, 차량·배터리 EEA 생산 시 최대 9,000유로로 상향(유럽산 우대) // '25.9 5만대, 최대 7,000 유로	-
	보조금·신규 | 전기택시 구매·리스 지원('26.9~12): 기본 약 3,500유로, 유럽 생산 조건 충족 시 최대 5,500유로	**종료** | 2026.12.31 주문분까지
	세액공제·종료 | 주택용 충전기 설치비 75% 공제, 최대 500유로 세액공제 '25년말 종료	-
	세액공제·확대 | 법인차 현물급여 70% 공제: 에코스코어 충족 BEV, 연 4,641.6유로 한도 // '25년 연 4,582 유로	**종료** | 2027.12까지
	세액공제·유지 | 법인 차량 감가상각 손금 한도: 전기차 3만 유로('25년 기준)	-
	세액공제·유지 | 법인 차량 연간 CO2세·대기오염세 전기·수소차 면제('25년 기준)	-
	과세·강화 | 말뤼스(고배출·고중량 신차에 최초 등록 시 1회 부과하는 추가 등록세) 기준 강화: 중량 1,500kg, CO2 108g/km // '25년 기준 중량 1,600 kg, 113g/km	**심의 중** | 2027 예산안 제25조(차량 과세) 국회 심의 중, 세부 내용 확인 안 됨
	세액공제·유지 | BEV 중량 말뤼스 면제 유지	-
	과세·강화 | 법인차 저공해차 목표 18%, 목표 미달 규모와 고배출 차량 교체율 반영해 과세(기준단가 4,000유로) // '25년 목표 15%, 기준단가 2,000유로	**강화** | 2027년 25%·5,000유로 → 2028년 30% → 2029년 35% → 2030년 48%
노르웨이	**보조금** | 없음	-
	세액공제·축소 | 전기차 VAT 면제 한도 30만 NOK, 초과분 25% 부과 // '25년 면제 한도 50만 NOK	**축소** | 2027년 15만 NOK 제안(예산안), 2028년 면제 폐지는 예산 합의에 포함됐으나 법령 미확정
	세액공제·유지 | 회사차 현물급여: 차량 정가 기준 과세(파워트레인 구분 없음)	**변경 제안** | 정가 20% + 파워트레인별 정액(전기차 16,200·휘발유차 39,700 NOK), 2027 예산안·의회 확정 전
	세액공제·신규 | 경량 전기 밴(공차중량 1,785kg 미만) 보험연계세 면제('26.3~)	**확대** | 모든 전기 밴으로 확대(2027 예산안, 의회 심의 전)
	과세·강화 | 등록세: 전기차는 중량분만 부과(kg당 12.71 NOK) // '25년 중량분(kg당 12.44 NOK)	**인상 제안** | 2027년 kg당 13.05 NOK로 인상 제안(미확정)
스페인	**보조금·교체** | Plan Auto+: 예산 4억 유로, BEV 최대 4,500유로, 중앙정부 직접 지급 방식 · 산정 구조: 파워트레인별 50% + 가격 25% + EU 내 최종 조립 15% + EU산 배터리 10% · 딜러 추가 할인 1,000유로 이상 의무, 2년 보유 의무 // MOVES III('25년 정책): BEV 최대 4,500유로, 폐차 시 7,000유로, 사후 환급 방식으로 지급 지연	**유지** | 2030.12.31까지, 연도별 예산 내 지급
	보조금·확대 | 자영업·영세기업 승용 6,000유로·밴 7,500유로, 기후사회기금 대상 승용 7,000유로·밴 12,000유로(기후사회기금 단계 신규) // '25년 자영업 승용 4,500 유로	**유지** | 2030.12.31까지
	세액공제·연장 | 개인 전기차 구매·충전기 설치 소득세 15% 공제, '26.12.31까지 // '25년 구매분까지 공제	**종료** | 현행법상 2026년 말, 연장 미정
	세액공제·연장 | 법인 전기차·충전설비 즉시 전액 상각, 2026년 가동분까지 // '25년 가동분까지 공제	**종료** | 현행법상 2026년 가동분까지, 연장 미정
	세액공제·유지 | 순수전기차 등록세 0% 세율, 지방 자동차세 최대 75% 감면(지자체 재량)	-
	세액공제·유지 | 법인차 현물급여: 차량가의 연 20% 과세, 전기차는 이 금액에서 30% 감액(실질 14%)	-
스웨덴	**보조금·재도입** | 총 5.3억 유로, 저소득층 전기차 보조금 총 4.68만 SEK, 시작 보너스 1.8만 SEK // '22.11월 폐지된 개인보조금	**축소** | 2028.7 이후 신청분 총 32,400 SEK(시작 보너스 1만 SEK), 2029.6.30 신청 마감
	보조금·종료 | 노후차 폐차 후 전기차 전환 보조금 '25.11월 종료 // '25년 최대 2.5만 SEK까지 지원 보조금	-
	보조금·연장 | 기업·지자체 전기 경상용차 구매 시 내연기관차 대비 가격차액 최대 30% 지원 // '25년부터 운영	**종료** | 2027.10.30 신청 마감
	세액공제·연장 | 직장 내 충전 비과세('26.7부터 기한 없이 적용) // '25.6까지 한시 적용되었던 기존 정책	**유지** | 기한 없음
	세액공제·신규 | PHEV 회사차를 직장에서 무료 충전해도 업무주행 연료비 소득공제 허용('26.7)	**유지** | 기한 없음
	세액공제·유지 | 법인차 현물급여: 전기차 과세기준 신차가에서 35만 SEK 차감, 신차가 50% 한도	**축소 제안** | 정부 3년 단계적 축소, 2030년말 이후 등록차 폐지 제안 (법 미확정)
	세액공제·유지 | 전기차는 자동차세 기본액(연 360 SEK)만 부과, 출고 후 3년 말뤼스(휘발유·경유차 대상 추가 세금) 미적용	-
	세액공제·유지 | 가정용 충전기 설치비 50% 세액공제, 1인 연 5만 SEK 한도	-
이탈리아	**보조금·종료** | 승용 전기차 국가 보조금 없음('26.6 기준) // '25년 10월 총 약 6억 유로, 재원소진으로 종료	-
	세액공제·유지 | 전기차 등록 후 5년간 자동차세 면제, 6년 차부터 휘발유차 세액의 25%	-
	세액공제·유지 | 법인차 현물급여 BEV 10%, PHEV 20%, 기타 50% // '25년 도입	-
	과세강화·신규 | 등록 5년 경과 차량 현물급여 50% 할증, 미평가 부속품 5% 할증('26.8 법령)	-

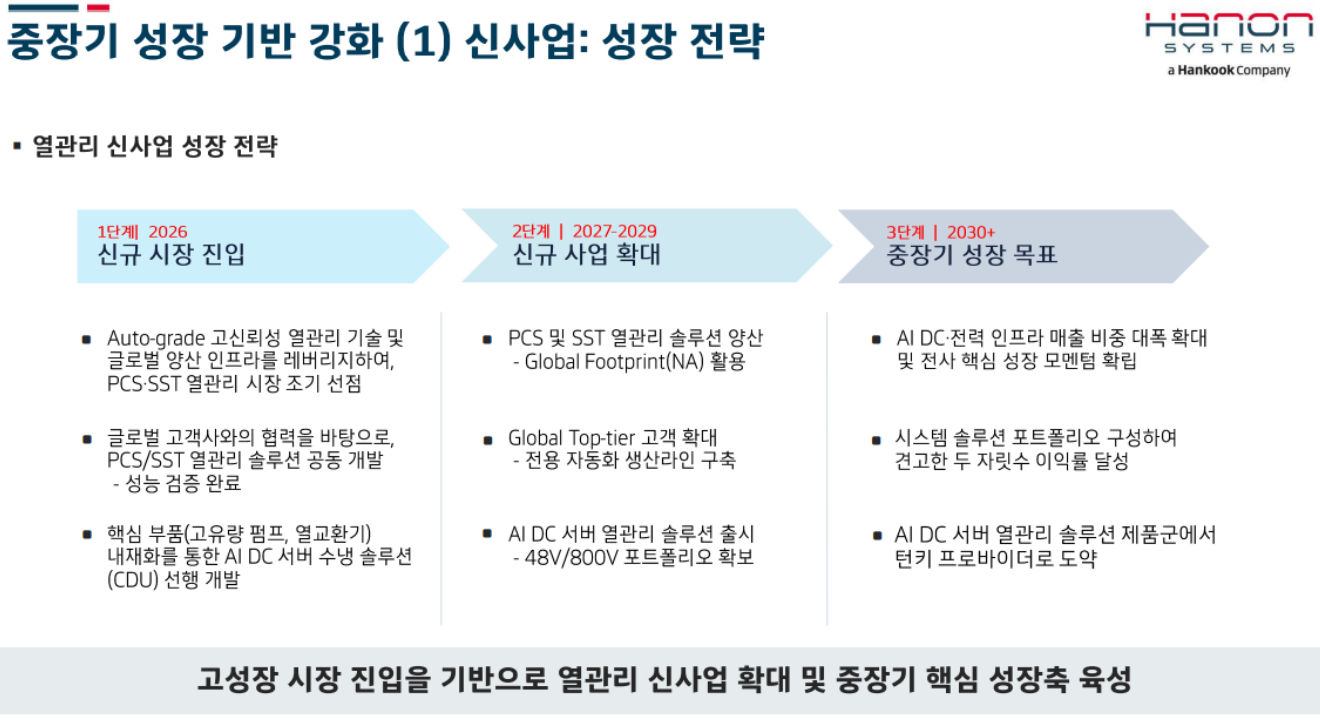
자료: 각 국 협회, ACEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 유럽 업체별 탄소배출규제 달성 현황 (25.01~26.08)



자료: ICCT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 열관리 신사업 성장 전략



자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**9,999**	**10,884**	**11,107**	**11,585**
매출원가	**9,187**	**9,874**	**9,874**	**10,276**
매출총이익	**812**	**1,010**	**1,233**	**1,309**
판매비와관리비	**717**	**740**	**779**	**811**
조정영업이익	**96**	**270**	**454**	**498**
영업이익	**96**	**270**	**454**	**498**
비영업손익	**-426**	**-405**	**-327**	**-177**
금융손익	-231	-204	-132	-103
관계기업등 투자손익	13	11	11	11
세전계속사업손익	-330	-135	127	321
계속사업법인세비용	20	62	31	77
계속사업이익	-349	-197	96	244
중단사업이익	-9	0	0	0
당기순이익	**-359**	**-197**	**96**	**244**
지배주주	-363	-199	94	239
비지배주주	5	1	2	5
총포괄이익	**-60**	**-63**	**302**	**244**
지배주주	-80	-65	289	233
비지배주주	19	2	13	10
EBITDA	747	1,012	1,212	1,199
FCF	184	-181	473	662
EBITDA 마진율 (%)	7.5	9.3	10.9	10.3
영업이익률 (%)	1.0	2.5	4.1	4.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.6	-1.8	0.8	2.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	**4,439**	**4,413**	**4,620**	**5,292**
현금 및 현금성자산	1,346	925	955	1,472
매출채권 및 기타채권	1,297	1,531	1,602	1,669
재고자산	1,241	1,405	1,469	1,533
기타유동자산	555	552	594	618
비유동자산	**6,181**	**6,080**	**5,547**	**5,241**
관계기업투자등	95	99	104	108
유형자산	2,864	2,724	2,439	2,233
무형자산	2,351	2,185	1,880	1,775
자산총계	**10,620**	**10,492**	**10,167**	**10,533**
유동부채	**5,034**	**3,985**	**3,804**	**3,904**
매입채무 및 기타채무	1,688	1,443	1,510	1,575
단기금융부채	2,584	1,769	1,486	1,487
기타유동부채	762	773	808	842
비유동부채	**2,588**	**2,594**	**2,153**	**2,176**
장기금융부채	2,131	2,097	1,633	1,633
기타비유동부채	457	497	520	543
부채총계	**7,622**	**6,579**	**5,958**	**6,080**
지배주주지분	**2,854**	**3,768**	**4,055**	**4,294**
자본금	68	103	103	103
자본잉여금	561	1,504	1,576	1,576
이익잉여금	1,702	1,521	1,628	1,867
비지배주주지분	**145**	**145**	**154**	**159**
자본총계	**2,999**	**3,913**	**4,209**	**4,453**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**569**	**112**	**786**	**912**
당기순이익	-359	-197	96	244
비현금수익비용가감	1,208	1,318	922	875
유형자산감가상각비	443	503	499	456
무형자산상각비	208	239	259	245
기타	557	576	164	174
영업활동으로인한자산및부채의변동	31	-700	-70	-33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	177	-318	280	-65
재고자산 감소(증가)	-49	-122	-3	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-221	-126	-204	54
법인세납부	-93	-111	-40	-77
투자활동으로 인한 현금흐름	**-733**	**-547**	**91**	**-391**
유형자산처분(취득)	-372	-244	-35	-250
무형자산감소(증가)	-348	-187	136	-140
장단기금융자산의 감소(증가)	0	8	-1	-1
기타투자활동	-13	-124	-9	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**651**	**1**	**-874**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	529	-850	-746	0
자본의 증가(감소)	599	978	72	0
배당금의 지급	-46	-2	0	0
기타재무활동	-431	-125	-200	0
현금의 증가	**568**	**-422**	**31**	**517**
기초현금	779	1,346	925	955
기말현금	1,346	925	955	1,472

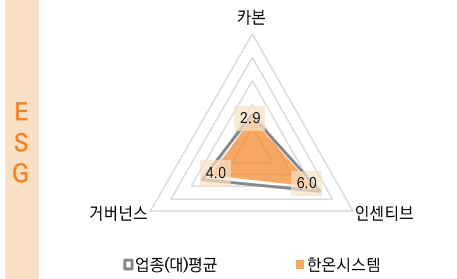
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	36.6	14.5
P/CF (x)	2.7	2.0	3.4	3.1
P/B (x)	1.0	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	7.6	5.0	4.8	4.4
EPS (원)	-594	-257	92	233
CFPS (원)	1,390	1,450	993	1,090
BPS (원)	3,697	3,671	3,951	4,183
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	4.6	8.9	2.1	4.3
EBITDA증가율 (%)	-14.7	35.6	19.7	-1.1
조정영업이익증가율 (%)	-65.5	183.0	68.0	9.6
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	152.7
매출채권 회전율 (회)	8.1	8.1	7.6	7.5
재고자산 회전율 (회)	8.4	8.2	7.7	7.7
매입채무 회전율 (회)	6.9	7.7	8.0	8.0
ROA (%)	-3.6	-1.9	0.9	2.4
ROE (%)	-13.9	-6.0	2.4	5.7
ROIC (%)	1.6	5.8	4.9	6.0
부채비율 (%)	254.2	168.1	141.5	136.5
유동비율 (%)	88.2	110.7	121.4	135.5
순차입금/자기자본 (%)	112.0	75.1	51.3	36.9
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	1.1	2.7	3.3

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : 한온시스템 (018880)

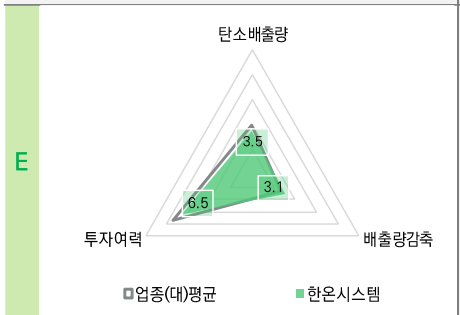
종합



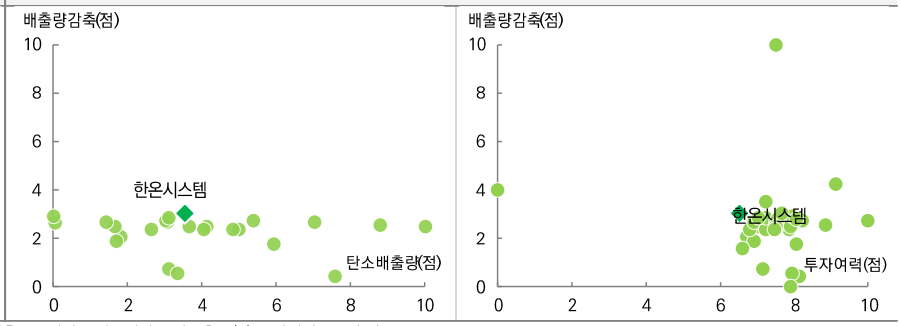
세부항목

ESG 점수	3.8	▼	직전점수	5.7	업종(대)	경기관련소비재
ESG 등급	B	▼	직전등급	BBB	업종(중)	자동차와부품
세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김진석
카본(E)	2.9	BBB	40	=	담당자 코멘트	
인센티브(S)	6.0	BBB	10	=	가중치 변동 없음	
거버넌스(G)	4.0	BB	50	=		

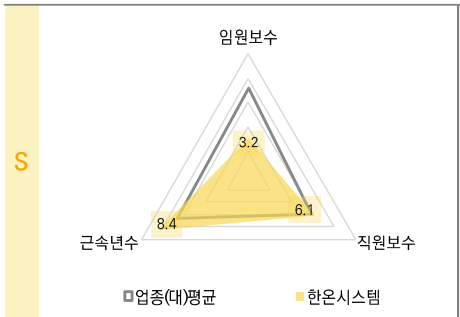
ESG 항목별 세부점수

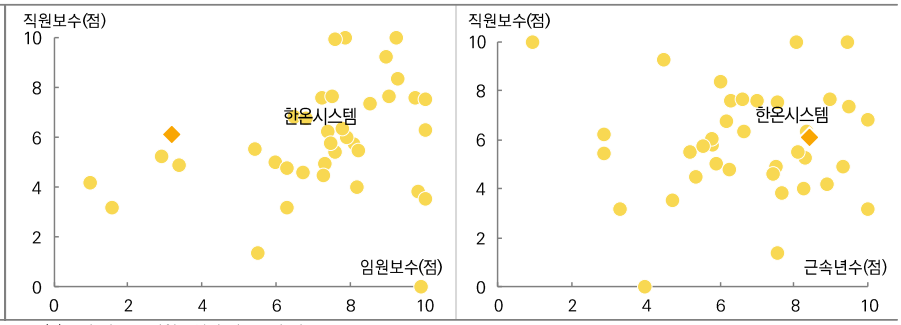


동일업종(대) 기업 간 비교

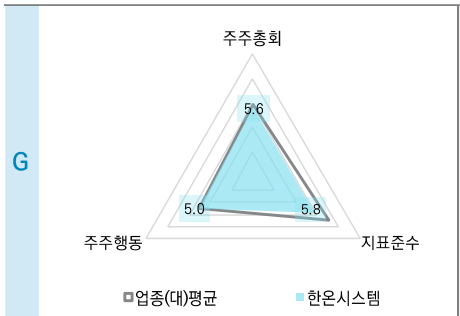


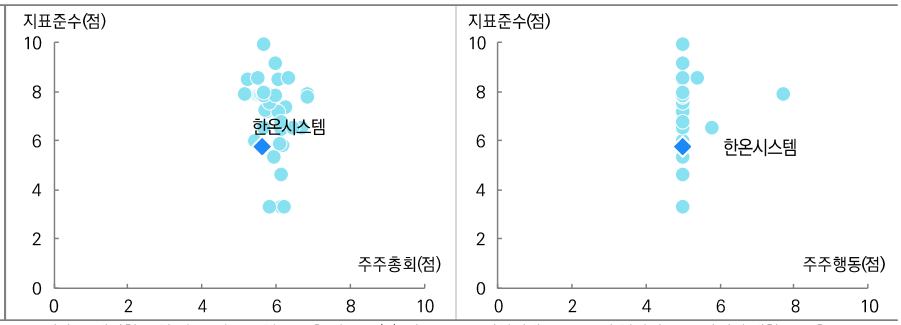
(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례





(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수





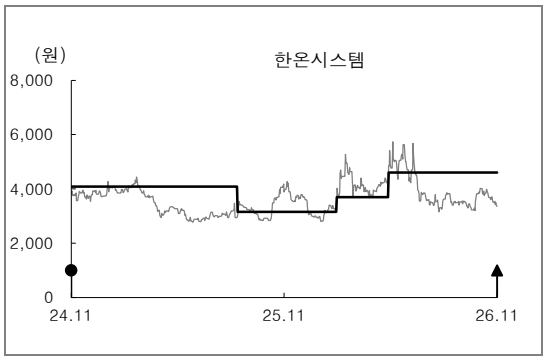
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한온시스템 (018880)				
2026.11.06	매수	4,600	-	-
2026.05.04	중립	4,600	-14.58	24.57
2026.02.04	중립	3,700	12.15	42.43
2025.08.18	중립	3,160	6.59	35.17
2025.08.09	1년 경과 이후	4,090	-21.16	-15.00
2024.08.09	중립	4,090	-13.57	8.41



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.