

한온시스템 (018880)

고객 다변화 & 품목 다변화 필요

자동차/모빌리티

Analyst 김준성
joonsung.kim@meritz.co.krRA 배현서
hyeonseo.bae@meritz.co.kr

2Q26 실적, 외형 성장에 대한 물음표 여전

매출 2.88조원 (+1% YoY)으로 컨센서스를 -3% 하회했다. 우호적인 환율 환경 (원/달러 평균 환율 +8% YoY, 원/유로 평균 환율 +10% YoY)에도 불구하고, 주요 고객사들의 판매 부진이 외형 성장 정체로 이어졌다.

한온시스템 1H26 매출의 89%가 발생한 Top 7은 모두 레거시 OEM들이다. 그리고 이들의 1H26 전세계 합산 판매량은 -4% YoY 감소했다. 매출 비중이 48%로 가장 큰 현대차그룹 판매량이 -2% YoY 줄어들었으며, 매출 비중 12%인 VW이 -8% YoY, 매출 비중 11%인 Ford -10% YoY, 매출 비중 6%인 GM -5% YoY, 매출 비중 5%인 BMW -3% YoY, 매출 비중 4%인 Mercedes-Benz -9% YoY를 기록했다. 매출 비중 3%인 Stellantis만이 +5% YoY로 판매가 늘어났지만, 과거 5년간 이어진 추세적인 판매 하락세 속 일시적 기저효과라고 판단한다.

2026년 전기차 시장의 캐즘 돌파가 확실시되고 있다. 그리고 이 시장을 이끌고 있는 주인공은 중국 브랜드와 Tesla다. 중국 브랜드 1H26 합산 수출 판매량은 509만대로 +66% YoY 증가했고, Tesla 전세계 판매량은 84만대로 +16% YoY 늘어났다. 성숙된 전세계 자동차 수요 환경을 고려했을 때, 이들의 판매 성장은 레거시 OEM들의 판매 부진과 동의어다. 한온시스템의 연도별 신규 수주는 2022년 \$1.90bn을 정점으로 2023년 \$1.55bn, 2024년 \$0.91bn, 2025년 \$0.89bn, 2026년 상반기 \$0.34bn으로 줄어드는 추세이다. 성장을 위해 고객 다변화와 품목 다변화라는 돌파구가 필요하다. 그러나 아직 중국 브랜드와 Tesla로부터의 전기차 열관리시스템 신규 수주가 부재하며, 데이터센터, ESS, 휴머노이드 등 열관리시스템이 필요한 다른 사업영역으로의 확장 또한 여전히 준비 중인 상황이다.

영업이익 1,037억원 (+61% YoY)으로 컨센서스를 -8% 하회했다. 약 500억원에 달했던 전년동기의 관세 영향 기저효과와 전사적인 비용절감 노력을 통해 수익성 안정화를 실현되고 있음은 고무적이나 시장 눈높이에는 미치지 못했다.

기업가치 개선 위해서는 신규 수주 확보 필요

한온시스템에 대해 Hold 투자 의견과 3,500원 적정주가를 제시한다. 전세계 열관리시스템 Peer Group의 2027년 평균 PER 10.0배를 당사 추정 2027년 예상 EPS 348원에 적용했다. 기업가치 개선을 위해서는 새로운 수주 확보가 필요하다.

Meritz Research 2026. 8. 3

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	3,500원
현재주가 (7.31)	3,305원
상승여력	5.9%

표1 한온시스템 2Q26 분기 영업이익, 컨센서스 -8% 하회

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	2,875.2	2,858.2	0.6	2,748.2	4.6	2,959.8	-2.9	2,897.9	-0.8
영업이익	103.7	64.3	61.2	97.2	6.7	113.2	-8.4	104.3	-0.6
세전이익	85.3	-25.6	흑자전환	107.5	-20.6	80.5	5.9	75.6	12.8
순이익	85.3	-16.4	흑자전환	66.6	28.0	54.8	55.6	53.6	59.1
영업이익률(%)	3.6	2.2		3.5		3.8		3.6	
세전이익률(%)	3.0	-0.9		3.9		2.7		2.6	
순이익률(%)	3.0	-0.6		2.4		1.9		1.8	

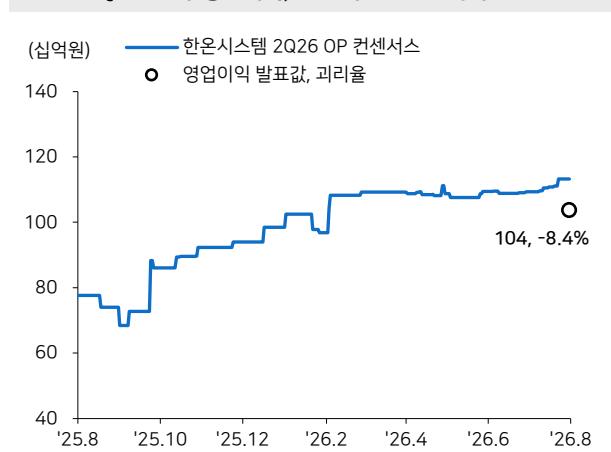
자료: Bloomberg, 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 한온시스템 2026년 · 2027년 영업이익 추정치, 기존 추정에서 큰 변동 없이 유지

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	11,037.7	11,060.3	-0.2	11,339.8	11,321.0	0.2
영업이익	403.9	402.9	0.2	440.0	445.4	-1.2
세전이익	331.0	297.0	11.4	349.6	308.9	13.2
순이익	257.6	219.1	17.5	269.5	228.5	18.0
영업이익률(%)	3.7	3.6	0.0p	3.9	3.9	-0.1p
세전이익률(%)	3.0	2.7	0.3p	3.1	2.7	0.4p
순이익률(%)	2.3	2.0	0.4p	2.4	2.0	0.4p

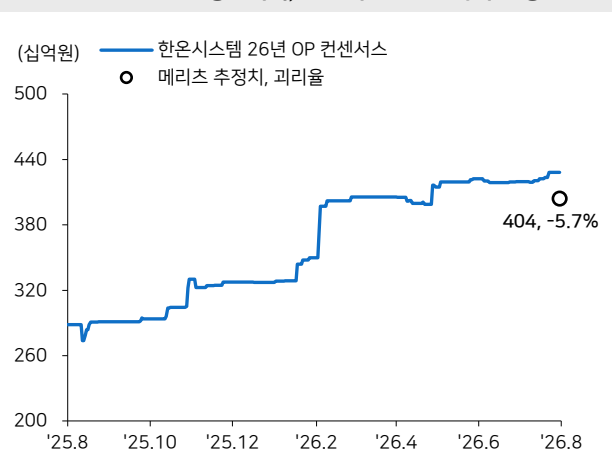
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26 분기 영업이익, 컨센서스 -8% 하회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 -6% 하회 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,617.3	2,858.2	2,705.7	2,702.5	2,748.2	2,875.2	2,752.5	2,661.7	10,883.7	11,037.7	11,339.8
(% YoY)	8.9	11.7	8.2	6.6	5.0	0.6	1.7	-1.5	8.9	1.4	2.7
OP	21.1	64.3	95.3	89.7	97.2	103.7	101.8	101.1	270.4	403.9	440.0
(% YoY)	-68.9	-10.2	1.7	흑자전환	361.1	61.2	6.9	12.8	183.0	49.4	8.9
RP	-17.3	-25.6	91.1	-183.0	107.5	85.3	67.9	70.3	-134.9	331.0	349.6
(% YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-25.4	흑자전환	적자지속	흑자전환	5.6
NP	-24.0	-16.4	54.7	-212.8	66.6	85.3	50.2	55.5	-198.5	257.6	269.5
(% YoY)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-8.2	흑자전환	적자지속	흑자전환	4.6
OP margin (%)	0.8	2.2	3.5	3.3	3.5	3.6	3.7	3.8	2.5	3.7	3.9
RP margin (%)	-0.7	-0.9	3.4	-6.8	3.9	3.0	2.5	2.6	-1.2	3.0	3.1
NP margin (%)	-0.9	-0.6	2.0	-7.9	2.4	3.0	1.8	2.1	-1.8	2.3	2.4

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 열관리시스템 Peer Group, 2027년 평균 PER 10.0배

기업명	Ticker	시가총액 (조원)	PER(배)			EPS Growth(%)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
Gentherm	THRM US EQUITY	1.9	14.5	13.1	10.1	24.9	10.2	31.9	-	-	-	6.9	5.4	4.2	6.5	11.8	-
Valeo	FR FP EQUITY	6.1	11.5	8.4	6.6	15.6	37.8	27.6	1.0	1.0	0.9	2.8	2.6	2.3	8.6	11.0	13.2
Dana	DAN US EQUITY	4.2	6.9	7.5	6.2	649.4	-8.0	19.8	1.4	1.6	1.3	4.1	2.7	1.9	17.0	30.2	39.5
Denso	6902 JP EQUITY	52.2	12.2	10.7	9.7	1.1	14.8	9.8	0.9	0.9	0.8	6.0	5.1	5.0	7.9	8.5	8.9
BorgWarner	BWA US EQUITY	19.0	12.4	11.0	9.6	9.2	12.6	14.6	2.2	2.0	1.7	6.6	6.0	5.3	17.5	17.9	18.4
Continental	CON GR EQUITY	24.0	11.3	9.8	8.9	118.7	15.3	10.6	3.1	2.7	2.3	6.2	5.5	5.0	28.9	28.2	26.2
Average(평균)			11.9	10.0	8.7	42.1	13.2	18.2	1.5	1.5	1.3	5.7	4.7	4.1	12.7	17.2	19.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 2027년 EPS 추정치에 Peer 평균 PER 10.0배 적용해 적정주가 3,500원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 열관리시스템 Peer Group 평균 2027E PER 적용	10.0배
2027년 EPS 추정치 (원, b)	348원
Fair Value (원, c = a x b)	3,485원
적정 주가 ('00 rounding, 원)	3,500원
현재 주가 (7월 31일 기준 종가)	3,305원
과리율 (%)	+5.9%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한온시스템 (018880)

KOSPI	6,595.45pt
시가총액	33,918억원
발행주식수	102,626만주
유동주식비율	47.55%
외국인비중	6.78%
52주 최고/최저가	5,730원/2,800원
평균거래대금	1,094.6억원

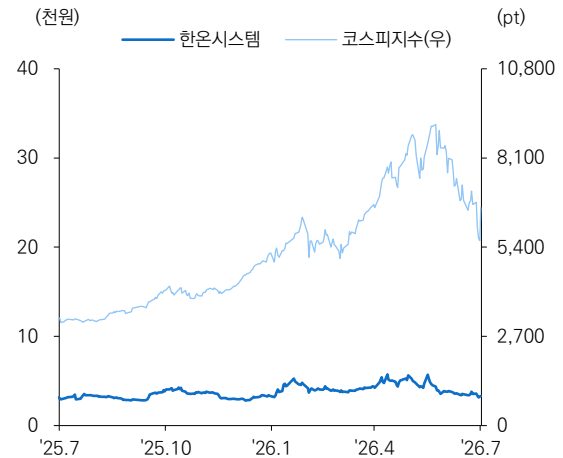
주요주주(%)

한국타이어앤테크놀로지 외 14 인	51.09
국민연금공단	5.30

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.8	0.9	8.4
상대주가	10.8	-20.1	-46.7

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	9,998.7	95.5	-363.2	-659	-705.9	4,204	-5.0	0.79	6.7	-13.5	254.2
2025	10,883.7	270.4	-198.5	-257	-61.0	3,671	-12.9	0.90	4.1	-6.0	168.1
2026E	11,037.7	403.9	257.6	333	-229.7	3,879	9.9	0.85	3.7	6.6	167.3
2027E	11,339.8	440.0	269.5	348	4.6	4,144	9.5	0.80	3.6	6.5	164.1
2028E	11,466.8	450.6	279.3	361	3.7	4,420	9.1	0.75	3.7	6.4	155.2

한온시스템 (018880)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,998.7	10,883.7	11,037.7	11,339.8	11,466.8
매출액증가율(%)	5.0	8.9	1.4	2.7	1.1
매출원가	9,186.5	9,873.8	9,854.8	10,088.8	10,211.7
매출총이익	812.2	1,009.9	1,182.9	1,251.0	1,255.1
판매관리비	716.6	739.5	779.1	811.0	804.5
영업이익	95.5	270.4	403.9	440.0	450.6
영업이익률(%)	1.0	2.5	3.7	3.9	3.9
금융손익	-280.8	-114.5	-119.0	-30.6	-28.3
종속/관계기업손익	12.8	10.5	13.0	6.0	6.5
기타영업외손익	-425.2	-405.2	-72.9	-90.4	-88.3
세전계속사업이익	-329.7	-134.9	331.0	349.6	362.3
법인세비용	28.9	62.4	70.3	76.9	79.7
당기순이익	-358.6	-197.3	260.7	272.7	282.6
지배주주지분 순이익	-363.2	-198.5	257.6	269.5	279.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	569.3	112.3	469.0	800.0	1,300.9
당기순이익(손실)	-358.6	-197.3	260.7	272.7	282.6
유형자산상각비	443.3	502.5	494.5	499.4	510.0
무형자산상각비	207.9	239.4	252.3	253.5	252.6
운전자본의 증감	30.8	-699.7	-683.6	-402.1	84.8
투자활동 현금흐름	-732.7	-547.0	-428.8	-843.9	-1,479.1
유형자산의증가(CAPEX)	-385.6	-293.1	-300.0	-400.0	-550.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	0.9	6.0	-3.1	-1.3
재무활동 현금흐름	650.6	0.9	9.9	127.8	133.0
차입금의 증감	173.5	-893.8	9.9	127.8	133.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	567.9	-421.7	68.6	83.9	-45.3
기초현금	779.9	1,347.9	924.8	993.4	1,077.3
기말현금	1,346.5	924.8	993.4	1,077.3	1,032.0

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,439.0	4,412.5	5,180.6	5,719.3	5,611.3
현금및현금성자산	1,346.5	924.8	993.4	1,077.3	1,032.0
매출채권	1,259.0	1,437.0	1,876.4	2,097.9	1,949.4
재고자산	1,241.2	1,404.7	1,655.7	1,871.1	1,949.4
비유동자산	6,181.2	6,079.7	5,849.5	5,896.4	6,336.6
유형자산	2,863.7	2,724.4	2,529.9	2,430.5	2,834.9
무형자산	2,351.4	2,184.6	2,041.3	1,951.2	1,943.8
투자자산	113.5	110.6	112.2	115.2	116.5
자산총계	10,620.3	10,492.2	11,030.1	11,615.7	11,947.9
유동부채	5,033.8	3,984.8	4,292.8	4,569.8	4,588.3
매입채무	1,353.7	1,204.8	1,269.3	1,304.1	1,318.7
단기차입금	1,958.7	1,008.0	1,028.2	1,048.7	1,069.7
유동성장기부채	482.8	755.4	906.5	951.9	999.4
비유동부채	2,587.7	2,594.4	2,611.6	2,647.3	2,678.5
사채	1,337.5	654.1	686.8	721.1	757.2
장기차입금	788.5	890.7	917.5	945.0	973.3
부채총계	7,621.5	6,579.3	6,904.3	7,217.2	7,266.8
자본금	67.9	102.6	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	561.0	1,504.2	1,504.2	1,504.2	1,504.2
기타포괄이익누계액	524.3	640.3	640.3	640.3	640.3
이익잉여금	1,701.5	1,520.7	1,782.7	2,055.4	2,338.0
비지배주주지분	145.3	145.2	145.2	145.2	145.2
자본총계	2,998.7	3,913.0	4,125.8	4,398.5	4,681.1

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	18,607	14,075	14,274	14,665	14,829
EPS(지배주주)	-659	-257	333	348	361
CFPS	2,506	1,196	1,285	1,393	1,335
EBITDAPS	1,390	1,309	1,488	1,543	1,569
BPS	4,204	3,671	3,879	4,144	4,420
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.0	-12.9	9.9	9.5	9.1
PCR	5.9	3.2	1.8	1.7	1.7
PSR	18,607	14,075	14,274	14,665	14,829
PBR	0.79	0.90	0.85	0.80	0.75
EBITDA(십억원)	746.7	1,012.3	1,150.6	1,192.9	1,213.2
EV/EBITDA	6.7	4.1	3.7	3.6	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-13.5	-6.0	6.6	6.5	6.4
EBITDA 이익률	7.5	9.3	10.4	10.5	10.6
부채비율	254.2	168.1	167.3	164.1	155.2
금융비용부담률	2.6	2.2	2.2	2.2	2.2
이자보상배율(x)	36.1	113.2	165.8	177.1	177.8
매출채권회전율(x)	8.1	8.1	6.7	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	8.4	8.2	7.2	6.4	6.0

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.05.10	기업브리프	Hold	6,042	김준성	-26.0	-12.1	(원)
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	40.6	91.0	
2026.08.03	기업브리프	Hold	3,500	김준성	-	-	