

# 한온시스템 (018880)

## 4Q 총족. 기대보다 크게 낮은 수익성 가이던스

### 가이던스보다 높은 실적 전망에도 불구하고, Valuation이 높은 상태

한온시스템에 대한 투자 의견 Neutral과 목표주가 1,8만원을 유지한다. 4분기 실적은 일회성 이익을 제외하고 기대치에 부합한 수준이었다. 한온시스템은 2021년 실적에 대해 시장 기대보다 낮은 목표(매출액/영업이익 7.8조원/5,100억원 vs. 시장 컨센서스 7.95조원/5,956억원)를 제시했는데, 차량용 반도체 공급부족에 따른 매출손실(연간 -2% 영향 가정)과 늘어나는 감가상각비(+420억원), 그리고 2020년 과도하게 축소되었던 고정비용의 일부 증가 등에 기반한 보수적인 가이던스이다. 하나금융투자는 친환경차 부품군의 성장과 Mix 개선에 힘입어 회사 측의 전망보다 높은 실적(7.84조원/5,786억원)을 전망하고는 있다. 하지만, 이러한 긍정적인 전망을 기준으로도 현재 주가가 P/E 25배의 Valuation을 기록하고 있어 글로벌 부품사들 중 가장 높다는 것은 부담이다. 주가 상승으로 기대 배당수익률도 1.8%(주당 340원 가정 vs. 2020년 320원)로 낮아진 상황이다.

### 4Q20 Review: 영업이익률 9.2% 기록

한온시스템의 4분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 7%/14% 증가한 2.10조원/1,943억원(영업이익률 9.2%, +0.5%p (YoY))을 기록했다. 다만, 3분기에 영업비용으로 반영되었던 과징금(115억원)이 4분기 영업비용으로 재분류되면서 발생했던 일회성 이익을 제거할 경우 실질 영업이익은 1,828억원(영업이익률 8.7%)로 시장 기대치에 부합한 수준이다. 매출액 7% (YoY) 증가에는 환율이 -2% (YoY) 기여했지만, 주요 고객의 신차 출시에 따른 물량 증가와 고가 차종에 대한 대응으로 ASP 상승, 그리고 친환경차 부품군의 성장 등이 +9% (YoY) 기여했다. 지역별로는 현대차/기아/폭스바겐향 납품이 증가한 한국/유럽 매출액이 각각 5%/11% (YoY) 증가했고, 시장수요가 전반적으로 좋았던 중국 매출액도 10% (YoY) 증가했다. 반면, 원/달러 환율이 부정적이었던 북미 매출액은 5% (YoY) 감소했다. 고객별로는 현대차/기아 +10%, 폭스바겐 +46%, GM +47%, 다임러 +27% 등이 기여했다. 친환경차 부품군의 매출액은 57% (YoY) 증가하면서 전체 매출액 중 22% 비중까지 높아졌다. 영업이익률 상승은 외형 성장에 따른 영업 레버리지 효과와 원가절감, 그리고 친환경차 부품군의 수익성 개선(4분기 4.3% vs. 2020년 연간 3%대)에 기인한다. 4분기 주수는 2.32억달러로 부진했는데, 주요 고객사향 전기차 부품군 수주가 지연된 여파이다. 2020년 연간 주수는 9.22억달러로 마감되었다(친환경차 부품군 비중 76%).

### 컨퍼런스 콜의 주요 내용: 2021년 매출액/영업이익 목표 7.8조원/5,100억원 제시

한온시스템은 2021년 실적 가이던스로 매출액 7.8조원, 영업이익 5,100억원(영업이익률 6.5%), EBITDA 1.02조원, 그리고 Capex 3,700억원을 제시했다. 외형 성장은 시장수요 회복과 현대차그룹/폭스바겐향 전기차 부품의 납품 증가, 그리고 전년 부진했던 포드향 매출 증가에 기인하지만, 차량용 반도체 공급부족에 따른 매출손실(-2%) 가능성도 보수적으로 반영했다고 밝혔다. 수익성 전망은 시장 기대치 대비 낮은 수치인데, 감가상각비 및 인건비 등 고정비용의 증가를 가정했기 때문이다. 특히, 감가상각비는 전년 4,680억원에서 금년 5,100억원으로 증가할 것으로 보고 있다. 중장기로는 감가상각비 부담이 완화되고, 친환경차 부품군의 가동률이 상승하면서 영업이익률 기준으로 2022년~2023년 7% 대, 2024년~2025년 8% 대를 예상하고 있다.

### Earnings Review

**Neutral**

| TP(12M): 18,000원 | CP(2월09일): 18,350원

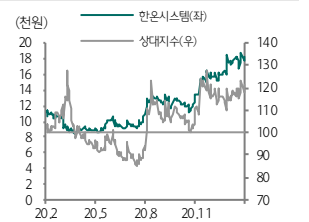
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,084.67
52주 최고/최저(원)	18,850/8,250
시가총액(십억원)	9,795.2
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	533,800.0
60일 평균 거래량(천주)	2,287,957.9
60일 평균 거래대금(십억원)	38.5
20년 배당금(예상, 원)	320
20년 배당수익률(예상, %)	1.97
외국인지분율(%)	20.02
주요주주 지분율(%)	
한안코오토홀딩스	50.50
한국타이어엔테크놀로지	19.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.5) 73.9 69.1
상대	1.6 32.6 21.3

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	6,777.7	7,881.5
영업이익(십억원)	293.7	579.2
순이익(십억원)	144.2	386.5
EPS(원)	267	714
BPS(원)	4,148	4,523

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,937.6	7,154.2	6,872.8	7,842.0	8,253.7
영업이익	십억원	433.8	483.8	315.8	578.6	641.7
세전이익	십억원	379.6	407.3	139.8	506.1	572.5
순이익	십억원	277.6	318.5	111.0	376.2	425.6
EPS	원	520	597	208	705	797
증감율	%	(3.88)	14.81	(65.16)	238.94	13.05
PER	배	20.77	18.68	78.13	26.03	23.02
PBR	배	2.83	2.68	4.03	4.16	3.78
EV/EBITDA	배	9.25	9.37	13.88	10.65	9.94
ROE	%	13.83	14.98	5.08	16.71	17.22
BPS	원	3,816	4,153	4,029	4,406	4,853
DPS	원	320	320	320	340	360



Analyst **송선재**  
02-3771-7512  
sunjae.song@hanafn.com

RA **구성중**  
02-3771-7219  
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한온시스템 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	1,675	1,195	1,901	2,101	1,802	1,943	1,965	2,132	5,938	7,154	6,873	7,842	8,254
매출총이익	198	75	252	340	265	307	265	340	913	1,034	865	1,177	1,246
판매비	138	133	132	146	145	174	123	155	479	550	549	598	605
영업이익	60	(58)	120	194	119	133	142	185	434	484	316	579	642
세전이익	45	(81)	64	111	110	114	112	170	380	407	140	506	573
순이익	33	(60)	51	90	83	87	85	129	284	323	113	385	435
지배주주순이익	34	(59)	49	87	81	85	83	127	278	319	111	376	426
Growth													
매출액	17	(37)	2	7	8	63	3	1	6	20	(4)	14	5
영업이익	(36)	적전	12	14	100	흑전	18	(5)	(7)	12	(35)	83	11
순이익	(39)	적전	(35)	(25)	139	흑전	70	46	(4)	15	(65)	239	13
Margin													
매출총이익률	11.8	6.3	13.2	16.2	14.7	15.8	13.5	16.0	15.4	14.5	12.6	15.0	15.1
영업이익률	3.6	(4.8)	6.3	9.2	6.6	6.8	7.2	8.7	7.3	6.8	4.6	7.4	7.8
순이익률	2.0	(5.1)	2.7	4.3	4.6	4.5	4.3	6.1	4.8	4.5	1.7	4.9	5.3

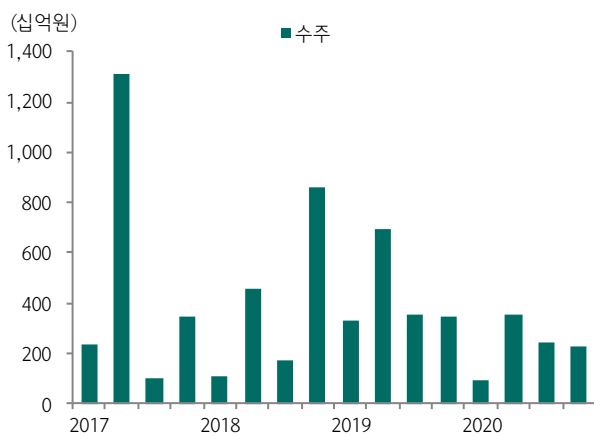
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 1. 한온시스템의 2021년 가이던스

(KRW in Billions)	
2021 Guidance	
Revenue	7,800
EBITDA	1,020
Operating Profit	510
Capital Spending	370

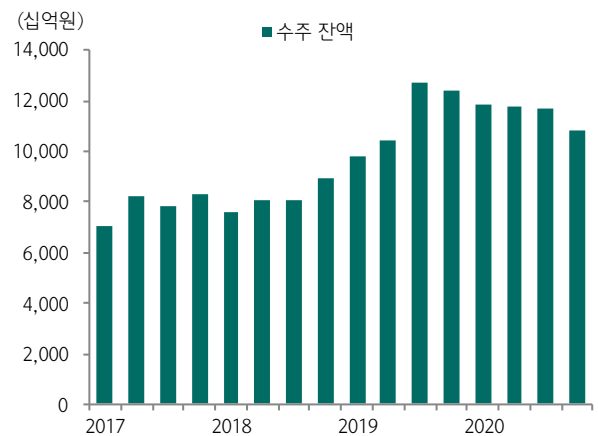
자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 2. 한온시스템의 분기별 수주 추이



자료: 한온시스템, 하나금융투자

그림 3. 한온시스템의 분기별 수주잔액 추이



자료: 한온시스템, 하나금융투자

## 한온시스템 4Q20 실적 발표 컨퍼런스콜

### 1. 실적

#### ●하이라이트

1) 4분기 수정 영업이익이 코로나 이전 수준을 회복. 한온의 수익성 개선 전략 효과 주요 고객의 신차 출시에 따른 볼륨 확대, 내연기관 차종 중 공조시스템의 ASP가 높은 프리미엄 차종의 증가, EV매출 확대에 의한 EV 수익성 개선, 비용 절감 등이 주요인으로 작용

2) EV 매출 비중 4분기 22%. 연간으로는 20% 기록

이는 19년 연간 EV 매출 비중 13% 대비 큰 폭 상승.

당초 자체 예상으로 20년 15~16% 비중 대비 빠르게 상승한 것

EV 매출액의 절대금액은 예상과 차이는 적었지만, 코로나로 내연기관 비중이 하락하면서 EV 비중 상승

4분기 EV 사업의 영업이익률은 4.3%. 연간으로는 영업이익률은 3%대

EV 매출이 가장 빠르게 증가한 고객은 폭스바겐 그룹

3) 순부채를 3개월만에 3,600억원 감소. 21년말까지 순부채는 1천억원 추가 감소할 예정

#### ●매출액

4분기 원화 평균 환율 달러화 대비 7% 강세, 유로화 대비 3% 약세.

블랜드드 2% 부정적 요인으로 작용

환율 효과 제거시 4분기 볼륨믹스 효과는 사실상 9% 성장에 가까움

#### ●매출액 구분

지역별

한국 +5%, HMG 매출 호조

유럽 +11%, 폭스바겐그룹 빠르게 증가

중국 +10% 시장 전반의 판매증가

반면, 미주는 볼륨은 강보합이었으나 원화강세로 원화 기준 -5%.

인도+태국은 EV 매출이 없어 연결 매출 대비 저성장인 +3%

구한온/EFP

구한온 +9%. EFP -1%

고객별

현대 +10%, 폭스바겐 +46%, GM +47%, 다임러 +27%, BMW +14%

2019년 하반기 내연기관 차종을 일부 단종한 포드가 하락

북미전기차 비중은 2% 이하로 하락.

포드는 F-150 픽업트럭 20년말 호조로 21년 성장 전환 기대.

전기차 출시 기점으로 유럽 고객사들에 대한 매출 성장 있음. 특히 폭스바겐/BMW는 한온시스템에 대한 매출액에서 EV 매출 비중이 50%를 상회. 다임러/GM는 향후 EV 출시에 따라 매출 중 EV 비중이 상승할 전망

북미 전기차 고객은 4분기 매출이 32% 감소. 21년부터는 한온시스템에서의 매출 비중이 1% 이하로 낮아질 예정

연간에서 아시아 내 중국 비중은 20년 연간 10%, 인도+태국 7% 구성

●매출원가

4분기 COGS 비율은 83.8%로 계절성 유지. 원가절감 활동+현대차그룹의 판매 호조, EV 볼륨 증가에 따른 수익성 개선이 나타남

●판관비

판관비율 6.9%로 전 분기 수준. 구조조정 효과가 반영됨.

2021년 판관비율은 7%대로 복귀 예상. 그렇다하더라도 코로나 전과 비교하자면 비용 구조는 개선을 유지할 것

4분기 지역별 영업이익률은 일회성 제외 기준으로

한국 9.5% 유럽 6%, 미주 6%, 중국 5%, 기타 10%

다른 지역 대비 한국의 영업이익률 상승폭이 컸음

●수주

20년 10억불 수주 목표를 소폭 미달. 이는 현대차그룹의 E-GMP 3차분 발표가 당초 20년말이었으나, 현재로서는 2022년 연기가 되었음. 이를 제외하고 대부분 수주 달성  
주요 수주로는 HMG 북미공장에 SUV 물량. 폭스바겐 MEB 전동 컴프레서 추가 물량 등. 포드, 니오, 마쯔다 등 수주

EV 관련 수주는 현대차/폭스바겐그룹의 전기차 플랫폼이 20년 EV 신규 수주 중 60%로 탑2 고객군 형성

GM의 차세대 전기차 플랫폼이 EV 신규 수주 중 10%. 나머지 25%는 마쯔다/볼보/BMW/포드/FCA/FAW 등

21년 수주 목표는 현재 확정될 수는 없어 1분기에 발표 예정. 현재 잠정 집계는 작년과 유사한 10억불을 목표

폭스바겐 중국 MEB 생산 물량. 제네시스 SUV, 현대차 코나 F/L 유럽생산분, 투싼 HEV, 포드 브롱코/레이저, 마하E 등 볼륨 차종이 많아서 수주 잔고가 감소. 이는 한온시스템의 매출 증가로 연결될 것

#### ●배당

주당 116원으로 20년 연간 배당금은 320원으로 3년째 같은 수준

21년 배당금은 현재 확정할 수는 없으나, 실적개선세가 유지된다면 10% 수준의 배당 증액이 가능할 수 있음. 1분기에 확정해서 이야기할 것

#### ●자사주매입

주가가 정상화되면서 자사주펀드 종료하고 4분기 배당자원으로 활용

#### ●CAPEX, D&A, R&D

20년 설비투자는 3,700억원 가이드스였는데, 일부 전기차 차종 출시 시점이 당겨지면서 4천억원 집행. 21년 설비투자 가이드스는 3,700억원으로 공시

20년 감가상각비는 가이드스였던 4,680억원. 21년은 증가하나 속도는 둔화되어 5,100억원 수준 예상

21년 연구개발비 가이드스는 매출액 5% 하회하는 수준 예상

#### ●재무상태표

현금 보유 크게 증가. 순부채 감소.

#### ●가이드스

매출액 7.8조원. 고객별 수주 기반으로 작성. 최근 반도체 공급 부족 영향은 연간 2% 감소를 가정

EBITDA 가이드스 1.02조원. 마진 13% 목표.

영업이익 가이드스 5,100억원. 마진 6.5% 목표

## 2. Q&A

문) 가이던스 영업이익률 6.5%가 낮아보이는데 비용 특이사항?

답) 1) 자동차 시장의 회복이 다 이뤄지지 않음. 사실 매출액 가이던스 7.8조원은 당초 20년 목표였음. 감가상각비는 매출액 감소와 무관하게 계속 올라오고 있음. 매출액은 2020년 수준인 7.8조원을 기대하는데, 감가상각비는 이미 5,100억원으로 가고 있는 상황이기에 영업이익률이 시장에서 보는 것보다 느리게 올라갈 수 있음. 또한, 작년 하반기와 비교하면 코로나 때문에 2분기에 타격받았고, 20년 영업실적을 정상수준으로 올리기 위해 비용절감을 많이 했음. 21년 일부 분야는 돌려야 하는 것도 있음.

문) 올해 EV 매출 비중 목표?

답) EV 매출 자체도 견조하지만, 내연기관 매출이 2분기 중심으로 타격을 더 많이 받은 현상도 있음. 21년을 예상하면, 플러스 요인은 폭스바겐 MEB가 1단계 더 매출 증가가 예상됨. 현대차그룹 E-GMP도 가세할 것. 마이너스 요인은 20년 2% 비중을 차지한 북미 전기차가 1% 이하로 내려갈 것. 그래서 전반적으로 20%는 상회할 것으로 보이나 ICE 매출 비중이 팬트업 수요를 받을지는 관건.

문) 현대위아의 열관리 시장 진출에 대해 경쟁사로 보는지, 다른 영역인지?

답) 한온시스템은 전기동력차 분야에서 세계적으로 탑 포지션을 확보했다고 평가하고/받고 있음. 새로운 진입 시도에 사업계획을 경쟁사로 생각하지는 않음. 과거 일부 업체들이 열관리분야에 도전했으나 성공하지 못했음. 진입장벽도 있지만, 한온시스템의 성능/품질/원가경쟁력이 우위에 있다고 생각. E-GMP영역에서 보면 냉매 서킷(에어컨/히트펌프/배터리 칠러)에 대해서는 1,2차 수주를 하고, 그 이후로도 현대차그룹과 공조시스템 파트너로 서포트를 할 것인데, 냉각수 서킷 관련해서는 진입장벽이 낮기에 고객사의 선택을 존중할 것. 해당 회사와 공급 영역이 다르기에 경쟁이 일어나지 않는다고 생각. 시장 및 투자자에 노이즈를 원하지 않음. 2030년까지 공조에서 글로벌 탑을 목표

문) 전기차 출시 속도가 빨라지고 있는데, 전기차 열관리 시장에서 신규 수주 목표 금액은 안올라가는지?

답) 핵심고객으로 보는 현대차그룹. 폭스바겐, BMW, GM, 포드를 보면 2017~19년이 전기차플랫폼의 1st 웨이브가 나타남. 1st 웨이브의 결과가 지금부터 출시가 되고 있는 것. 이 출시가 되는 1st 웨이브가 언제쯤 2세대로 넘어가느냐는 것. 생각보다 1st 웨이브가 길어지고 있음. 내연기관은 5년마다 환경규제 강화로 세대가 달라졌는데, 전기차는 환경규제에 대해서는 2세대로 넘어가는 요인이 적음. 2세대로 넘어가는 요인은 기술에서 찾아야 함. 차세대 기술이라 볼 수 있는 전고체 배터리 등이 아직 준비가 안된 상태. 전기차 플랫폼의 2세대로 넘어갈 기술이 나타나기 전까지는 1세대가 진행될 것. 일단은 짧게 5년 주기로 보더라도 20~21년은 채우고 22년은 되어야 새로운 주기가 나타날 수 있는데, 주요 메이커들이 2세대 플랫폼을 언제 구상하느냐에 달림. 한온시스템의 2세대 준비상황은 이미 전고체를 연구하는 벤처기업 및 완성차 메이커들과 선행 연구개발을 진행중. 2세대 사이클이 오면 좋은 성과를 낼 거라 생각.

문) 마진 개선 속도가 느린게 감가상각비라 했는데, 고점 시점?

답) 감가상각비는 제일 빠르게 증가한 시점은 과거 2년간이었음. 감가상각비의 증가분 중 상당부분이 EFP 인수 관련 영업권 상각. 해당 부분은 전체적으로 반영됐고 7~8년 지나면 끝남. 수익성의 개선을 찾아야할 부분은 EV설비에 대한 가동률 향상. 그것은 2021년에도 올라가지만 22~23년에 더 빠른 속도로 올라갈 것. 22~23년에는 7% 마진을 넘어설 것이고, 24~25년에는 9.5조원~10조원 매출을 기록하면서 8%대 OPM도 예상하고 있음. 마진에 대한 부분은 21년 매출 자체가 1년 지연되어 진행된 것을 감안해야 함.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>5,937.6</b>	<b>7,154.2</b>	<b>6,872.8</b>	<b>7,842.0</b>	<b>8,253.7</b>
매출원가	5,024.9	6,119.9	6,008.3	6,665.2	7,007.5
매출총이익	912.7	1,034.3	864.5	1,176.8	1,246.2
판매비	478.9	550.5	548.7	598.2	604.5
<b>영업이익</b>	<b>433.8</b>	<b>483.8</b>	<b>315.8</b>	<b>578.6</b>	<b>641.7</b>
금융손익	(18.4)	(43.5)	(47.2)	(56.3)	(54.0)
종속/관계기업손익	6.3	3.5	(2.0)	3.0	4.0
기타영업외손익	(42.0)	(36.6)	(126.8)	(19.2)	(19.2)
<b>세전이익</b>	<b>379.6</b>	<b>407.3</b>	<b>139.8</b>	<b>506.1</b>	<b>572.5</b>
법인세	95.9	84.6	26.3	121.5	137.4
계속사업이익	283.7	322.6	113.5	384.7	435.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>283.7</b>	<b>322.6</b>	<b>113.5</b>	<b>384.7</b>	<b>435.1</b>
비배주주지분 손익	6.1	4.1	2.5	8.5	9.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>277.6</b>	<b>318.5</b>	<b>111.0</b>	<b>376.2</b>	<b>425.6</b>
지배주주지분포괄이익	227.8	349.3	111.7	378.7	428.4
NOPAT	324.2	383.3	256.3	439.7	487.7
EBITDA	701.4	864.5	790.5	1,088.2	1,141.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.30	20.49	(3.93)	14.10	5.25
NOPAT증가율	(2.23)	18.23	(33.13)	71.56	10.92
EBITDA증가율	4.70	23.25	(8.56)	37.66	4.91
영업이익증가율	(7.39)	11.53	(34.73)	83.22	10.91
(지배주주)순이익증가율	(3.81)	14.73	(65.15)	238.92	13.13
EPS증가율	(3.88)	14.81	(65.16)	238.94	13.05
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	15.37	14.46	12.58	15.01	15.10
EBITDA이익률	11.81	12.08	11.50	13.88	13.83
영업이익률	7.31	6.76	4.59	7.38	7.77
계속사업이익률	4.78	4.51	1.65	4.91	5.27

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>2,859.2</b>	<b>2,922.4</b>	<b>2,613.4</b>	<b>3,102.7</b>	<b>3,470.5</b>
금융자산	1,054.6	713.7	465.2	651.5	890.6
현금성자산	1,017.8	686.7	438.6	623.0	861.3
매출채권	968.9	1,173.3	1,145.5	1,307.0	1,375.6
재고자산	505.8	612.8	624.8	712.9	750.3
기타유동자산	329.9	422.6	377.9	431.3	454.0
<b>비유동자산</b>	<b>2,496.6</b>	<b>4,160.0</b>	<b>4,189.1</b>	<b>4,152.3</b>	<b>4,128.2</b>
투자자산	104.2	109.0	110.9	113.6	119.5
금융자산	5.3	7.1	6.9	7.5	7.8
유형자산	1,551.5	2,130.4	2,141.7	2,095.2	2,059.0
무형자산	<b>564.0</b>	<b>1,592.8</b>	<b>1,608.8</b>	<b>1,615.8</b>	<b>1,622.0</b>
기타비유동자산	<b>276.9</b>	<b>327.8</b>	<b>327.7</b>	<b>327.7</b>	<b>327.7</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,355.8</b>	<b>7,082.4</b>	<b>6,802.6</b>	<b>7,255.1</b>	<b>7,598.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,867.1</b>	<b>2,091.5</b>	<b>1,890.0</b>	<b>2,088.1</b>	<b>2,165.5</b>
금융부채	492.3	436.1	333.8	323.6	312.5
매입채무	799.3	953.4	915.9	1,045.1	1,100.0
기타유동부채	575.5	702.0	640.3	719.4	753.0
<b>비유동부채</b>	<b>1,357.0</b>	<b>2,653.4</b>	<b>2,640.6</b>	<b>2,687.3</b>	<b>2,707.1</b>
금융부채	<b>1,186.7</b>	<b>2,309.8</b>	<b>2,309.8</b>	<b>2,309.8</b>	<b>2,309.8</b>
기타비유동부채	170.3	343.6	330.8	377.5	397.3
<b>부채총계</b>	<b>3,224.1</b>	<b>4,744.9</b>	<b>4,530.7</b>	<b>4,775.4</b>	<b>4,872.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,036.8</b>	<b>2,216.8</b>	<b>2,150.5</b>	<b>2,351.7</b>	<b>2,590.5</b>
자본금	<b>53.4</b>	<b>53.4</b>	<b>53.4</b>	<b>53.4</b>	<b>53.4</b>
자본잉여금	(21.5)	(19.9)	(19.9)	(19.9)	(19.9)
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(174.8)	(134.9)	(134.9)	(134.9)	(134.9)
이익잉여금	2,179.6	2,318.2	2,252.0	2,453.1	2,691.9
<b>비배주주지분</b>	<b>94.9</b>	<b>120.7</b>	<b>121.4</b>	<b>128.0</b>	<b>135.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,131.7</b>	<b>2,337.5</b>	<b>2,271.9</b>	<b>2,479.7</b>	<b>2,726.2</b>
순금융부채	624.4	2,032.1	2,178.5	1,981.9	1,731.7

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	520	597	208	705	797
BPS	3,816	4,153	4,029	4,406	4,853
CFPS	1,410	1,704	1,256	1,995	2,095
EBITDAPS	1,314	1,620	1,481	2,039	2,139
SPS	11,123	13,402	12,875	14,691	15,462
DPS	320	320	320	340	360
<b>주가지표(배)</b>					
PER	20.77	18.68	78.13	26.03	23.02
PBR	2.83	2.68	4.03	4.16	3.78
PCR	7.66	6.54	12.94	9.20	8.76
EV/EBITDA	9.25	9.37	13.88	10.65	9.94
PSR	0.97	0.83	1.26	1.25	1.19
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	13.83	14.98	5.08	16.71	17.22
ROA	5.86	5.12	1.60	5.35	5.73
ROIC	13.65	10.87	5.80	9.86	10.91
부채비율	151.25	202.99	199.42	192.58	178.74
순부채비율	29.29	86.94	95.89	79.93	63.52
이자보상배율(배)	17.76	6.78	3.78	7.07	7.88

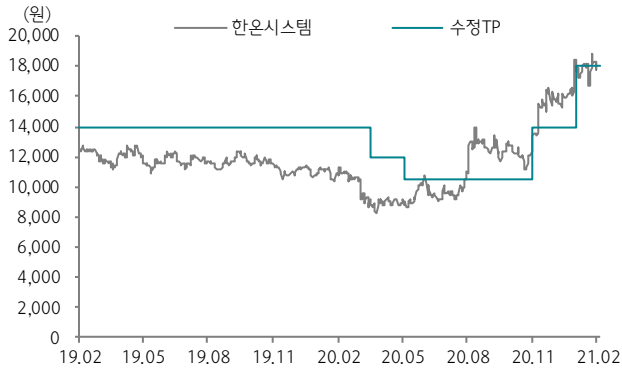
자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>471.3</b>	<b>778.4</b>	<b>527.1</b>	<b>854.6</b>	<b>903.5</b>
당기순이익	283.7	322.6	113.5	384.7	435.1
조정	38	47	46	49	48
감가상각비	267.6	380.7	474.7	509.5	500.0
외환거래손익	2.6	(3.4)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
지분법손익	(6.3)	(4.0)	2.0	(3.0)	(4.0)
기타	(225.9)	(326.3)	(410.7)	(437.5)	(428.0)
영업활동 자산부채 변동	(187.5)	(11.2)	(42.0)	(15.6)	(6.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(576.7)</b>	<b>(1,935.3)</b>	<b>(487.1)</b>	<b>(453.6)</b>	<b>(454.5)</b>
투자자산감소(증가)	20.7	(1.3)	(5.7)	(1.6)	(3.7)
자본증가(감소)	(410.1)	(424.8)	(402.0)	(370.0)	(370.0)
기타	(187.3)	(1,509.2)	(79.4)	(82.0)	(80.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>563.7</b>	<b>829.4</b>	<b>(279.4)</b>	<b>(185.3)</b>	<b>(197.9)</b>
금융부채증가(감소)	918.7	1,066.9	(102.2)	(10.3)	(11.1)
자본증가(감소)	0.9	1.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(183.4)	(66.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(172.5)	(172.7)	(177.2)	(175.0)	(186.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>458.3</b>	<b>(127.5)</b>	<b>(339.4)</b>	<b>125.7</b>	<b>150.1</b>
Unlevered CFO	752.6	909.4	670.4	1,065.1	1,118.6
Free Cash Flow	51.5	337.0	125.1	484.6	533.5



투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한온시스템



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.12	Neutral	18,000		
20.11.10	BUY	14,000	11.47%	31.79%
20.5.14	BUY	10,500	4.86%	32.38%
20.3.26	BUY	12,000	-25.79%	-22.33%
19.11.14	1년 경과		-	-
18.11.14	BUY	14,000	-16.76%	-8.57%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.11%	7.89%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 02월 06일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 2월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2021년 2월 10일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 기타 거래제한 목록에 준하는 이해관계를 보유한 법

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어 진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.