한온시스템 (018880)

3Q26 수주에 답이 있다

자동차/모빌리티
Analyst 김준성
joonsung.kim@meritz.co.kr
RA 배현서
hyeonseo.bae@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 5. 4

1Q26 실적, 컨센서스 부합

매출 2.75조원 (+5% YoY)으로 컨센서스 및 당사 추정치에 부합했다. 우호적 환율 (유럽 매출 +16% · 원/유로 +12%)과 공급단가가 높은 전기차 매출 비중 확대 덕분이다. 영업이익 또한 972억원 (흑자전환 YoY)으로 컨센서스 및 당사 추정치에 부합했다. 재료비 · 운반비 하향 안정화 및 인건비 등 비용 관리 효율성 개선을 통해 3.5% (+2.7%p YoY, +0.2%p QoQ)의 영업이익률 기록했다.

관건은 미래 성장의 증명

한온시스템은 당사 실적 추정치 기준 2026년 P/E 17.5배, 2027년 16.5배에 거래되고 있다. 전세계 차량 부품업체 평균 대비 각각 +32%, +66% 프리미엄이 부여되고 있는 모습이다. 프리미엄 정당화를 위해서는 차별화된 성장 근거가 필요하다.

완성차 산업 내 차별화된 성장은 스마트카에서 발현 중이다. 부품 산업 내 차별화된 성장도 스마트카 업체에 대한 수주 확보에서 이루어 질 수 있다. 한온시스템은 현재 스마트카 선도 업체들에 대한 수주가 부재하다. 참고로 1Q26 매출의 90%가 7개의 기존 레거시 브랜드에서 발생했다 (현대차그룹 48%, VW 13%, Ford 11%, GM 6%, BMW 5%, Mercedes-Benz 4%, Stellantis 3%).

연간 신규 수주의 흐름도 좋지 못하다. 2022년 $1.90bn로 정점을 찍고, 2023년 $1.55bn → 2024년 $0.91bn → 2025년 $0.89bn으로 줄어들었다. 과거 대규모 발주를 집행했던 기존 레거시 브랜드들이 사업계획을 지속적으로 축소한 결과다. 한온시스템이 공개한 2026년 신규 수주 목표는 $1.30bn으로 반전을 노리고 있다. 그러나 1Q26 신규 수주 성과는 $0.05bn (목표의 4%)에 그쳤다.

오는 3Q26 수주 결과가 기업가치의 향방을 결정할 것이다. 현대차그룹 스마트카 (2028년 출시) 열관리시스템 수주가 핵심이다. 이를 두고 현대위아와 경쟁한다. 높은 공급점유율의 수주 확보가 이루어진다면, 이는 1) 한온시스템의 첫 번째 스마트카 수주이자 글로벌 스마트카 수주 개시의 기폭제로 인식될 것이다. 또한 2) 현대차그룹 공급점유율 훼손 우려도 함께 소멸된다. 수주 결과에 답이 있다.

표1 한온시스템 1Q26 분기 영업이익, 컨센서스 및 당사 추정치 부합

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**2,748.2**	2,617.3	5.0	2,702.5	1.7	2,686.6	2.3	2,708.5	1.5
영업이익	**97.2**	21.1	361.1	89.7	8.3	93.7	3.7	101.3	-4.1
세전이익	**107.5**	-17.3	흑자전환	-183.0	흑자전환	55.2	94.7	54.6	96.8
지배주주순이익	**66.6**	-24.0	흑자전환	-212.8	흑자전환	43.3	53.8	43.4	53.6
영업이익률(%)	**3.5**	0.8		3.3		3.5		3.7	
세전이익률(%)	**3.9**	-0.7		-6.8		2.1		2.0	
지배주주순이익률(%)	**2.4**	-0.9		-7.9		1.6		1.6	

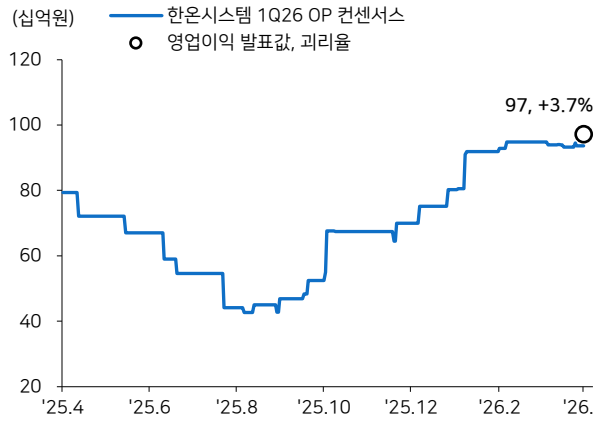
자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 한온시스템 2026년 연간 영업이익, 운송비 및 재료비 상승 환경 반영해 소폭 하향 조정

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**11,045.1**	10,909.3	1.2	**11,335.2**	11,204.1	1.2
영업이익	**396.8**	416.1	-4.6	**435.3**	453.7	-4.1
세전이익	**264.1**	229.2	15.2	**258.8**	277.9	-6.9
순이익	**187.1**	182.1	2.7	**198.3**	221.0	-10.3
영업이익률(%)	**3.6**	3.8	-0.2p	**3.8**	4.0	-0.2p
세전이익률(%)	**2.4**	2.1	0.3p	**2.3**	2.5	-0.2p
순이익률(%)	**1.7**	1.7	0.0p	**1.7**	2.0	-0.2p

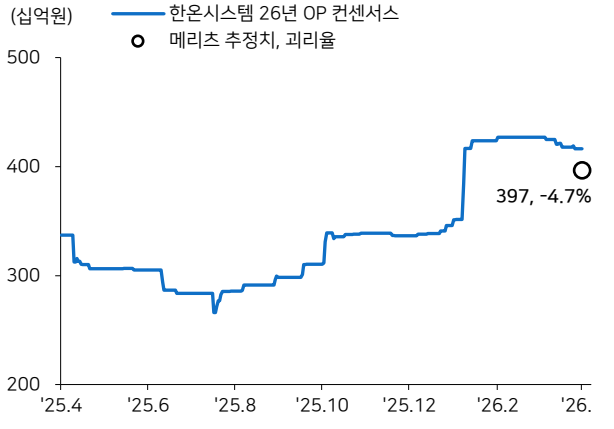
자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26 분기 영업이익, 컨센서스 +3.7% 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 -4.7% 하회 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**2,617.3**	**2,858.2**	**2,705.7**	**2,702.5**	**2,748.2**	**2,857.1**	**2,712.4**	**2,727.3**	**10,883.7**	**11,045.1**	**11,335.2**
(% YoY)	8.9	11.7	8.2	6.6	5.0	0.0	0.2	0.9	8.9	1.5	2.6
OP	**21.1**	**64.3**	**95.3**	**89.7**	**97.2**	**100.0**	**97.6**	**102.0**	**270.4**	**396.8**	**435.3**
(% YoY)	-68.9	-10.2	1.7	흑자전환	361.1	55.5	2.5	13.7	183.0	46.8	9.7
RP	**-17.3**	**-25.6**	**91.1**	**-183.0**	**108.0**	**52.1**	**48.1**	**55.9**	**-134.9**	**264.1**	**258.8**
(% YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-47.2	흑자전환	적자지속	흑자전환	-2.0
NP	**-24.0**	**-16.4**	**54.7**	**-212.8**	**67.1**	**40.8**	**35.2**	**43.9**	**-198.5**	**187.1**	**198.3**
(% YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-35.6	흑자전환	적자지속	흑자전환	6.0
OP margin (%)	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.5	3.6	3.7	2.5	3.6	3.8
RP margin (%)	-0.7	-0.9	3.4	-6.8	3.9	1.8	1.8	2.0	-1.2	2.4	2.3
NP margin (%)	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	1.4	1.3	1.6	-1.8	1.7	1.7

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.