한온시스템 (018880)

스마트카 업체, 신규 수주 확보 필요

자동차/모빌리티
Analyst 김준성
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 배현서
hyeonseo.bae@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 2. 3

4Q25 실적, 전방업체로부터의 덧셈 · 뺄셈으로 점철

매출 2.70조원 (+7% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 우호적 환율 (미주 매출 +8% · 원/달러 +6%, 유럽 매출 +7% · 원/유로 +13%) 덕분이다. 영업이익 912억원 (흑자전환 YoY)으로 컨센서스를 +11% 상회했다. 전방업체로부터의 대미 관세 비용 보존 지원금이 영업실적에 반영된 효과다.

순이익 -1,961억원 (적자지속 YoY)으로 컨센서스 408억원을 대폭 하회했다. GM과 Ford가 전기차 개발 계획을 축소하며, 공동 개발 과정에서 축적된 유/무형 자산에 대해 손상차손이 발생한 결과다.

가치평가 상향 조건, 경쟁력 있는 스마트카 업체 신규 수주 확보

한 때 시장은 "전기차 시장이 온다"라는 슬로건에 열광했다. 그러나 전기차를 준비한 업체들에게 성장의 기회는 없었다. 전세계 소비자는 전기차 업체가 아니라 컴퓨터 구동을 위해 대용량 전기에너지 저장장치를 준비한 미국과 중국의 스마트카 업체들을 선택했다. 아쉽게도 한온시스템의 주력 고객 업체들은 스마트카가 아닌 전기차 업체들이다.

두 번에 걸친 유상증자를 통해 재무건전성 회복을 이루었으나, 지속적인 실적 개선이 없다면 이는 일시적이다. 한온시스템의 신규 수주는 2022년 $1.90b → 2023년 $1.55b → 2024년 $0.91b → 2025년 $0.89b로 줄어들었다. 경쟁력 있는 스마트카 업체로부터의 수주 확보가 필요하다.

현대위아의 부상은 새로운 위협 요인이다. 지난주 현대위아는 컨퍼런스를 통해 글로벌 Top 3 통합 열관리시스템 (ITMS, Integrated Thermal Management System) 도약 목표를 공개했다. 스마트카를 넘어 휴머노이드 통합 열관리시스템 진출까지 염두에 두고 공격적 기술 투자를 이어왔고, 오는 3분기 현대차/기아로부터 실제 수주 확보가 예상된다. 현대차/기아는 2025년 한온시스템 매출의 48%를 기여한 최대 고객이다. 신규 스마트카 업체로부터의 수주 확보가 필요한 또 하나의 이유다. 기존 투자의견 Hold, 적정주가 3,000원을 유지한다.

표1 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	**2,617.3**	**2,858.2**	**2,705.7**	**2,702.5**	**2,707.5**	**2,853.5**	**2,683.5**	**2,664.9**	**10,883.7**	**10,909.5**	**11,253.6**
(% YoY)	8.9	11.7	8.2	6.6	3.4	-0.2	-0.8	-1.4	8.9	0.2	3.2
OP	**21.1**	**64.3**	**95.3**	**91.2**	**83.9**	**85.6**	**85.9**	**87.9**	**271.8**	**343.4**	**360.1**
(% YoY)	-68.9	-10.2	1.7	흑자전환	298.3	33.1	-9.9	-3.5	184.5	26.3	4.9
RP	**-17.3**	**126.7**	**123.1**	**-166.2**	**45.2**	**46.8**	**44.9**	**51.3**	**66.1**	**188.2**	**227.3**
(% YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-63.5	-130.9	흑자전환	184.6	20.8
NP	**-24.0**	**-16.4**	**54.7**	**-196.1**	**35.8**	**37.1**	**35.6**	**40.7**	**-181.8**	**149.3**	**180.5**
(% YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	-34.8	-120.8	흑자전환	-182.1	20.9
OP margin (%)	0.8	2.2	3.5	3.4	3.1	3.0	3.2	3.3	2.5	3.1	3.2
RP margin (%)	-0.7	4.4	4.5	-6.2	1.7	1.6	1.7	1.9	0.6	1.7	2.0
NP margin (%)	-0.9	-0.6	2.0	-7.3	1.3	1.3	1.3	1.5	-1.7	1.4	1.6

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

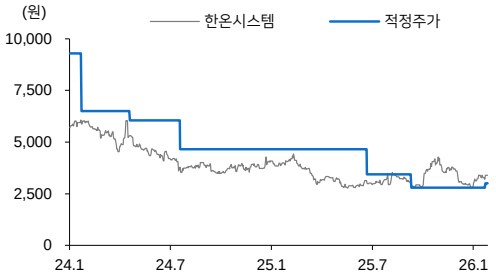
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.08.10	기업브리프	Hold	9,295	김준성	-23.2	-3.1
2024.02.14	기업브리프	Hold	6,507	김준성	-16.5	-7.3
2024.05.10	기업브리프	Hold	6,042	김준성	-26.0	-12.1
2024.08.08	기업브리프	Hold	4,648	김준성	-22.7	-4.6
2025.07.07	기업브리프	Hold	3,439	김준성	-8.4	2.6
2025.09.24	기업브리프	Hold	2,789	김준성	22.1	53.1
2026.02.03	기업브리프	Hold	3,000	김준성	-	-

주가 및 적정주가 변동추이