Morning Meeting Notes

2022-07-01

현대차증권

What's Inside

한온시스템(BUY/15,000) 빨라지는 전동화 전환, 기대되는 후속 수주
만도(BUY/64,000) 중국의 셧다운 해방일지
[자산배분] 미국 1분기 GDP 역성장, 경기 침체 가능성은?
[채권전략] 미국 경기침체 우려와 채권시장 진단 시사점

New Issue

뉴욕증시, 여전한 인플레이션 부담 및 경기 침체 가능성에 하락 마감...S&P 0.9%↓
뉴욕채권, 미 연준의 강한 물가 안정 의지에 경기 침체 우려 지속돼 국채가 상승
국제유가, 원유 수요 감소 우려와 OPEC+ 증산 규모 유지 결정에 하락...WTI 3.7%↓

New Publication

[반도체 장비] 바이든의 방한을 보셨나요?(2022-06-28)

Rating, Target Price Changes

한온시스템	BUY	18,000 원	▷	BUY	15,000 원 (2022-07-01)
넥스틴	신규편입	-	▷	BUY	82,000 원 (2022-06-28)
파크시스템스	신규편입	-	▷	BUY	170,000 원 (2022-06-28)
NAVER	BUY	500,000 원	▷	BUY	430,000 원 (2022-06-24)
SK하이닉스	BUY	155,000 원	▷	BUY	130,000 원 (2022-06-23)
카카오게임즈	BUY	100,000 원	▷	BUY	90,000 원 (2022-06-22)
아모레퍼시픽	M.PERFORM	180,000 원	▷	M.PERFORM	160,000 원 (2022-06-22)
현대제철	BUY	58,000 원	▷	BUY	51,000 원 (2022-06-21)
삼성전자	BUY	91,000 원	▷	BUY	82,500 원 (2022-06-21)
CJ ENM	BUY	207,000 원	▷	BUY	185,000 원 (2022-06-17)
하이브	BUY	400,000 원	▷	BUY	285,000 원 (2022-06-16)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
현대차	44,842
LG화학	24,176
두산에너빌리티	21,527
NAVER	17,130
삼성중공업	14,510

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	39,429
현대차	25,223
삼성물산	23,999
셀트리온헬스케어	19,856
셀트리온	19,276

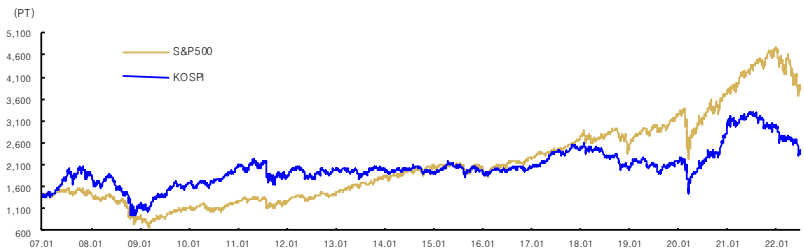
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-171,696
삼성SDI	-53,640
엔씨소프트	-36,227
LG에너지솔루션	-27,038
SK바이오사이언스	-20,714

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-56,760
KODEX 레버리지	-50,084
SK하이닉스	-49,658
엘앤에프	-29,363
엔씨소프트	-29,281

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,332.64	-1.91	-13.15
대형주	2,290.09	-2.05	-13.20
중형주	2,748.79	-1.15	-12.22
소형주	2,214.18	-1.53	-14.70
KOSDAQ	745.44	-2.22	-16.56

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	1,829	-6,659	4,448
누적순매수(D-20)	45,223	-55,816	4,174

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위: 억 원)	150,960	138,166	140,471

업종별 지수	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
건설	95.48	+1.43	-11.98
금융	348.75	-1.49	-15.39
운수장비	1,966.41	+1.30	-4.31
유통	351.67	-0.30	-6.33
음식료	3,684.11	-1.11	-6.57
의약품	14,156.50	-0.80	-6.18
전기전자	21,673.75	-2.88	-15.27
철강금속	3,965.04	-1.78	-19.97
화학	5,186.39	-3.35	-12.81
유틸리티	819.70	-0.10	-4.20
통신	408.82	-1.39	-7.03

해외시장 동향	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	3,785.38	-0.88	-8.39
NASDAQ	11,028.74	-1.33	-8.71
일본	26,393.04	-1.54	-3.88
중국	3,398.62	+1.10	+6.80
독일	12,783.77	-1.69	-11.15

주요 금리 동향	종가(%)	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.55	-0.40	+60.10
국고채 (10년)	3.62	-3.90	+40.10
은행채AAA (3년)	3.91	+0.50	+62.30
미국국채 (2년)	2.95	-8.52	+47.75
미국국채 (10년)	3.01	-7.62	+27.51

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1298.80	-0.05	+4.72
원/백 엔	948.87	-0.04	-0.97
원/위안	193.89	-0.01	+4.13
달러/유로	1.05	-0.03	-1.59
위안/달러	6.70	+0.02	-0.41
엔/달러	135.74	+0.01	+4.13
Dollar Index	104.71	-0.38	+2.91

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	105.76	-3.66	-9.51
금 (usd/oz)	1,807.3	-0.56	-2.24
BDI	2,186.0	-0.82	-14.81
천연가스(NYMEX)	5.4	-16.53	-37.55

Conviction Call List

종목명	추천일	덜대 수익률(%)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2022. 07. 01

한온시스템 (018880)

BUY
TP 15,000원

빨라지는 전동화 전환, 기대되는 후속 수주

Analyst 장문수
02-3787-2639 joseph@hmsec.com

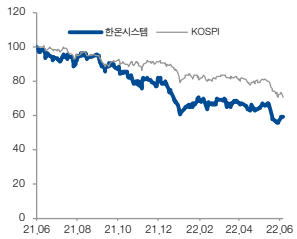
현재주가 (6/30)	10,050원
상승여력	49.3%
시가총액	5,365십억원
발행주식수	533,800천주
자본금/액면가	53십억원/100원
52주 최고가/최저가	16,800원/9,440원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	17.13%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.1	-15.2	-25.3
상대주가(%p)	1.8	-0.1	-4.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	512	757	18,000
After	446	712	15,000
Consensus	453	661	13,367
Cons. 차이	-1.5%	7.7%	12.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q22 영업이익은 569억원(-43.3% yoy, OPM 2.8%)으로 컨센서스 14.3% 하회 전망. 우호적 환율에도 중국 셧다운 및 주요 고객의 반도체 차질 영향, 알루미늄 등 원재료가 급등, 운임비 부담 지속 등 비용 부담이 지속되며 부진한 실적 기록. 단, 전분기비 이익 개선되며 회복
- 원자재가 상승 부담은 고객사 전가가 상당부분 가능해 일시적 전망. 美 OEM, 유럽 고급 OEM 중심 전동화 전략이 목표하는 시점을 감안 시 BMW, VW 등 주요 완성차의 대규모 후속 수주 기대. 실적 부진에 따른 주가 하락 시 매수 기회 추천. 목표주가는 추정치 하향으로 기존대비 16.7% 하향한 15,000원 제시. 전동화 전환으로 여전히 투자 매력 높아 투자의견 BUY 유지

주요이슈 및 실적전망

- 2Q22 Preview: 비우호적 경영 환경으로 부진한 실적 기록. 전분기비 매출/이익 개선은 긍정적
  1) 매출액 2.00조원(+8.2% yoy, +1.2% qoq), 영업이익 569억원(-43.3% yoy, +86.9% qoq, OPM 2.8%), 당기순이익 409억원(-57.8% yoy, +107.3% qoq) 기록
  2) 영업이익기준 컨센서스 664억원(OPM 3.3%)을 14.3% 하회할 전망
  3) 요인: 중국 셧다운과 주요 고객인 VW의 유럽내 생산 차질로 계획에 못미친 생산 실적 기록. 다만 전기차향 매출 비중 상승, HMG 생산 방어, 우호적 환율 영향으로 매출액은 2조원을 상회할 전망. 원자재가 상승이 1~2개월 후행하며 투입원가 반영되고, 전력 요금과 인건비, 운송비 등 전분기 실적 부진 요인이 크게 개선되지 않아 전반적인 마진 회복 속도는 기대에 못미칠 전망
- Key Takeaways: 완성차 전동화 전략 강화로 수주 환경 개선 + 최악의 경영환경에서 회복
  1) xEV 향 신규 수주 확대: 주요 완성차 업체의 전기차 전환 투자 전략이 구체화되며 2022년~2023년 신규 수주 대폭 증가 전망. 동사는 2022년 1.5억 달러 이상의 신규 수주가 가능할 것으로 전망하고 있으며, 이는 2011년 1.14억달러 대비 큰 폭의 증가. OEM의 빠른 전동화 전환에 따른 중요 수주들이 이어질 것으로 예상되는 가운데 동사의 수혜 전망
  2) 최악의 경영환경에서 회복: 반도체 공급 차질은 주요국 정부의 공급 회복 노력으로 2022년 하반기로 갈수록 점진 정상화 기대. 원재료비도 시차는 존재하나 고객사의 전가가 가능한 구조로 마진 압박 완화 전망

주가전망 및 Valuation

- 최근 공급망 불안 지연 가능성이 높아지며 2022년 가이던스에서 제시한 매출액 8.0조원~8.4조원은 상단이 아닌 하단에 가까이 부합할 것으로 전망. 다만, 원자재가 상승에도 불구하고 비용 절감 활동과 고객 전가 등을 통해 수익성 가이던스는 달성할 수 있을 것으로 판단
- 북미 시장의 전동화 전환이 기대보다 빠르게 진행됨에 따라 제한적인 대응 가능 업체의 수주 독식은 당분간 지속될 전망. 유리한 가격 조건에 기대 이상의 공급 확대는 단기적으로 고객사 확장, 수주 규모 확대로, 장기적으로 빠른 매출 증가와 수익성 개선으로 나타날 전망. 1Q22 실적 부진으로 주가 하락 시 매수 기회로 추천

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	6,873	316	110	784	207	-65.4	78.6	4.1	13.6	5.1	2.0
2021	7,351	326	309	834	578	179.5	23.3	3.1	11.3	13.8	2.7
2022F	8,199	314	238	1,059	446	-22.9	22.5	2.3	7.4	10.1	3.7
2023F	8,998	476	380	1,343	712	59.8	14.1	2.1	5.8	15.6	4.1
2024F	9,600	592	501	1,496	939	31.8	10.7	1.9	5.0	18.9	4.5

*K-IFRS 연결 기준

현대차증권

<표1> 한온시스템 2Q22 Preview: 영업이익은 569억원 기록해 컨센서스 14.3% 하회

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q21	1Q22	2Q22E	% yoy	% qoq	Consensus	Diff (%)
매출액	1,852.1	1,980.2	2,003.2	8.2	1.2	2,010.7	(0.4)
영업이익	100.4	30.5	56.9	(43.3)	86.9	66.4	(14.3)
세전이익	130.6	29.9	53.6	(59.0)	78.9	61.6	(13.1)
지배순이익	96.7	19.7	40.9	(57.8)	107.3	48.8	(16.2)
영업이익률	5.4	1.5	2.8	(2.6)	1.3	3.3	(0.5)
세전이익률	7.1	1.5	2.7	(4.4)	1.2	3.1	(0.4)
지배순이익률	5.2	1.0	2.0	(3.2)	1.0	2.4	(0.4)

자료: 한온시스템, Fnguide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

<표2> 한온시스템 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	8,199	8,998	8,244	8,851	-0.5%	1.7%
영업이익	314	476	367	519	-14.5%	-8.3%
세전이익	305	484	350	514	-12.8%	-5.9%
당기순이익	242	382	277	406	-12.8%	-5.9%

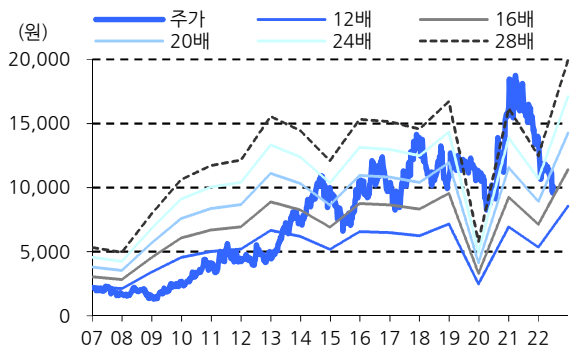
자료: 현대차증권

<표3> 목표주가 산정

목표 P/E(배)	15.5	①, 글로벌 주요 공조업체 2022년 P/E 평균
적용 EPS(원)	939	②, 2024F EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	15,000	① X ②
전일 종가(원)	10,050	기준 주가 (2022.06.30)
Upside Potential (%)	49.3%	
투자의견	BUY	

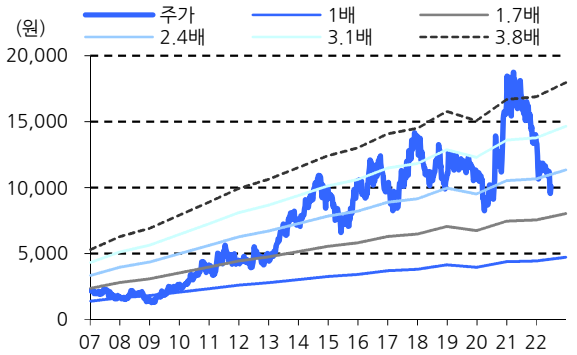
자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림1> P/E 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

<그림2> P/B 밴드



자료: 한온시스템, 현대차증권

<표4> 한온시스템 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	1,869.0	1,852.1	1,704.2	1,926.1	1,980.2	2,003.2	2,071.1	2,144.8	7,351.4	8,199.2	8,997.5
>아시아	1,249.1	990.3	1,073.8	1,171.0	1,165.2	1,141.5	1,137.6	1,156.4	4,484.2	4,600.7	4,827.6
>미주	416.1	437.1	377.2	414.2	499.6	515.6	528.5	552.3	1,644.6	2,096.1	2,171.6
>유럽	876.0	1,016.1	849.4	938.8	1,052.5	973.0	1,055.0	1,123.6	3,680.3	4,204.1	4,835.1
>조정	(672.1)	(591.5)	(613.2)	(597.8)	(737.1)	(627.0)	(650.0)	(687.5)	(2,474.7)	(2,701.6)	(2,836.7)
영업이익	94.0	100.4	70.6	60.7	30.5	56.9	107.5	119.1	325.8	314.0	475.7
세전이익	75.3	130.6	53.3	95.4	29.9	53.6	104.7	116.9	354.6	305.1	483.8
지배순이익	58.9	96.7	50.9	102.1	19.7	40.7	79.5	98.1	308.5	237.9	380.3
영업이익률	5.0	5.4	4.1	3.2	1.5	2.8	5.2	5.6	4.4	3.8	5.3
세전이익률	4.0	7.1	3.1	5.0	1.5	2.7	5.1	5.4	4.8	3.7	5.4
순이익률	3.1	5.2	3.0	5.3	1.0	2.0	3.8	4.6	4.2	2.9	4.2
% yoy											
매출액	11.6	54.9	(10.4)	(8.3)	5.9	8.2	21.5	11.4	7.0	11.5	9.7
>아시아	32.7	21.1	(6.6)	(7.4)	(6.7)	15.3	5.9	(1.2)	7.5	2.6	4.9
>미주	(8.3)	146.8	(18.6)	(4.8)	20.1	18.0	40.1	33.3	7.5	27.5	3.6
>유럽	(0.1)	92.7	(10.5)	(3.1)	20.1	(4.2)	24.2	19.7	10.8	14.2	15.0
영업이익	57.5	흑전	(41.0)	(68.7)	(67.6)	(43.3)	52.4	96.1	3.2	(3.6)	51.5
세전이익	66.2	흑전	(16.9)	(14.3)	(60.2)	(59.0)	96.5	22.4	153.7	(14.0)	58.6
지배순이익	72.7	흑전	3.5	18.5	(66.5)	(58.0)	56.2	(3.9)	179.5	(22.9)	59.8
% qoq											
매출액	(11.0)	(0.9)	(8.0)	13.0	2.8	1.2	3.4	3.6	-	-	-
>아시아	(1.2)	(20.7)	8.4	9.1	(0.5)	(2.0)	(0.3)	1.7	-	-	-
>미주	(4.4)	5.1	(13.7)	9.8	20.6	3.2	2.5	4.5	-	-	-
>유럽	(9.6)	16.0	(16.4)	10.5	12.1	(7.6)	8.4	6.5	-	-	-
영업이익	(51.6)	6.8	(29.7)	(13.9)	(49.8)	86.9	88.9	10.7	-	-	-
세전이익	(32.4)	73.4	(59.2)	79.1	(68.6)	78.9	95.5	11.6	-	-	-
지배순이익	(31.7)	64.3	(47.4)	100.5	(80.7)	106.3	95.5	23.4	-	-	-

자료: 한온시스템, FnGuide, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,873	7,351	8,199	8,998	9,600
증가율 (%)	-3.9	7.0	11.5	9.7	6.7
매출원가	6,008	6,502	7,282	7,864	8,314
매출원가율 (%)	87.4	88.5	88.8	87.4	86.6
매출총이익	864	849	917	1,134	1,286
매출이익률 (%)	12.6	11.5	11.2	12.6	13.4
증가율 (%)	-16.4	-1.7	8.0	23.7	13.4
판매관리비	549	523	603	658	694
판관비율(%)	8.0	7.1	7.4	7.3	7.2
EBITDA	784	834	1,059	1,343	1,496
EBITDA 이익률 (%)	11.4	11.3	12.9	14.9	15.6
증가율 (%)	-9.4	6.4	27.0	26.8	11.4
영업이익	316	326	314	476	592
영업이익률 (%)	4.6	4.4	3.8	5.3	6.2
증가율 (%)	-34.7	3.2	-3.7	51.6	24.4
영업외손익	-179	23	-15	1	7
금융수익	53	111	96	81	88
금융비용	150	120	118	121	125
기타영업외손익	-82	32	7	41	44
종속/관계기업관련손익	3	5	6	7	7
세전계속사업이익	140	355	305	484	605
세전계속사업이익률	2.0	4.8	3.7	5.4	6.3
증가율 (%)	-65.6	153.6	-14.1	58.7	25.0
법인세비용	26	44	63	102	102
계속사업이익	113	311	242	382	504
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	113	311	242	382	504
당기순이익률 (%)	1.6	4.2	3.0	4.2	5.3
증가율 (%)	-65.0	175.2	-22.2	57.9	31.9
지배주주지분 순이익	110	309	238	380	501
비지배주주지분 순이익	3	2	4	2	3
기타포괄이익	-67	136	20	0	0
총포괄이익	47	447	261	382	504

(단위:십억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,465	3,552	3,969	4,431	4,918
현금성자산	1,325	1,404	1,498	1,827	2,170
단기투자자산	35	9	19	19	19
매출채권	1,097	883	986	1,051	1,122
재고자산	630	810	997	1,063	1,134
기타유동자산	364	434	470	471	473
비유동자산	4,343	4,682	4,821	4,923	5,007
유형자산	2,224	2,336	2,319	2,270	2,202
무형자산	1,622	1,790	1,887	2,002	2,117
투자자산	124	146	151	155	159
기타비유동자산	373	410	464	496	529
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,807	8,234	8,790	9,354	9,925
유동부채	2,718	2,813	3,119	3,423	3,626
단기차입금	623	832	807	807	807
매입채무	1,040	946	1,046	1,115	1,189
유동성장기부채	330	335	487	670	744
기타유동부채	725	700	779	831	886
비유동부채	2,850	2,944	3,173	3,265	3,363
사채	1,596	1,706	1,792	1,881	1,974
장기차입금	719	661	739	699	659
장기금융부채	0	3	3	3	3
기타비유동부채	535	574	639	682	727
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,568	5,757	6,292	6,687	6,989
지배주주지분	2,117	2,344	2,359	2,526	2,792
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-11	-11	-11	-11	-11
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-181	-66	-45	-45	-45
이익잉여금	2,257	2,368	2,363	2,529	2,796
비지배주주지분	122	133	139	141	144
자본총계	2,239	2,477	2,498	2,667	2,936

(단위:십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	796	636	898	1,243	1,406
당기순이익	113	311	242	382	504
유형자산 상각비	360	375	479	545	564
무형자산 상각비	108	134	266	322	341
외환손익	33	-13	-39	-29	-27
운전자본의 감소(증가)	65	-190	-48	29	32
기타	117	19	-2	-6	-8
투자활동으로인한현금흐름	-594	-557	-868	-934	-954
투자자산의 감소(증가)	-13	-13	1	3	3
유형자산의 감소	4	4	8	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-402	-388	-525	-506	-506
기타	-183	-160	-352	-442	-462
재무활동으로인한현금흐름	485	-24	53	20	-108
차입금의 증가(감소)	153	-55	78	-40	-40
사채의증가(감소)	10	110	86	89	93
자본의 증가	9	-0	0	0	0
배당금	-153	-210	-192	-213	-235
기타	466	131	81	184	74
기타현금흐름	-47	24	11	0	0
현금의증가(감소)	639	78	94	329	344
기초현금	687	1,325	1,404	1,498	1,827
기말현금	1,325	1,404	1,498	1,827	2,170

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	213	582	453	716	944
EPS(지배순이익 기준)	207	578	446	712	939
BPS(자본총계 기준)	4,195	4,640	4,680	4,996	5,500
BPS(지배지분 기준)	3,967	4,390	4,419	4,731	5,230
DPS	320	360	370	410	450
P/E(당기순이익 기준)	76.5	23.1	22.2	14.0	10.6
P/E(지배순이익 기준)	78.6	23.3	22.5	14.1	10.7
P/B(자본총계 기준)	3.9	2.9	2.1	2.0	1.8
P/B(지배지분 기준)	4.1	3.1	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(Reported)	13.6	11.3	7.4	5.8	5.0
배당수익률	2.0	2.7	3.7	4.1	4.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-64.8	173.9	-22.2	58.2	31.8
EPS(지배순이익 기준)	-65.4	179.5	-22.9	59.8	31.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.0	13.2	9.7	14.8	18.0
ROE(지배순이익 기준)	5.1	13.8	10.1	15.6	18.9
ROA	1.5	3.9	2.8	4.2	5.2
안정성 (%)					
부채비율	248.6	232.5	251.9	250.8	238.1
순차입금비율	84.8	85.6	92.8	83.3	68.3
이자보상배율	3.5	3.8	3.6	5.0	6.0

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2022. 07. 01

만도 (204320)

BUY
TP 64,000원

중국의 셧다운 해방일지

Analyst 장문수
02-3787-2639 joseph@hmsec.com

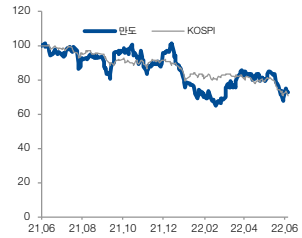
현재주가 (6/30)	47,550원
상승여력	34.6%
시가총액	2,233십억원
발행주식수	46,957천주
자본금/액면가	47십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	66,500원/42,550원
일평균 거래대금 (60일)	19십억원
외국인지분율	20.55%
주요주주	한라홀딩스 외 4 인 30.26%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.0	-4.9	-25.0
상대주가(%p)	1.9	12.0	-4.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	2,856	4,052	64,000
After	3,562	4,747	64,000
Consensus	4,182	5,278	68,412
Cons. 차이	-14.8%	-10.1%	-6.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q22 영업이익은 546억원(-28.8% yoy, OPM 3.4%)으로 컨센서스 24.0% 하회 전망. 지난 1Q22 실적 개선 요인이었던 美 BEV 업체와 로컬 업체의 중국 셧다운 영향으로 4월과 5월 가동률이 급락하며 실적에 부정적 영향. 북미와 인도 성장성은 여전히 긍정적
- 만도는 중국법인이 6월 현재 완전 가동되며 정상화 되었으며, 2H22 美 OEM 신규 공장 가동과 Ford 신규 플랫폼 투입, 기수주 받은 VW 서스펜션 유럽 양산 시작하며 매출 회복세 탄력적일 전망. 현 주가에서는 투자 매력도 높아 매수 추천. 투자의견 BUY, 목표주가 64,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 2Q22 Preview: 중국 가동 부진으로 기대 이하의 실적 기록

  1) 매출액 1.63조원(+9.3% yoy, -3.6% qoq), 영업이익 546억원(-28.8% yoy, -20.8% qoq, OPM 3.4%), 지배순이익 348억원(-55.6% yoy, +16.7% qoq) 기록 전망

  2) 영업이익기준 컨센서스 719억원(OPM 4.2%)을 24.0% 하회할 전망

  3) 요인: 美 BEV 고객과 로컬향 중국 매출은 4-5월 셧다운 영향으로 감소하며 1Q22 실적 성장을 견인한 중국 법인의 일시적 이익 감소 영향. 원자재가 상승에도 전분기와 유사하게 동사 영업이익률 영향은 전년동기비 1%p로 영향은 제한적일 전망
- Key Takeaways: 중국 셧다운 우려 해소로 가동 회복 기대. 추가되는 매출 성장세가 매력 포인트

  1) 2022년 6.91조원 매출액 목표 상회 전망: GM 전기차 플랫폼, 현대/기아 북미 ADAS 신규수주 등 목표 8.3조원 이상의 수주 총액 11조원을 달성하며 중장기 성장 기대. 북미, 중국, 인도 등 신규 프로젝트나 고객의 볼륨이 의미있게 늘어나며 국내, 북미, 인도 등 주요 시장에서의 두자리수 이상 매출 성장 목표. 원자재가, 운임비 상승에도 볼륨 증가로 부정 요인 상쇄

  2) 2H22 성장성 재부각 기대: 리비안 Ramp-up과 2022년 말 HMG향 레벨 3 채용으로 ADAS 부분의 성과가 가시화될 것으로 기대. 중국법인이 6월 현재 완전 가동되며 정상화 되었으며, 2H22 美 OEM 신규 공장 가동과 Ford 신규 플랫폼 투입, 기수주 받은 VW 서스펜션 유럽 양산 시작하며 매출 회복세 탄력적일 전망

주가전망 및 Valuation

- 중국 셧다운 영향을 받으며 부진한 2Q22 실적을 기록할 것으로 전망하나, 이를 바닥으로 하반기 괄목할 매출액과 이익 성장이 가시화될 전망. 북미 전기차 업체의 중국 가동률 회복과 미국 신규 공장의 가동 시작, Ford, VW 등 주요 OEM의 매출 증가세가 턴어라운드 기여
- 일시적 부진 해소 가능성에도 최근 낮아진 Valuation으로 투자 매력은 높아진 상황

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	5,564	89	6	394	123	-94.8	476.9	1.7	10.0	0.4	0.0
2021	6,147	232	167	559	3,559	2,787.0	17.8	1.5	7.7	9.3	1.3
2022F	7,008	297	167	718	3,562	0.1	13.4	1.1	5.0	8.3	1.8
2023F	7,870	363	223	869	4,747	33.3	10.0	1.0	4.0	10.3	1.9
2024F	8,603	434	271	986	5,782	21.8	8.3	0.9	3.3	11.4	2.0

*K-IFRS 연결 기준

현대차증권

<표1> 만도 2Q22 Preview: 영업이익은 546억원을 기록해 컨센서스 24.0% 하회

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q21	1Q22	2Q22E	% yoy	% qoq	Consensus	Diff (%)
매출액	1,487.5	1,687.8	1,626.3	9.3	(3.6)	1,707.5	(4.8)
영업이익	76.7	68.9	54.6	(28.8)	(20.8)	71.9	(24.0)
세전이익	102.2	52.7	44.3	(56.7)	(16.0)	67.2	(34.1)
지배순이익	78.3	29.8	34.8	(55.6)	16.7	49.4	(29.6)
영업이익률	5.2	4.1	3.4	(1.8)	(0.7)	4.2	(0.9)
세전이익률	6.9	3.1	2.7	(4.1)	(0.4)	3.9	(1.2)
지배순이익률	5.3	1.8	2.1	(3.1)	0.4	2.9	(0.8)

자료: 만도, Fnguide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

<표2> 만도 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	7,008	7,870	7,107	7,860	-1.4%	0.1%
영업이익	297	363	316	393	-6.1%	-7.5%
세전이익	253	324	204	279	23.9%	16.1%
당기순이익	188	251	152	216	23.9%	16.1%

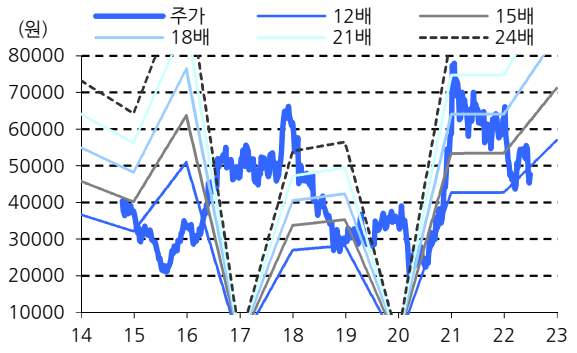
자료: 현대차증권

<표3> 목표주가 산정

목표 P/E(배)	14.8	①, COVID-19 이후 P/E 밴드 평균
적용 EPS(원)	4,391	②, 24MF EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	64,000	① X ②
전일 종가(원)	47,550	기준 주가 (2022.06.30)
Upside Potential (%)	34.6%	
투자의견	BUY	

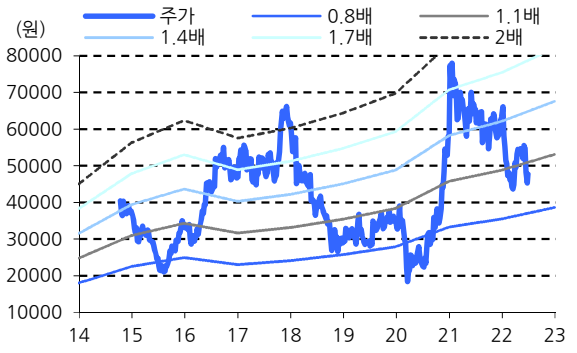
자료: 만도, 현대차증권

<그림1> P/E 밴드



자료: 만도, 현대차증권

<그림2> P/B 밴드



자료: 만도, 현대차증권

<표4> 만도 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	1,501.5	1,487.5	1,436.0	1,722.4	1,687.8	1,626.3	1,787.9	1,905.8	6,147.4	7,007.8	7,869.7
>한국	651.4	680.8	590.1	700.8	653.5	669.8	696.6	724.6	2,623.2	2,744.6	2,988.9
>중국	323.9	349.7	357.2	522.6	423.6	324.1	433.8	511.2	1,553.3	1,692.6	2,004.2
>미국	231.2	210.0	216.7	241.8	368.4	380.2	391.6	400.0	899.7	1,540.1	1,686.5
>기타	295.0	247.0	272.0	257.2	246.9	252.2	265.9	270.0	1,071.2	1,035.0	1,190.2
영업이익	71.8	76.7	53.2	30.6	68.9	54.6	80.6	92.5	232.3	296.7	363.3
세전이익	68.1	102.2	31.8	26.1	52.7	44.3	69.3	86.6	228.1	252.9	324.1
지배순이익	49.1	78.3	22.7	17.1	29.8	31.3	48.0	58.1	167.1	167.3	222.9
영업이익률	4.8	5.2	3.7	1.8	4.1	3.4	4.5	4.9	3.8	4.2	4.6
세전이익률	4.5	6.9	2.2	1.5	3.1	2.7	3.9	4.5	3.7	3.6	4.1
순이익률	3.3	5.3	1.6	1.0	1.8	1.9	2.7	3.1	2.7	2.4	2.8
% yoy											
매출액	14.6	46.8	(4.4)	(0.9)	12.4	9.3	24.5	10.6	10.5	14.0	12.3
>한국	4.1	30.4	(12.9)	(8.9)	0.3	(1.6)	18.0	3.4	1.1	4.6	8.9
>중국	86.3	19.4	10.7	17.0	30.8	(7.3)	21.4	(2.2)	25.7	9.0	18.4
>미국	(4.9)	99.4	(14.8)	1.0	59.4	81.0	80.7	65.4	6.8	71.2	9.5
>기타	10.3	165.0	10.1	(9.0)	(16.3)	2.1	(2.2)	5.0	20.3	(3.4)	15.0
영업이익	288.0	흑전	(19.0)	(61.9)	(4.0)	(28.8)	51.5	202.0	161.9	27.7	22.5
세전이익	389.1	흑전	(38.8)	(46.6)	(22.6)	(56.7)	118.3	232.0	4,289.3	10.9	28.2
지배순이익	489.2	흑전	(38.5)	(76.5)	(39.3)	(60.0)	111.7	240.0	흑전	0.1	33.3
% qoq											
매출액	(13.6)	(0.9)	(3.5)	19.9	(2.0)	(3.6)	9.9	6.6	-	-	-
>한국	(15.4)	4.5	(13.3)	18.8	(6.8)	2.5	4.0	4.0	-	-	-
>중국	(27.5)	8.0	2.1	46.3	(18.9)	(23.5)	33.9	17.9	-	-	-
>미국	(3.5)	(9.2)	3.2	11.6	52.4	3.2	3.0	2.1	-	-	-
>기타	4.4	(16.3)	10.1	(5.4)	(4.0)	2.2	5.4	1.6	-	-	-
영업이익	(10.7)	6.8	(30.7)	(42.4)	125.1	(20.8)	47.6	14.8	-	-	-
세전이익	39.3	50.0	(68.9)	(17.9)	102.1	(16.0)	56.7	24.9	-	-	-
지배순이익	(32.6)	59.4	(71.0)	(24.6)	74.3	5.0	53.3	21.1	-	-	-

자료: 만도, FnGuide, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	5,564	6,147	7,008	7,870	8,603
증가율 (%)	-7.0	10.5	14.0	12.3	9.3
매출원가	4,894	5,246	5,962	6,662	7,257
매출원가율 (%)	88.0	85.3	85.1	84.7	84.4
매출총이익	670	901	1,045	1,208	1,347
매출이익률 (%)	12.0	14.7	14.9	15.3	15.7
증가율 (%)	-19.7	34.5	16.0	15.6	11.5
판매관리비	581	669	749	844	913
판관비율(%)	10.4	10.9	10.7	10.7	10.6
EBITDA	394	559	718	869	986
EBITDA 이익률 (%)	7.1	9.1	10.2	11.0	11.5
증가율 (%)	-24.1	41.9	28.4	21.0	13.5
영업이익	89	232	297	363	434
영업이익률 (%)	1.6	3.8	4.2	4.6	5.0
증가율 (%)	-59.4	160.7	28.0	22.2	19.6
영업외손익	-87	-15	-47	-49	-50
금융수익	18	22	33	165	173
금융비용	68	59	62	203	212
기타영업외손익	-37	22	-18	-11	-11
종속/관계기업관련손익	3	10	3	9	11
세전계속사업이익	5	228	253	324	394
세전계속사업이익률	0.1	3.7	3.6	4.1	4.6
증가율 (%)	-97.2	4,460.0	11.0	28.1	21.6
법인세비용	-9	50	64	73	88
계속사업이익	14	179	188	251	306
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	14	179	188	251	306
당기순이익률 (%)	0.3	2.9	2.7	3.2	3.6
증가율 (%)	-88.1	1,178.6	5.0	33.5	21.9
지배주주지분 순이익	6	167	167	223	271
비지배주주지분 순이익	8	11	21	28	35
기타포괄이익	150	159	32	0	0
총포괄이익	164	337	220	251	306

(단위:십억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,407	2,944	3,147	3,622	4,151
현금성자산	561	852	856	1,112	1,428
단기투자자산	26	18	23	23	24
매출채권	1,334	1,360	1,446	1,599	1,749
재고자산	323	544	610	675	738
기타유동자산	162	161	201	202	202
비유동자산	2,531	2,760	2,757	2,768	2,775
유형자산	2,039	2,193	2,113	1,994	1,870
무형자산	125	114	201	311	421
투자자산	158	222	211	222	234
기타비유동자산	209	231	232	241	250
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,938	5,704	5,903	6,390	6,926
유동부채	2,032	2,130	2,047	2,310	2,569
단기차입금	109	127	151	251	351
매입채무	1,099	969	999	1,105	1,208
유동성장기부채	510	598	415	420	426
기타유동부채	314	436	482	534	584
비유동부채	1,197	1,531	1,666	1,678	1,693
사채	549	828	854	892	933
장기차입금	519	584	681	641	601
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	129	119	131	145	159
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,229	3,660	3,714	3,988	4,261
지배주주지분	1,638	1,954	2,078	2,261	2,490
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	603	603	603	603
자본조정 등	199	202	202	202	202
기타포괄이익누계액	67	187	217	217	217
이익잉여금	722	915	1,008	1,191	1,420
비지배주주지분	72	90	112	140	175
자본총계	1,710	2,044	2,190	2,401	2,665

(단위:십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	430	413	577	903	1,012
당기순이익	14	179	188	251	306
유형자산 상각비	254	280	363	405	410
무형자산 상각비	52	47	58	101	142
외환손익	0	0	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	52	-140	-111	-48	-47
기타	58	47	81	194	201
투자활동으로인한현금흐름	-144	-377	-447	-508	-548
투자자산의 감소(증가)	-9	-35	16	-3	-1
유형자산의 감소	21	39	11	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-178	-207	-269	-296	-296
기타	22	-174	-205	-220	-262
재무활동으로인한현금흐름	71	229	-134	-138	-148
차입금의 증가(감소)	141	65	97	-40	-40
사채의증가(감소)	-199	279	26	38	41
자본의 증가	0	1	0	0	0
배당금	-41	-9	-38	-40	-42
기타	170	-107	-219	-96	-107
기타현금흐름	-1	26	8	0	0
현금의증가(감소)	356	291	4	256	316
기초현금	205	561	852	856	1,112
기말현금	561	852	856	1,112	1,428

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	295	3,804	4,013	5,350	6,519
EPS(지배순이익 기준)	123	3,559	3,562	4,747	5,782
BPS(자본총계 기준)	36,407	43,535	46,636	51,137	56,757
BPS(지배지분 기준)	34,872	41,624	44,252	48,149	53,032
DPS	0	800	850	900	950
P/E(당기순이익 기준)	199.2	16.7	11.9	8.9	7.3
P/E(지배순이익 기준)	476.9	17.8	13.4	10.0	8.3
P/B(자본총계 기준)	1.6	1.5	1.0	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.7	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	10.0	7.7	5.0	4.0	3.3
배당수익률	0.0	1.3	1.8	1.9	2.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-88.3	1,188.6	5.5	33.3	21.9
EPS(지배순이익 기준)	-94.8	2,787.0	0.1	33.3	21.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.8	9.5	8.9	10.9	12.1
ROE(지배순이익 기준)	0.4	9.3	8.3	10.3	11.4
ROA	0.3	3.4	3.2	4.1	4.6
안정성 (%)					
부채비율	188.9	179.0	169.6	166.1	159.9
순차입금비율	64.2	61.5	55.3	44.1	31.9
이자보상배율	2.0	4.6	6.1	1.8	2.0

** K-IFRS 연결 기준*

Strategy Weekly
2022. 07.01

WEEKLY 자산배분 :

미국 1분기 GDP 역성장, 경기 침체 가능성은?

투자전략팀장
김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

1. 미국 1분기 GDP 역성장으로 경기 침체 우려 가중

- 미국 1분기 경제성장률이 전기 대비 연율 1.6% 감소하며 경기 침체 우려가 가중됨
- 일각에서는 이미 미국 경제가 침체에 빠졌다는 진단도 나오는 상황. 다만 존 윌리엄스 뉴욕 연방준비은행 총재는 올해 성장이 둔화하겠지만, 경기 침체를 예상하지는 않는다고 밝히며 일각의 경기 침체 주장을 일축함
- 애틀란타 연은의 2분기 GDP가 0%를 저점으로 재차 상향조정되고 있는 점 역시 2분기 역성장에 대한 우려를 완화하는 요인
- 현재 뉴욕 연은이 예상하는 1년내 경기침체확률은 6%로 경험적 위험신호인 30%를 크게 밑돌음
- 따라서 현재 상황은 경기둔화 사이클이지 경기 침체를 우려할 만한 상황이라고 해석하는 것은 과도하다는 판단

2. 향후 경기의 변수는 전쟁 종료 시점

- 다만 러시아-우크라이나 전이 장기화될 경우 리세션 우려가 우려가 높아질 수 있음
- 전쟁 장기화에 따른 공급 차질 리스크가 지속된다면 WTI 하향 안정화 가능성은 제한적. 이는 인플레 피크아웃 시점을 지연하는 요소. WTI가 배럴당 120달러를 터치하며 미국 5월 CPI는 41년만의 최고치인 YoY 8.6%를 기록, 시장예상치(8.3%)를 크게 상회한 바 있음
- 전면전이 장기화될 경우 상품 가격 급등과 공급망 충격의 지속으로 미국의 GDP가 역성장할 가능성에는 유의할 필요

3. 글로벌 자산배분 동향

- 주식 : 주간 (6/22~6/29일까지) 글로벌 주요 지수 수익률은 혼조된 모습. 경기 침체 가능성에 대한 우려에도 기대인플레이션의 완화와 기술적 반등에 혼조
- 채권 : 주요 채권지수의 주간 수익률은 혼조된 모습. 경기에 대한 우려가 지속되는 가운데 신흥국과 글로벌 하이일드 채권의 수익률 부진이 두드러짐
- 원자재 : 주간 상품지수 수익률은 음(-)의 수익률을 기록. 경기 침체 우려 속 산업금속 비중이 높은 CRB Index가 가장 부진한 수익률을 기록

Strategy Weekly
2022.07.01

오연구원의 채권전략 Insight

미국 경기침체 우려와 채권시장 진단 시사점

채권전략
오창섭
02) 3787-2385
cs.oh@hmsec.com

1. 채권금리 동향 – 수익률곡선 역전 지속

· 최근 국내 채권시장에서는 국내기관 채권투자 손실에 따른 수요기반 약화 속 채권금리 급등락 국면 전개

· 국내외 통화긴축 가속에 따른 투자심리 불안과 함께 국내 채권시장 수급상황 악화가 채권금리 급등락 배경

· 이와 함께 만기 5년 이상 영역 수익률곡선 기울기 역전(–)으로 인해 경기둔화 및 채권금리 정점 가능성 부각

2. 채권전략 이슈 – 경기침체 및 채권시장 관계

· 2022년 1/4분기 미국경제 성장률은 전기대비 연율로 1.6% 감소하며 코로나 사태 이후 처음으로 Minus(–) 성장

· 이와 함께 2/4분기에도 2분기 연속 GDP 감소 가능성이 부각하며 미국경제 경기침체(Recession) 우려 심화

· 그러나 미국경제는 아직까지 고용 호조와 함께 Recession 확률 지표 등에서 위험신호는 나타나지 않음

·

3. 채권투자 전략 – 안전자산 과도 vs. 투자심리 불안

· 다음주 주간 채권일정에서는 미국 6월 FOMC 회의록 공개가 예정된 가운데 국내 6월 소비자물가 발표에 주목할 필요

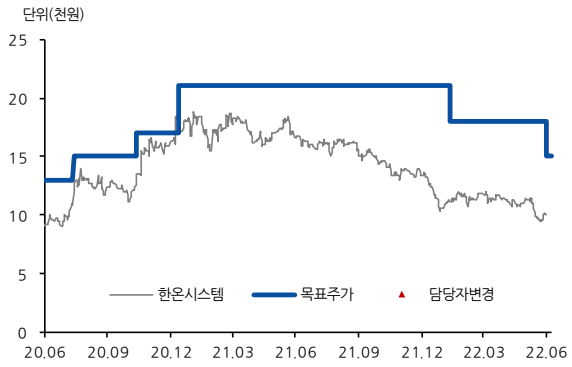
· 채권시장 일정은 미국 채권시장에서 주요 국채 입찰이 공백인 가운데 국내 채권시장에서 중장기 국채 입찰 중요

· 경제지표 일정에서는 미국 6월 FOMC 의사록 및 국내 6월 소비자물가 상승률 6%대 여부가 중요한 변수

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.04.16	BUY	13,000	-26.93	-15.38
2020.08.12	BUY	15,000	-16.76	-7.33
2020.11.11	BUY	17,000	-7.60	8.53
2021.01.13	BUY	21,000	-17.67	-10.24
2021.07.13	AFTER 6M	21,000	-31.14	-21.43
2022.02.11	BUY	18,000	-37.96	-33.06
2022.07.01	BUY	15,000		

▶ 최근 2년간 한온시스템 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.04.16	M.PERFORM	24,000	2.31	-7.71
2020.07.31	M.PERFORM	28,000	16.18	40.36
2020.10.15	M.PERFORM	38,000	28.71	110.00
2021.01.13	M.PERFORM	70,000	-3.23	-17.00
2021.05.03	BUY	70,000	-6.53	4.86
2021.06.10	M.PERFORM	77,000	-14.63	-12.86
2021.07.05	M.PERFORM	75,000	-16.68	-14.27
2021.08.02	M.PERFORM	70,000	-13.67	-7.43
2021.10.13	BUY	70,000	-9.76	-8.14
2021.11.01	M.PERFORM	65,000	-9.40	1.69
2022.02.10	M.PERFORM	57,000	-19.17	-10.88
2022.04.04	BUY	61,000	-13.11	-8.52
2022.05.02	BUY	64,000	-19.05	-12.97
2022.07.01	BUY	64,000		

▶ 최근 2년간 만도 주가 및 목표주가

▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2021.07.01~2022.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	89.1%
보유	19건	10.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.