

2018 산업 Outlook | 2017. 11. 23

# 자동차부품

기대와 현실 사이

박인우

(02)3774-3763

Inwoo.park@miraeasset.com

## Contents

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| [요약] 기대와 현실 사이                 | 3  |
| I. [2017 Review] 중국, 새 정부, 전기차 | 4  |
| II. 2018년 중국은 기대치를 낮춰야         | 5  |
| III. 2018년 ADAS 시장 성장 가속화      | 6  |
| IV. 2018년 xEV 부품은 수주 내용이 중요    | 9  |
| V. 투자 전략 및 종목 요약               | 12 |
| VI. Top Picks 및 관심종목           | 13 |
| (Top Picks) 현대모비스, 한라홀딩스       |    |
| (관심종목) 한온시스템, 만도               |    |

# [요약] 기대와 현실 사이

## 2018년 전망 1) 중국은 기대치를 낮춰야

- 현대차그룹 중국 출하 전망: 2017F 116만대 → 2018F 150만대 vs. 2016년 179만대
- 경쟁심화로 현대차그룹 중국 판매 회복은 제한적 + 부품업체들의 납품단가 인하 압력은 지속될 것
- 한국 부품업체들의 중국 사업 수익성은 가동률 회복으로 일부 개선되겠지만 그 폭은 제한적일 전망

## 2018년 전망 2) ADAS 시장 성장 가속화

- 글로벌 안전기능 자동화 규제 본격화 → 2018F ADAS 시장 22% YoY 성장 전망
  - 중국 12개 메이저 로컬 업체들이 2018년 출시되는 신차부터 ESC를 기본 장착하기로
  - 현대차그룹은 2018년부터 내수/북미에 출시되는 신차에 AEB 사양을 기본 장착하기로
- 당분간 ADAS 시스템 업체들과 센서 업체들의 수혜가 지속될 전망 → 만도와 한라홀딩스

## 2018년 전망 3) xEV 부품은 수주 내용이 중요

- 완성차 업체들의 xEV 라인업 확대가 본격화되고 있음. xEV 시장 성장은 당위적이나 문제는 가격
- 부품업체들은 수주도 중요하지만 pricing power가 있어야 실제 이익으로 연결 → 한온시스템 정도
- 모터와 파워일렉트로닉스는 완성차들이 내재화 추세 → 현대모비스는 규모의 경제 효과 가능

## 성장성만큼 안정성도 중요

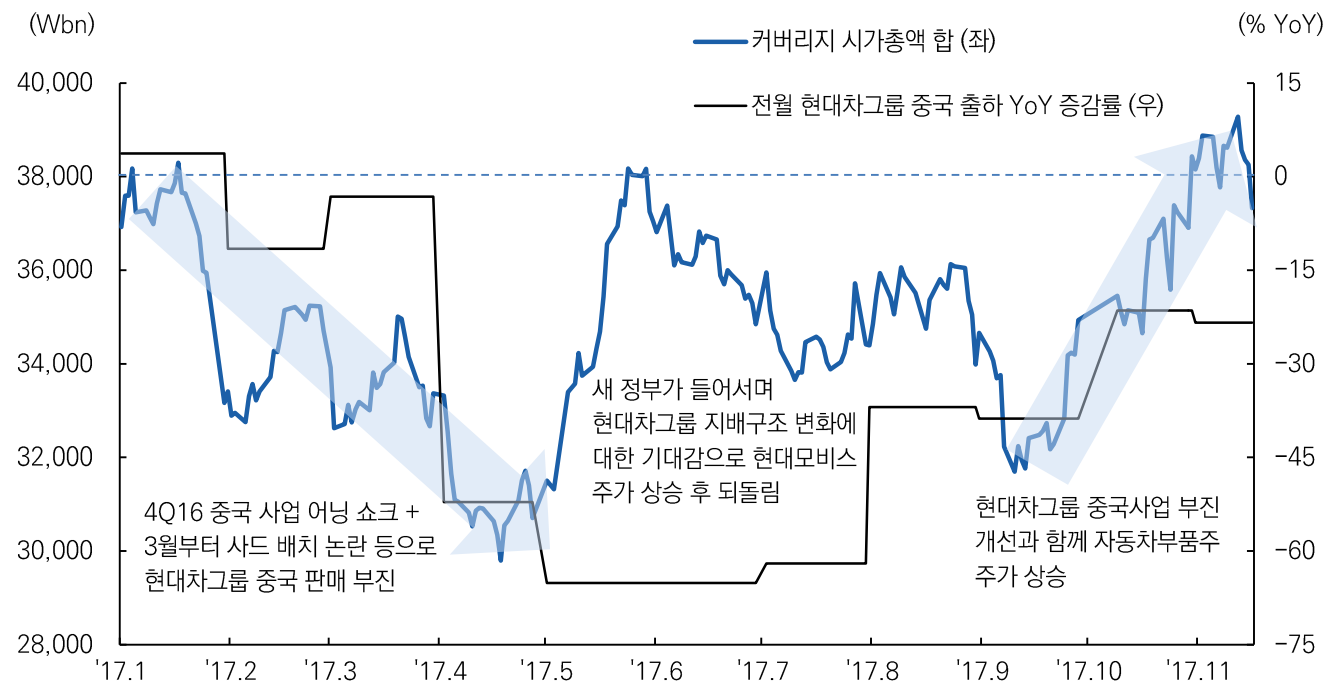
- ADAS, xEV 부품 등 신사업 성장성과 매출 비중만 놓고 보면 만도와 한온시스템이 매력적
- 하지만 두 종목은 성장성에 대한 기대감이 주가에 적극적으로 반영. 조정시 매수 전략이 유효
- 현시점 Top Picks는 현대모비스(매수/TP 31만원)와 한라홀딩스(매수/TP 87,000원)
- 현대모비스: 부품 사업만으로도 시가총액 중 24조원이 설명 가능. xEV 파워트레인 매출 본격 성장
- 한라홀딩스: 2018년에 만도헬라일렉트로닉스 매출 고성장 재개. 자회사 지분가치 상승분도 반영돼야

# I. 2017년 Review

## 중국, 새 정부, 전기차

- 2017년 한국 자동차부품 업종 주가의 핵심 변수는 중국이었음. 1~4월과 9~11월에 두드러지게 확인
- 5월 새 정부가 출범한 시점 전후로 현대차그룹 지배구조 변화에 대한 기대감이 잠시 현대모비스 주가 변동을 키우기도 했음
- 6월부터 전기차 테마 강세. 한온시스템은 실제로 대규모 수주까지 거두며 10월까지 주가 강세 시현

자동차부품 커버리지 시가총액 합 vs. 전월 현대차그룹 중국 출하 YoY 증감률 비교



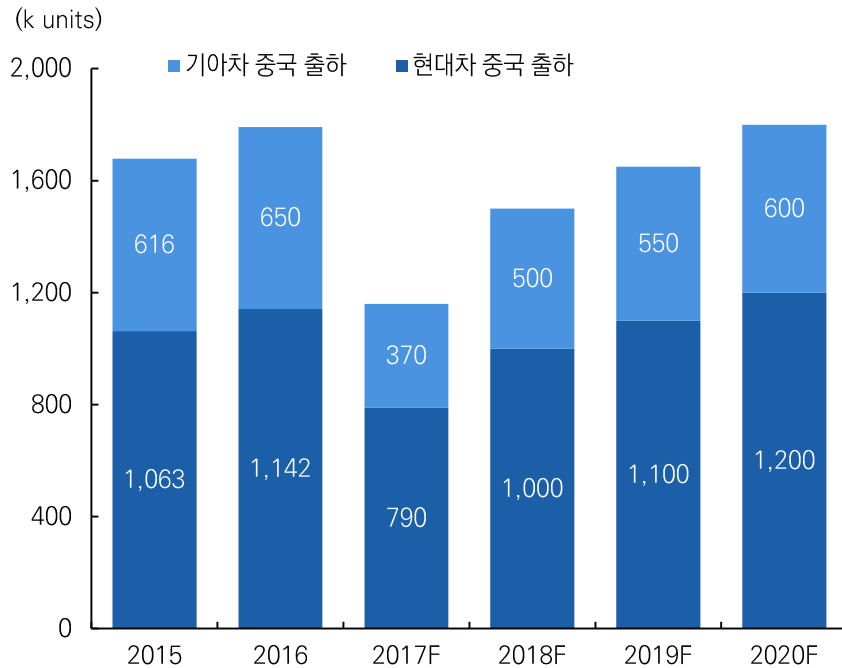
자료: Wisefn, 현대차, 기아차, 미래에셋대우 리서치센터

## II. 2018년 중국은 기대치를 낮춰야

### 제한적 회복 전망

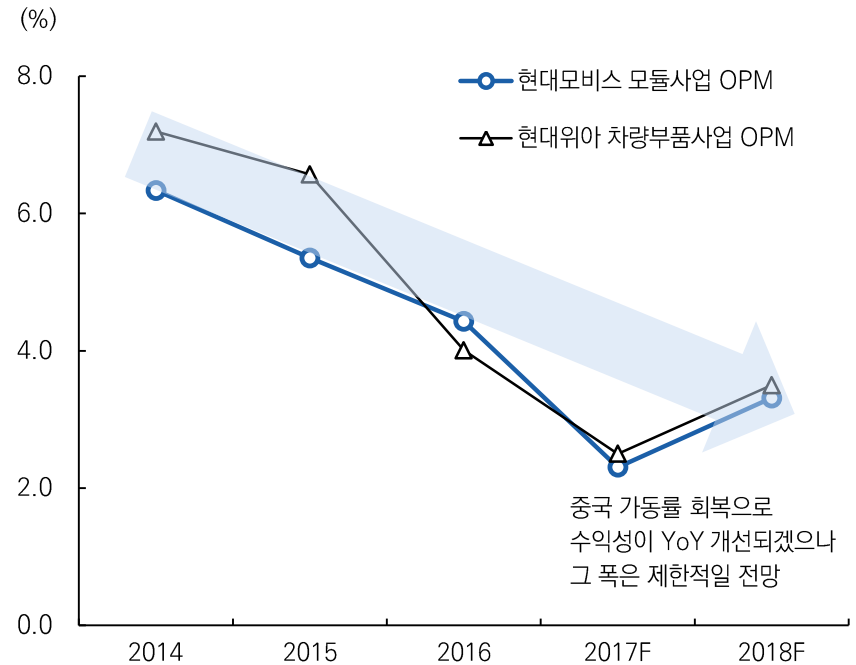
- 현대차그룹 중국 출하 전망: 2017F 116만대 → 2018F 150만대 vs. 2016년 179만대
- 사드 배치 이슈 외에 중국 내 경쟁심화도 현대차그룹 중국 판매 감소의 주 요인
- 한편, 중국에서 부품업체들의 납품단가 인하 압력은 지속될 것
- 2018년 부품업체들의 중국 사업 수익성은 가동률 회복으로 일부 개선되겠으나 그 폭은 제한적일 전망

현대차그룹 중국 출하: 2020년에서야 2016년 수준까지 회복 전망



자료: 현대차, 기아차, 미래에셋대우 리서치센터

중국 납품단가 인하 압력은 지속되는 이슈



자료: 현대모비스, 현대위아, 미래에셋대우 리서치센터

# III. 2018년 ADAS 시장 성장 가속화

## 2018년 글로벌 안전기능 자동화 규제 본격화

- 중국은 2018년부터 ESC(전자식 주행안정장치) 및 AEB(긴급제동장치) 사양을 NCAP 인센티브화  
→ 중국 12개 메이저 로컬 업체들이 2018년 출시되는 신차부터 ESC를 기본 장착하기로 함
- 현대차그룹은 한국과 미국에서 강화되는 AEB 규제에 대응하기 위해 2018년 내수와 북미에 출시되는 신차부터 AEB(현대차그룹명은 FCA) 사양을 기본 장착하기로 함

| Country/Region | NCAP/Mandate     | System            | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012           | 2013 | 2014 | 2015 | 2016         | 2017 | 2018                         | 2019 | 2020                         | 2021 | 2022  | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------|------------------|-------------------|------|------|------|------|------|----------------|------|------|------|--------------|------|------------------------------|------|------------------------------|------|-------|------|------|------|
| China          | NCAP Proposal    | AEBS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      | 5*+ (****)                   |      | 5*+ (****)                   |      |       |      |      |      |
| China          | NCAP Proposal    | ESC               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      | 5*+ (****)                   |      | 5*+ (****)                   |      |       |      |      |      |
| European Union | Mandate          | ABS               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | Mandate          | ESC               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | Mandate          | AEBS (HCV)        |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | Mandate          | LDWS (HCV)        |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | NCAP             | AEBS              |      |      |      |      |      |                |      | 5*   |      | Pedestrian   |      | Bicycle                      |      | Crossing, Junction & Head-On |      |       |      |      |      |
| European Union | NCAP             | LDWS              |      |      |      |      |      |                |      | 5*   |      | Lane Keeping |      | Road Edge & Evasive Steering |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | NCAP             | BSD               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | NCAP             | Speed Alert-TSR   |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| European Union | Mandate          | ABS (Motorcycles) |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| Japan          | Mandate          | ESC               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| Japan          | Mandate          | AEBS (HCV)        |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| Japan          | Mandate          | LDWS (HCV)        |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| Japan          | NCAP             | AEBS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      | 5*           |      | Update                       |      |                              |      |       |      |      |      |
| Japan          | NCAP             | LDWS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      | 5*           |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| South Korea    | Mandate          | ESC               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| South Korea    | NCAP             | AEBS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      | 5*           |      | Update                       |      |                              |      |       |      |      |      |
| South Korea    | NCAP             | LDWS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      | 5*           |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | NCAP             | AEBS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      | 5* (**)                      |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | NCAP             | AHB               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      | 5* (**)                      |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | NCAP             | BSD               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      | 5* (**)                      |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | NCAP             | FCW               |      |      |      |      |      | Recommend only |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | NCAP             | LDWS              |      |      |      |      |      | Recommend only |      |      |      |              |      | 5* (**)                      |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | Mandate          | ESC               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | Mandate          | Backup Camera     |      |      |      |      |      |                |      |      |      | New Models   |      | All Models                   |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | Mandate Proposal | FCW               |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      |       |      |      |      |
| USA            | NHTSA Agreement  | AEBS              |      |      |      |      |      |                |      |      |      |              |      |                              |      |                              |      | (***) |      |      |      |

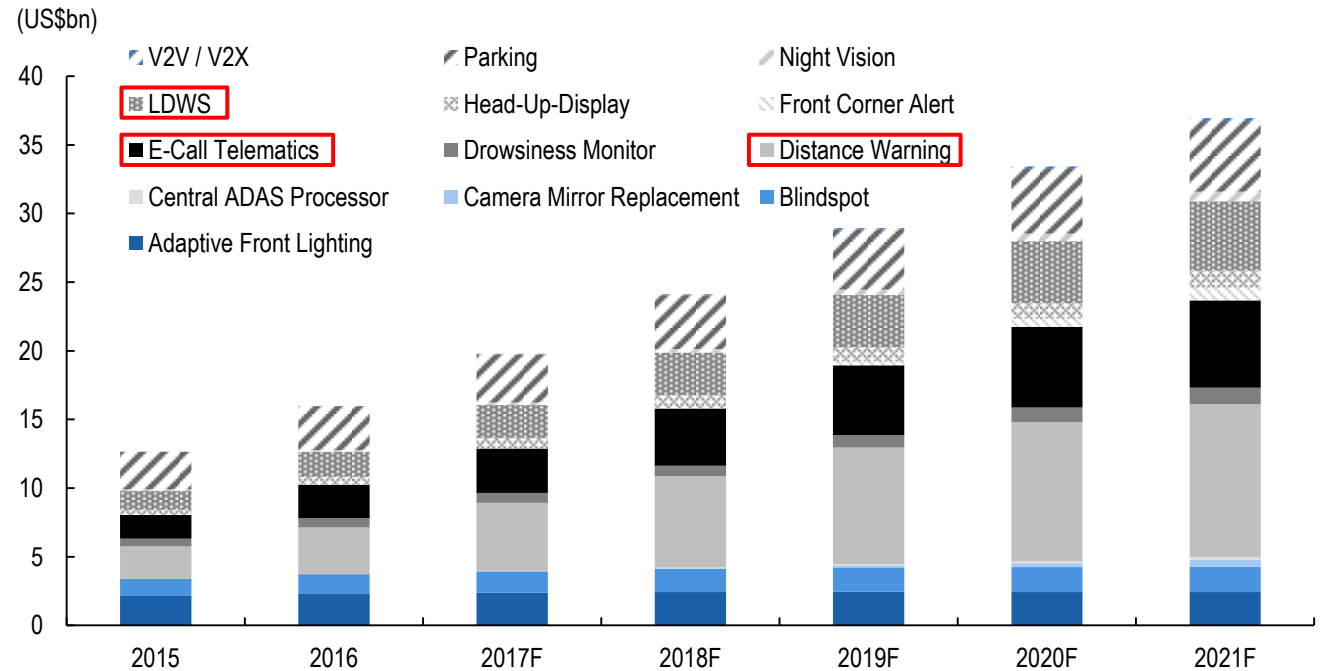
자료: Strategy Analytics, 미래에셋대우 리서치센터

# III. 2018년 ADAS 시장 성장 가속화

## 구조적 성장. 2021년까지 연평균 18% 성장 전망

- 글로벌 ADAS 시장 규모: 2016년 US\$160억 → 2021년 US\$370억 (CAGR 18%) 성장 예상
- 2018년 ADAS 시장 규모는 US\$241억(+22% YoY) 수준으로 예상
- 시장 규모 및 성장 속도 측면에서 눈에 띄는 핵심 ADAS 기능 세 가지: 1) Distance Warning, 2) E-Call Telematics, 3) LDWS. 모두 안전기능 자동화 규제와 연계

ADAS 시장 전망: 2016년 US\$160억 → 2021년 US\$370억 (CAGR 18%)



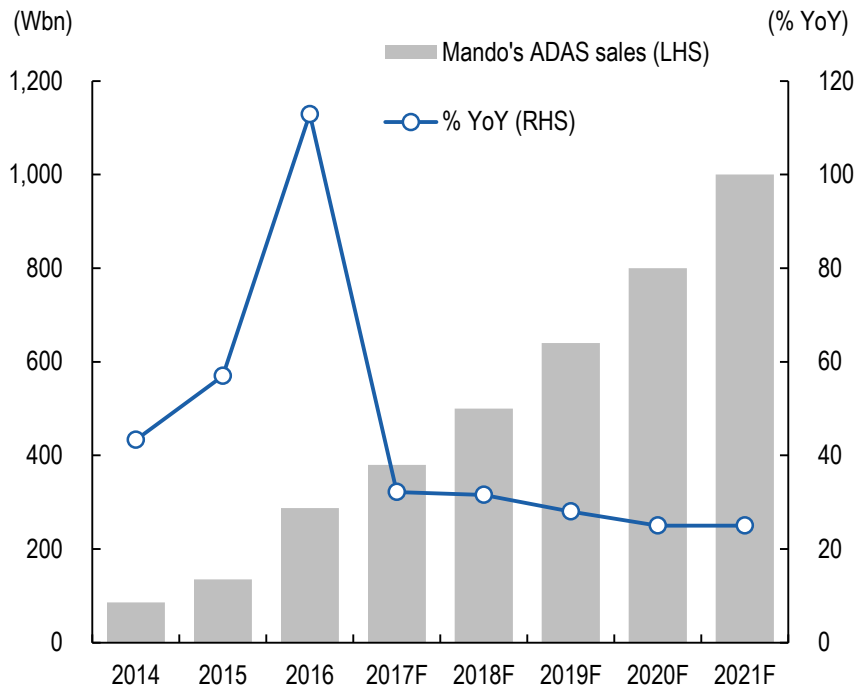
자료: Strategy Analytics, 미래에셋대우 리서치센터

# III. 2018년 ADAS 시장 성장 가속화

## 시스템 및 센서 업체들의 수혜 지속

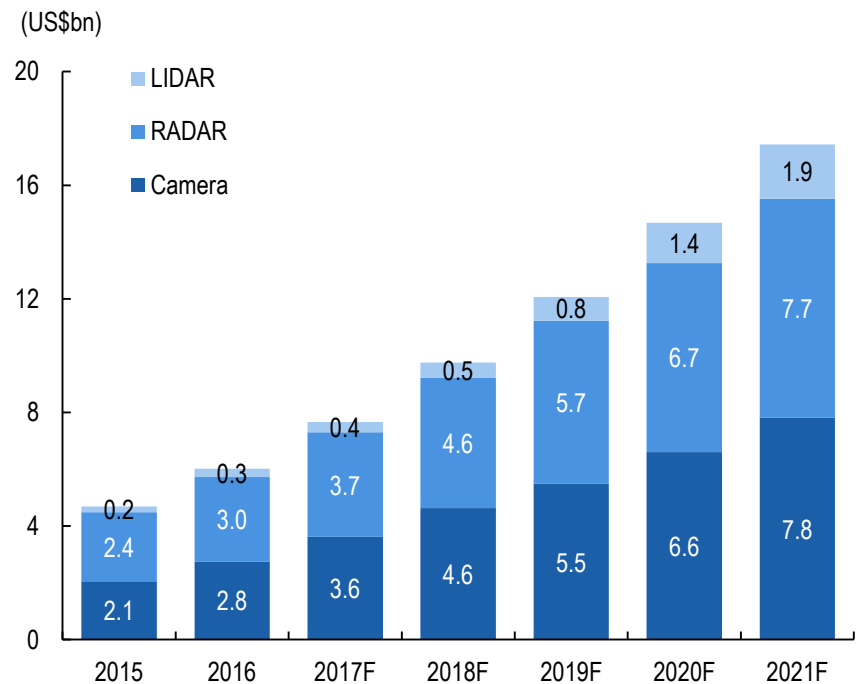
- ADAS 시장 성장은 이미 기업들의 실적에서 확인 가능
- 만도의 ADAS 매출은 2016년 113% YoY 증가한 데 이어 올해도 3분기 누적으로 36% YoY 증가. ADAS 영업이익률도 규모의 경제 효과가 발현되며 3Q17에 5.0%까지 개선
- 당분간 ADAS 시스템 업체들과 센서 업체들의 수혜가 지속될 전망

만도의 ADAS 매출 추이 및 전망



자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

ADAS용 센서 시장: 2021년까지 연평균 24% 성장 전망



자료: Strategy Analytics, 미래에셋대우 리서치센터

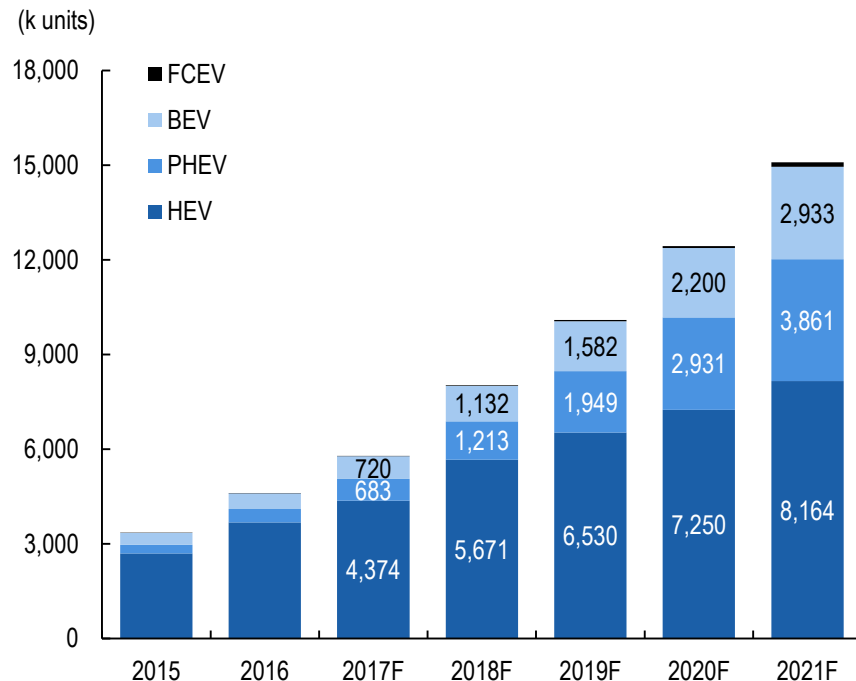


# IV. 2018년 xEV 부품은 수주 내용이 중요

## xEV 시장은 성장을 강요 받고 있음

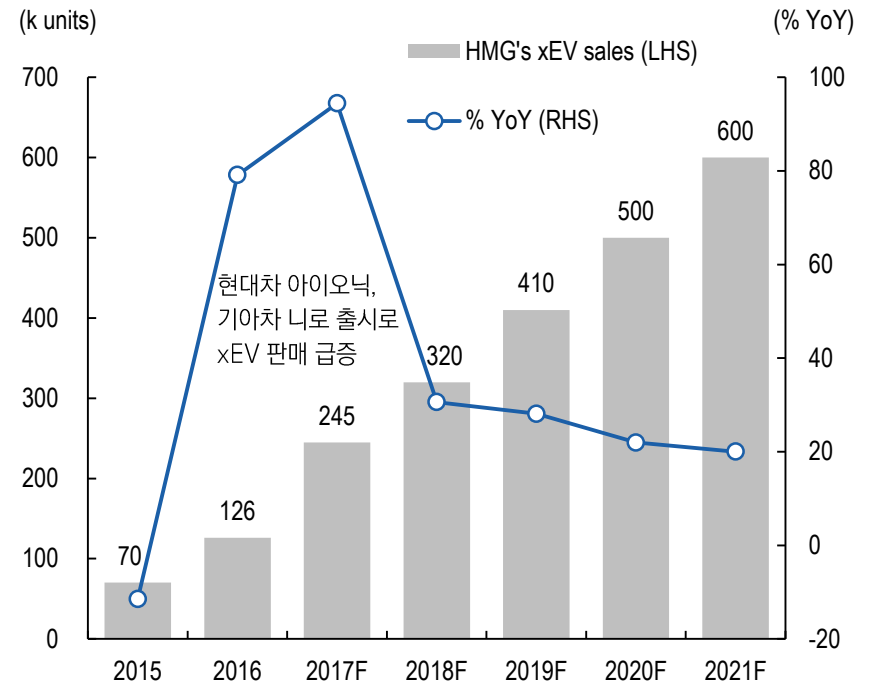
- (유럽) 디젤 게이트 이후 디젤 판매 위축 → CO2 규제 충족을 위해 유럽 업체들은 xEV 개발 박차
- (중국) 2017년부터 NEV 구매 보조금 축소. 2019년부터 NEV 크레딧 제도 도입 → 중국 업체들은 스스로 자생력을 확보하기 위해 노력 중
- (미국) 2018년부터 10개주의 ZEV 프로그램 대폭 강화 + Tesla Model 3 본격 양산 → 메이저 업체들의 xEV 라인업 대폭 확충

글로벌 친환경차 판매 추이 및 전망: 2020년 PHEV+EV 510만대 예상



주: HEV에는 Mild HEV도 포함  
자료: Strategy Analytics, 미래에셋대우 리서치센터

현대차그룹 친환경차 판매 추이 및 전망 (출하 기준)



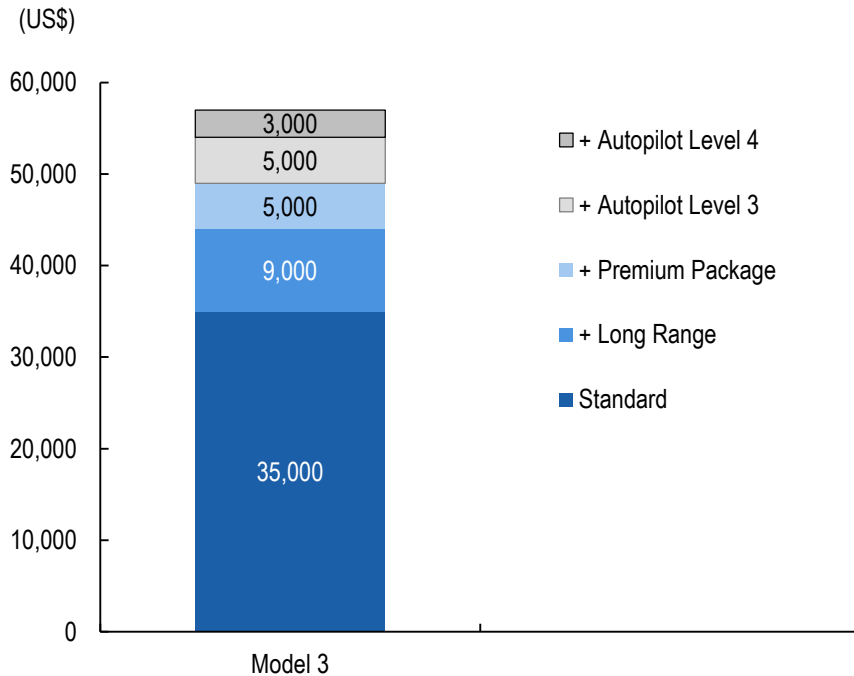
자료: 현대차, 기아차, 미래에셋대우 리서치센터

# IV. 2018년 xEV 부품은 수주 내용이 중요

## 하지만 문제는 가격

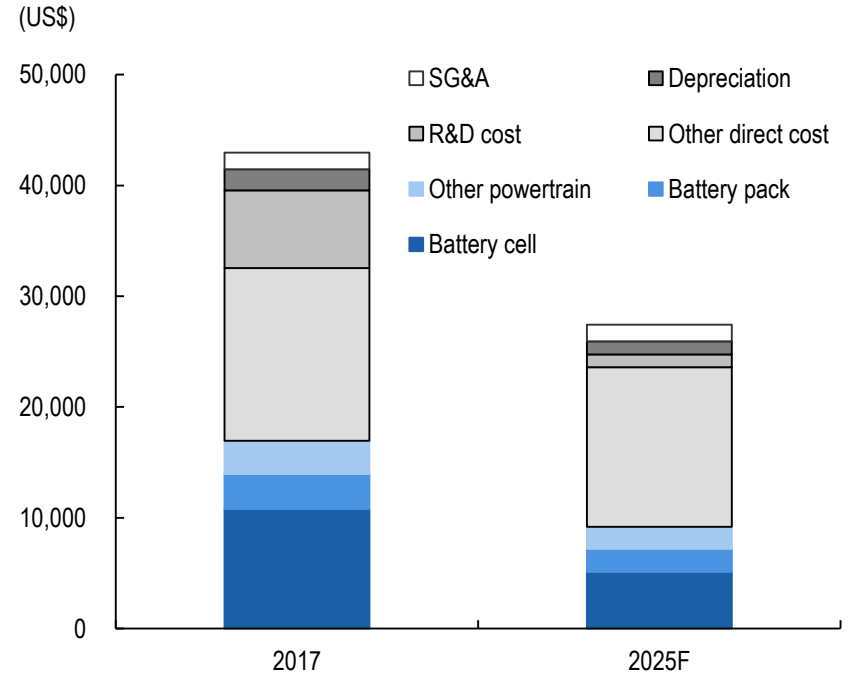
- ADAS/자율주행 기술과 비교해 전기차 기술 구현을 위해 추가되는 비용 규모는 현저히 큼
  - 60kWh급 전기차의 대당 제조/판매 비용은 US\$4만 이상
  - 소비자들은 가격 상승 대비 효용 관점에서 적극적으로 전기차를 구매할 유인이 부족
- 완성차 업체들의 xEV 사업은 결국 제조/판매 비용 인하를 통한 수익성 확보가 핵심

테슬라 모델 3, 시작은 US\$3.5만이지만 제대로 타려면 US\$5만 이상



자료: Tesla, 미래에셋대우 리서치센터

60kWh급 전기차의 대당 제조원가 및 판매관리비 전망



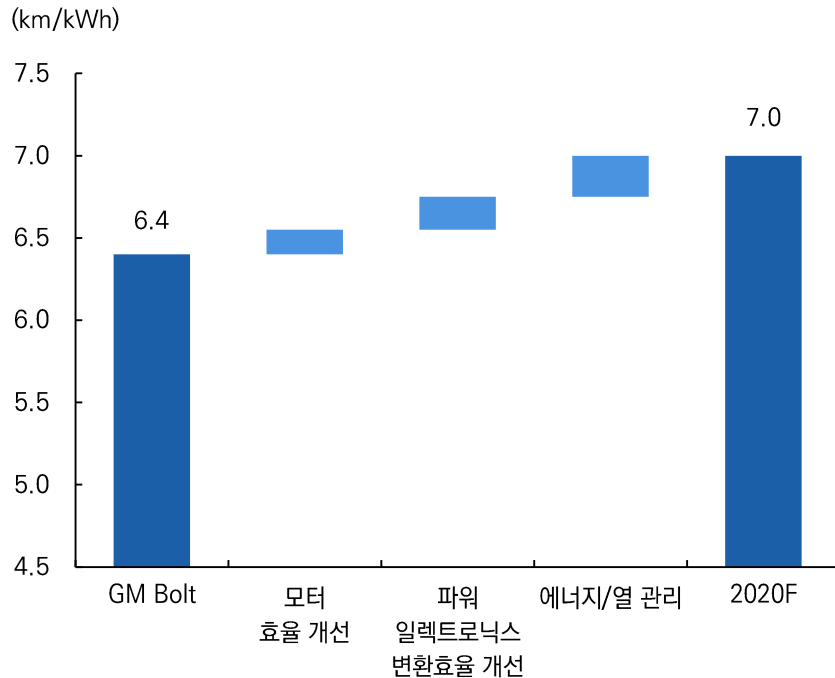
자료: GM, 미래에셋대우 리서치센터

# IV. 2018년 xEV 부품은 수주 내용이 중요

## 부품사는 Pricing power가 필요함

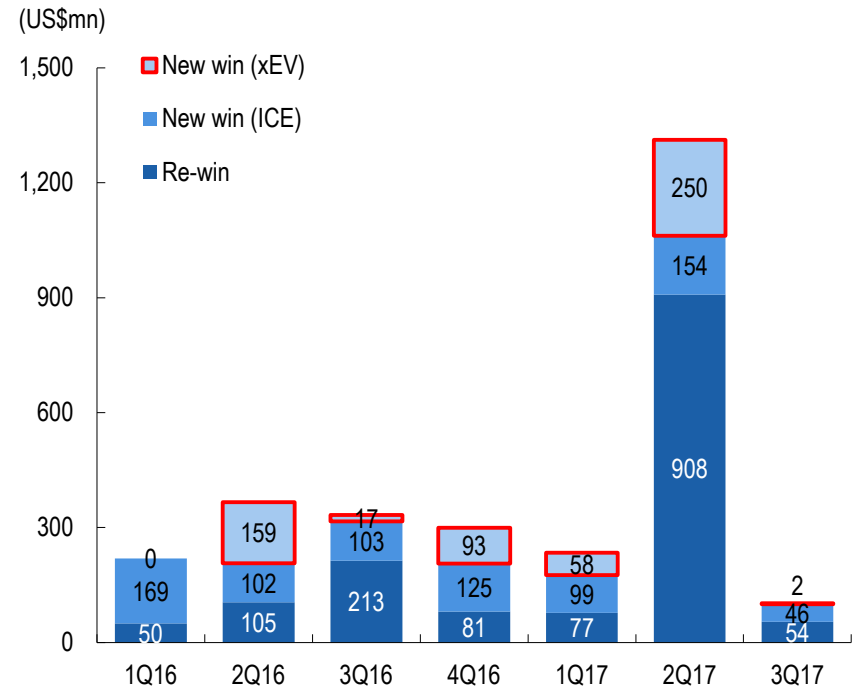
- xEV 부품에서 부품사가 가격 협상력을 주도하기 위해 필요한 요소들: 1) xEV의 메커니즘상 혹은 에너지 효율 개선을 위해 반드시 필요한 제품인가? 2) 에너지 효율성에 기반한 기술력과 대량 양산 경험/능력을 모두 보유하고 있는가? → 한온시스템 정도
- 한편, 모터와 파워일렉트로닉스 등 파워트레인 영역은 완성차 업체들이 내재화하여 원가 경쟁력을 확보해 나가려는 추세 → 현대모비스는 규모의 경제 효과 가능

60kWh급 배터리 전기차의 에너지 효율 추가 개선 여지



자료: 미래에셋대우 리서치센터

한온시스템의 분기별 수주 신규 추이: 2Q17에 xEV 부품 수주 급증



자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

# V. 투자 전략 및 종목 요약

## 성장성만큼 안정성도 중요

- ADAS, xEV 부품 등 신사업 성장성과 매출 비중만 놓고 보면 만도와 한온시스템이 매력적
  - 하지만 두 종목 모두 성장성에 대한 기대감이 주가에 적극적으로 반영됨
  - 두 종목은 주가 조정시 매수 전략 대응이 적절
- 실적 안정성, 신사업 성장성, Valuation 매력까지 함께 고려한 Top Picks는 현대모비스와 한라홀딩스

### 종목 요약

Top Pick

Top Pick

|                            | 현대모비스                        | 한온시스템                                     | 만도              | 현대위아       | 한라홀딩스                       |
|----------------------------|------------------------------|---|-----------------|------------|-----------------------------|
| Valuation                  |                              |   |                 |            |                             |
| 2018F Sales growth (% YoY) | 6.2                          | 8.0                                       | 9.3             | 9.6        | 6.3                         |
| 2018F OP growth (% YoY)    | 18.4                         | 13.4                                      | 184.5           | 94.2       | 69.2                        |
| 2018F EPS growth (% YoY)   | 19.4                         | 22.3                                      | 549.2           | 118.4      | 29.1                        |
| 2018F P/E (x)              | 8.4                          | 18.1                                      | 14.2            | 10.3       | 8.5                         |
| 2018F P/B (x)              | 0.7                          | 3.1                                       | 1.8             | 0.5        | 0.7                         |
| 2018F ROE (%)              | 9.2                          | 18.2                                      | 13.7            | 5.1        | 8.3                         |
| 신성장 동력                     |                              |   |                 |            |                             |
| 아이템                        | ADAS 및 자율주행 부품<br>친환경차 파워트레인 | 친환경차 공조/열관리 시스템                           | ADAS 및 자율주행 부품  | 친환경차 파워트레인 | ADAS 센서<br>(자회사 만도헬라일렉트로닉스) |
| 2016 매출 비중                 | 2.1% (0.5%+1.6%)             | 5.5%                                      | 4.9%            | 0.0%       | 11.0%                       |
| 2021F 매출 비중 예상             | 7.3% (1.3%+6.0%)             | 17.8%                                     | 12.8%           | 2.6%       | 19.8%                       |
| ~2021F 매출 CAGR             | 32%                          | 33%                                       | 28%             | -          | 26%                         |
| ~2021F 산업 CAGR             | ADAS 18%, 친환경차 27%           | 친환경차 27%                                  | ADAS 18%        | 친환경차 27%   | ADAS 18%                    |
| 주요 고객                      | HMG                          | HMG, Tesla, BMW,<br>Jaguar-Land Rover, VW | HMG, 쌍용차, 중국OEM | HMG        | 만도                          |
| 수익성                        | 적자                           | 평균마진 이하                                   | 평균마진 수준         | -          | 평균마진 수준                     |
| 2016 연구개발비 비중              | 6.0% (핵심/전장 매출대비)            | 4.1%                                      | 4.8%            | 0.9%       | 2.4%                        |

주: 2017/11/21 종가 기준. 만도와 한라홀딩스의 2018년 이익 성장률이 크게 보이는 것은 만도가 2017년 실적에 통상임금 소송관련 총당금 및 비용(총 1,793억원)을 반영했기 때문

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

## 사업구조 변화 긍정적

| (유지)              | 매수      |
|-------------------|---------|
| 목표주가(원, 12M)      | 310,000 |
| 현재주가(17/11/21, 원) | 254,000 |
| 상승여력              | 22%     |

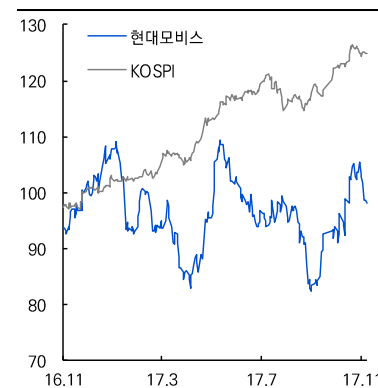
|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| 영업이익(17F, 십억원)           | 2,403           |
| Consensus 영업이익(17F, 십억원) | 2,405           |
| EPS 성장률(17F, %)          | -18.7           |
| MKT EPS 성장률(17F, %)      | 46.1            |
| P/E(17F, x)              | 10.0            |
| MKT P/E(17F, x)          | 10.3            |
| KOSPI                    | 2,530.70        |
| 시가총액(십억원)                | 24,725          |
| 발행주식수(백만주)               | 97              |
| 유동주식비율(%)                | 67.1            |
| 외국인 보유비중(%)              | 48.9            |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.72            |
| 52주 최저가(원)               | 213,500         |
| 52주 최고가(원)               | 283,000         |
| 주가상승률(%)                 | 1개월 6개월 12개월    |
| 절대주가                     | 2.4 -7.0 4.3    |
| 상대주가                     | 0.8 -15.9 -19.0 |

## 투자포인트

- 사업구조가 긍정적으로 변모 중
  - 부품(A/S) 사업의 영업이익 기여도: 2016년 52% → 2017F 72% → 2018F 64%
  - 부품 사업만으로도 현대모비스 시가총액 중 24조원이 설명 가능(부품 사업 P/E 13배 적용시)
  - 안정적으로 현금을 창출하는 사업(부품 사업)에 기반한 신성장 사업(xEV, ADAS) 투자
- xEV 파워트레인 및 ADAS 사업 매출은 향후 5년간 연평균 32%씩 성장 전망
  - 현대차그룹 xEV 판매량은 2018년부터 30만대 초과 예상 → 현대모비스 규모의 경제 확보 가능
  - ADAS 핵심 센서 기술 내재화 추진 → 중장기적으로 캡티브 마켓 내 ADAS 납품 M/S 상승 가능

## Valuation

- 잔여이익모델기반 목표주가 31만원. 2018F EPS 추정치의 10배 수준(vs. 글로벌 피어 평균 14배)



| 결산기 (12월)  | 12/14  | 12/15  | 12/16  | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 35,127 | 36,020 | 38,262 | 36,189 | 38,445 | 40,171 |
| 영업이익 (십억원) | 3,141  | 2,935  | 2,905  | 2,403  | 2,845  | 2,973  |
| 영업이익률 (%)  | 8.9    | 8.1    | 7.6    | 6.6    | 7.4    | 7.4    |
| 순이익 (십억원)  | 3,422  | 3,055  | 3,038  | 2,468  | 2,948  | 3,057  |
| EPS (원)    | 35,157 | 31,387 | 31,205 | 25,356 | 30,283 | 31,398 |
| ROE (%)    | 15.8   | 12.5   | 11.2   | 8.3    | 9.2    | 8.8    |
| P/E (배)    | 6.7    | 7.9    | 8.5    | 10.0   | 8.4    | 8.1    |
| P/B (배)    | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |
| 배당수익률 (%)  | 1.3    | 1.4    | 1.3    | 1.4    | 1.5    | 1.6    |

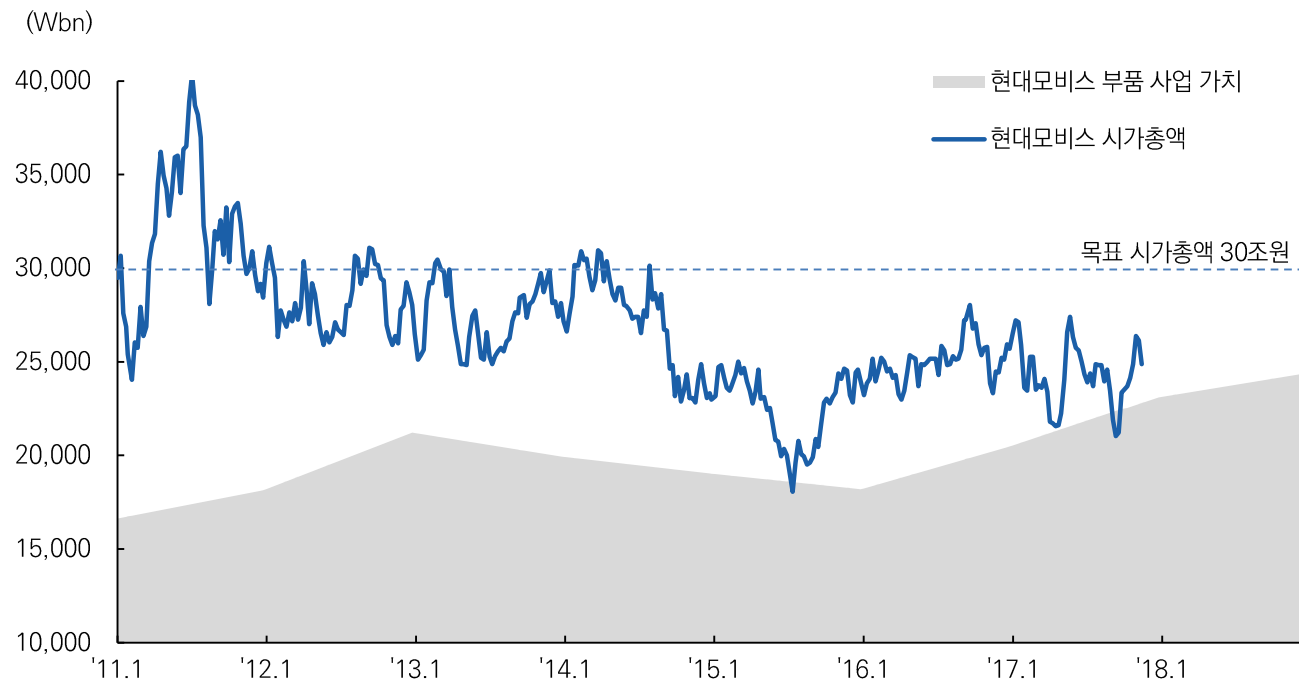
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터

## 부품 사업만으로도 시가총액 24조원 설명 가능

- 부품 사업의 구조적 성장이 지속 중. 매출액은 미주 및 유럽의 순정품 판매 호조로 2016년부터 매출 성장 재개. OPM은 물류비 절감 및 재고관리 효율화를 기반으로 25%대까지 개선 (vs. 2015 21.3%)
- 2018F 부품 사업 영업이익은 1.81조원으로 예상. 전체 영업이익의 60% 이상을 담당할 것
- 부품 사업의 가치만으로 현대모비스 시가총액 중 24조원이 설명 가능. 주가 하방이 높아지고 있음

현대모비스 시가총액 vs. 부품 사업 가치(P/E 13배 적용)

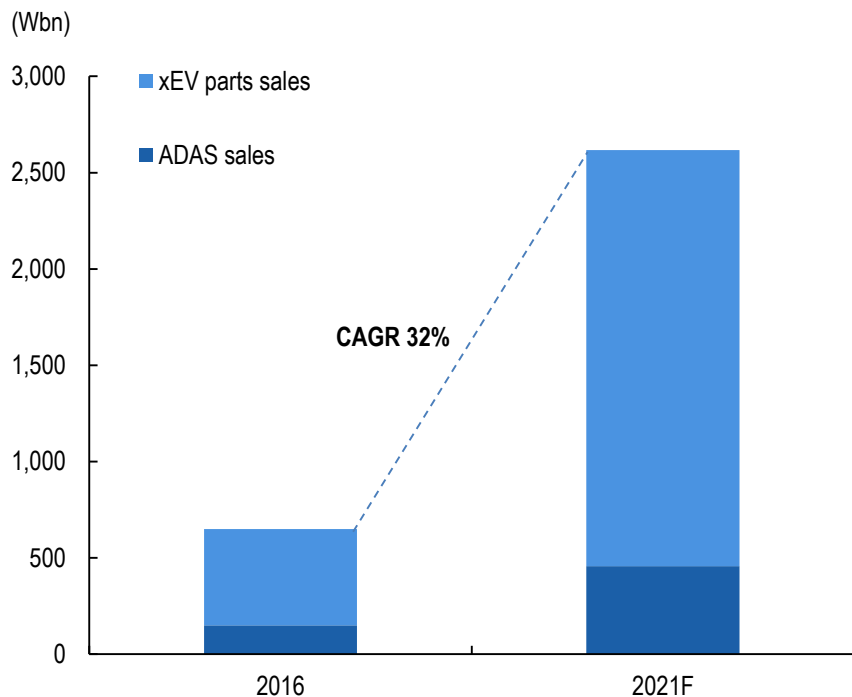


자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 신사업 성장 가속화

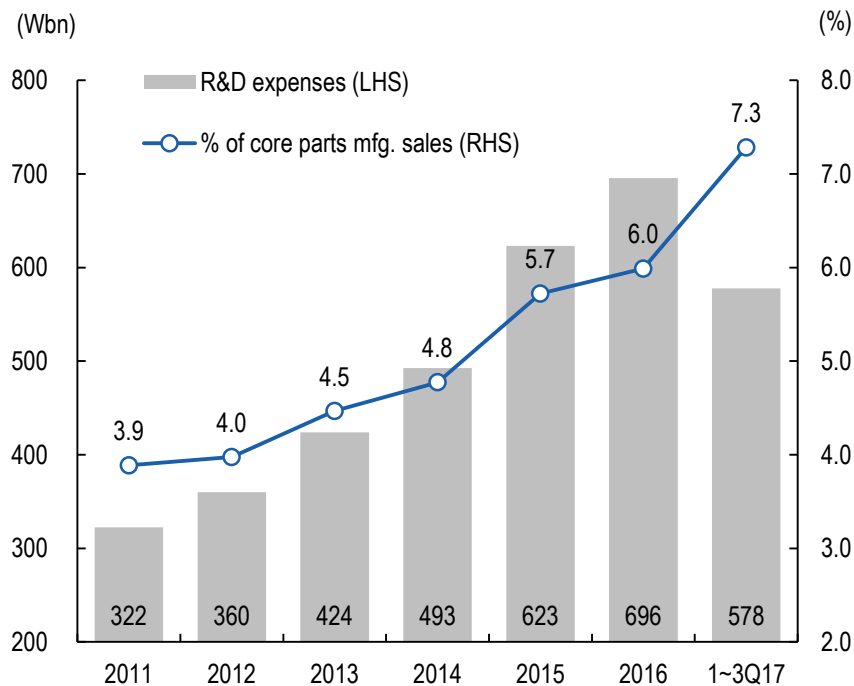
- 신성장 사업(친환경차 파워트레인, ADAS) 매출은 2021년까지 연평균 32%씩 성장 전망  
- 2021년 매출 규모 2.6조원 전망. 모듈 사업 매출액 대비 비중은 7.3%까지 상승할 것
- 현대차그룹 xEV 판매량은 2018년부터 30만대 초과 예상 → 현대모비스 수익성 확보 가능
- ADAS 핵심 센서 기술 내재화 추진 → 중장기적으로 캡티브 마켓 내 ADAS 납품 M/S 상승 가능

현대모비스의 신사업 매출 추이: 2021년까지 연평균 32% 성장 전망



자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터

현대모비스 연구개발비 및 전장/핵심부품 사업 매출액 대비 비중 추이



자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망

|                     | 1Q16         | 2Q16         | 3Q16         | 4Q16          | 2016          | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17F        | 2017F         | 2018F         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>          | <b>9,340</b> | <b>9,854</b> | <b>8,778</b> | <b>10,290</b> | <b>38,262</b> | <b>9,268</b> | <b>8,282</b> | <b>8,773</b> | <b>9,866</b> | <b>36,189</b> | <b>38,445</b> |
| 모듈사업                | 7,677        | 8,207        | 7,137        | 8,554         | 31,575        | 7,512        | 6,657        | 6,984        | 8,062        | 29,215        | 31,200        |
| 단순모듈                | 4,838        | 5,261        | 4,533        | 5,323         | 19,956        | 4,796        | 4,178        | 4,247        | 4,893        | 18,113        | 19,219        |
| 전장/핵심부품             | 2,839        | 2,946        | 2,604        | 3,231         | 11,619        | 2,716        | 2,480        | 2,737        | 3,169        | 11,102        | 11,981        |
| 부품사업                | 1,662        | 1,647        | 1,641        | 1,736         | 6,687         | 1,756        | 1,625        | 1,789        | 1,804        | 6,974         | 7,245         |
| <b>영업이익</b>         | <b>718</b>   | <b>785</b>   | <b>722</b>   | <b>680</b>    | <b>2,905</b>  | <b>669</b>   | <b>492</b>   | <b>544</b>   | <b>697</b>   | <b>2,403</b>  | <b>2,845</b>  |
| 모듈사업                | 346          | 429          | 346          | 278           | 1,398         | 251          | 84           | 93           | 246          | 673           | 1,034         |
| 부품사업                | 373          | 356          | 376          | 402           | 1,506         | 418          | 409          | 451          | 452          | 1,730         | 1,811         |
| 금융손익                | 17           | 22           | 17           | 23            | 79            | 19           | 19           | 19           | 23           | 80            | 95            |
| 외환손익                | 16           | 19           | -12          | 27            | 50            | 1            | -27          | -5           | 18           | -13           | 21            |
| 기타손익                | 16           | 7            | 9            | -45           | -12           | 11           | 9            | 10           | 0            | 30            | 10            |
| 관계기업투자손익            | 333          | 329          | 223          | 205           | 1,090         | 264          | 196          | 170          | 232          | 862           | 1,017         |
| <b>세전이익</b>         | <b>1,101</b> | <b>1,162</b> | <b>959</b>   | <b>890</b>    | <b>4,111</b>  | <b>963</b>   | <b>690</b>   | <b>738</b>   | <b>971</b>   | <b>3,362</b>  | <b>3,988</b>  |
| <b>지배지분순이익</b>      | <b>793</b>   | <b>846</b>   | <b>704</b>   | <b>694</b>    | <b>3,038</b>  | <b>761</b>   | <b>481</b>   | <b>482</b>   | <b>744</b>   | <b>2,468</b>  | <b>2,948</b>  |
| <b>(증감률, % YoY)</b> |              |              |              |               |               |              |              |              |              |               |               |
| 매출액                 | 6.8          | 11.9         | 3.5          | 3.0           | 6.2           | -0.8         | -16.0        | -0.1         | -4.1         | -5.4          | 6.2           |
| 모듈사업                | 6.4          | 13.7         | 3.6          | 1.9           | 6.3           | -2.2         | -18.9        | -2.1         | -5.7         | -7.5          | 6.8           |
| 단순모듈                | 4.8          | 14.5         | 5.9          | -0.2          | 6.0           | -0.9         | -20.6        | -6.3         | -8.1         | -9.2          | 6.1           |
| 전장/핵심부품             | 9.2          | 12.5         | -0.2         | 5.4           | 6.7           | -4.3         | -15.8        | 5.1          | -1.9         | -4.5          | 7.9           |
| 부품사업                | 8.5          | 3.8          | 3.1          | 9.1           | 6.1           | 5.6          | -1.3         | 9.0          | 3.9          | 4.3           | 3.9           |
| 영업이익                | 2.2          | 13.0         | 7.7          | -21.6         | -1.0          | -6.9         | -37.3        | -24.6        | 2.6          | -17.3         | 18.4          |
| 모듈사업                | -16.0        | 21.7         | 10.1         | -45.8         | -12.1         | -27.6        | -80.5        | -73.0        | -11.5        | -51.8         | 53.5          |
| 부품사업                | 28.0         | 4.0          | 5.6          | 13.3          | 12.1          | 12.2         | 14.9         | 19.9         | 12.3         | 14.8          | 4.7           |
| 세전이익                | 0.1          | 2.2          | 18.3         | -23.7         | -2.4          | -12.5        | -40.6        | -23.0        | 9.1          | -18.2         | 18.6          |
| 지배지분순이익             | 10.3         | -1.9         | 13.8         | -18.8         | -0.6          | -4.0         | -43.1        | -31.6        | 7.1          | -18.7         | 19.4          |
| <b>(이익률, %)</b>     |              |              |              |               |               |              |              |              |              |               |               |
| 영업이익률               | 7.7          | 8.0          | 8.2          | 6.6           | 7.6           | 7.2          | 5.9          | 6.2          | 7.1          | 6.6           | 7.4           |
| 모듈사업                | 4.5          | 5.2          | 4.8          | 3.2           | 4.4           | 3.3          | 1.3          | 1.3          | 3.0          | 2.3           | 3.3           |
| 부품사업                | 22.4         | 21.6         | 22.9         | 23.2          | 22.5          | 23.8         | 25.1         | 25.2         | 25.0         | 24.8          | 25.0          |
| 세전이익률               | 11.8         | 11.8         | 10.9         | 8.6           | 10.7          | 10.4         | 8.3          | 8.4          | 9.8          | 9.3           | 10.4          |
| 지배지분순이익률            | 8.5          | 8.6          | 8.0          | 6.7           | 7.9           | 8.2          | 5.8          | 5.5          | 7.5          | 6.8           | 7.7           |

자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터



예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 12/16  | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 38,262 | 36,189 | 38,445 | 40,171 |
| 매출원가            | 32,966 | 31,253 | 32,832 | 34,225 |
| 매출총이익           | 5,296  | 4,936  | 5,613  | 5,946  |
| 판매비와관리비         | 2,391  | 2,533  | 2,768  | 2,973  |
| 조정영업이익          | 2,905  | 2,403  | 2,845  | 2,973  |
| 영업이익            | 2,905  | 2,403  | 2,845  | 2,973  |
| 비영업손익           | 1,206  | 959    | 1,143  | 1,162  |
| 금융손익            | 79     | 80     | 95     | 110    |
| 관계기업등 투자손익      | 1,090  | 862    | 1,017  | 1,035  |
| 세전계속사업손익        | 4,111  | 3,362  | 3,988  | 4,135  |
| 계속사업법인세비용       | 1,064  | 891    | 1,037  | 1,075  |
| 계속사업이익          | 3,047  | 2,471  | 2,951  | 3,060  |
| 중단사업이익          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 3,047  | 2,471  | 2,951  | 3,060  |
| 지배주주            | 3,038  | 2,468  | 2,948  | 3,057  |
| 비지배주주           | 9      | 3      | 3      | 3      |
| 총포괄이익           | 3,184  | 2,471  | 2,951  | 3,060  |
| 지배주주            | 3,174  | 2,468  | 2,948  | 3,057  |
| 비지배주주           | 10     | 3      | 3      | 3      |
| EBITDA          | 3,551  | 3,132  | 3,636  | 3,809  |
| FCF             | 722    | 1,215  | 1,498  | 1,723  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 9.3    | 8.7    | 9.5    | 9.5    |
| 영업이익률 (%)       | 7.6    | 6.6    | 7.4    | 7.4    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 7.9    | 6.8    | 7.7    | 7.6    |

자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 12/16  | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 18,263 | 18,195 | 20,092 | 22,038 |
| 현금 및 현금성자산  | 2,049  | 3,402  | 4,378  | 5,618  |
| 매출채권 및 기타채권 | 7,224  | 6,416  | 6,816  | 7,122  |
| 재고자산        | 2,830  | 2,550  | 2,709  | 2,831  |
| 기타유동자산      | 6,160  | 5,827  | 6,189  | 6,467  |
| 비유동자산       | 23,448 | 24,681 | 25,873 | 26,948 |
| 관계기업투자등     | 13,696 | 14,299 | 15,011 | 15,735 |
| 유형자산        | 8,516  | 9,155  | 9,639  | 9,992  |
| 무형자산        | 961    | 954    | 948    | 943    |
| 자산총계        | 41,712 | 42,875 | 45,966 | 48,986 |
| 유동부채        | 8,833  | 8,168  | 8,633  | 8,969  |
| 매입채무 및 기타채무 | 6,027  | 5,310  | 5,641  | 5,894  |
| 단기금융부채      | 1,644  | 1,759  | 1,824  | 1,855  |
| 기타유동부채      | 1,162  | 1,099  | 1,168  | 1,220  |
| 비유동부채       | 4,320  | 4,010  | 4,016  | 4,000  |
| 장기금융부채      | 1,676  | 1,509  | 1,359  | 1,224  |
| 기타비유동부채     | 2,644  | 2,501  | 2,657  | 2,776  |
| 부채총계        | 13,154 | 12,178 | 12,649 | 12,969 |
| 지배주주지분      | 28,495 | 30,632 | 33,248 | 35,945 |
| 자본금         | 491    | 491    | 491    | 491    |
| 자본잉여금       | 1,405  | 1,405  | 1,405  | 1,405  |
| 이익잉여금       | 27,521 | 29,658 | 32,274 | 34,971 |
| 비지배주주지분     | 63     | 66     | 69     | 72     |
| 자본총계        | 28,558 | 30,698 | 33,317 | 36,017 |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/16   | 12/17F  | 12/18F  | 12/19F  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 8.5     | 10.0    | 8.4     | 8.1     |
| P/CF (x)        | 6.5     | 8.6     | 7.3     | 6.9     |
| P/B (x)         | 0.9     | 0.8     | 0.7     | 0.7     |
| EV/EBITDA (x)   | 5.9     | 6.1     | 4.9     | 4.2     |
| EPS (원)         | 31,205  | 25,356  | 30,283  | 31,398  |
| CFPS (원)        | 40,494  | 29,597  | 34,914  | 36,552  |
| BPS (원)         | 296,189 | 318,140 | 345,018 | 372,719 |
| DPS (원)         | 3,500   | 3,500   | 3,800   | 4,100   |
| 배당성향 (%)        | 10.9    | 13.4    | 12.2    | 12.7    |
| 배당수익률 (%)       | 1.3     | 1.4     | 1.5     | 1.6     |
| 매출액증가율 (%)      | 6.2     | -5.4    | 6.2     | 4.5     |
| EBITDA증가율 (%)   | 2.2     | -11.8   | 16.1    | 4.8     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -1.0    | -17.3   | 18.4    | 4.5     |
| EPS증가율 (%)      | -0.6    | -18.7   | 19.4    | 3.7     |
| 매출채권 회전율 (회)    | 5.7     | 5.4     | 5.9     | 5.8     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 14.2    | 13.5    | 14.6    | 14.5    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 6.8     | 6.3     | 6.9     | 6.9     |
| ROA (%)         | 7.7     | 5.8     | 6.6     | 6.4     |
| ROE (%)         | 11.2    | 8.3     | 9.2     | 8.8     |
| ROIC (%)        | 17.3    | 13.5    | 16.5    | 16.3    |
| 부채비율 (%)        | 46.1    | 39.7    | 38.0    | 36.0    |
| 유동비율 (%)        | 206.8   | 222.8   | 232.8   | 245.7   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -16.3   | -18.7   | -21.5   | -24.3   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 69.5    | 57.9    | 70.0    | 75.3    |

## 2018년 저평가 해소

| (유지)              | 매수       |
|-------------------|----------|
| 목표주가(원, 12M)      | ▲ 87,000 |
| 현재주가(17/11/21, 원) | 66,300   |
| 상승여력              | 31%      |

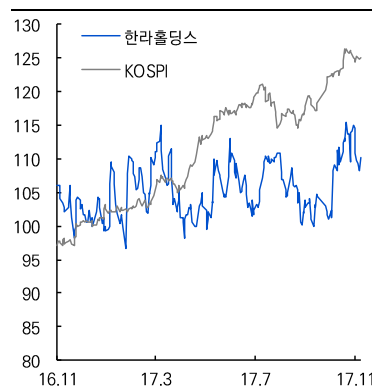
|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| 영업이익(17F, 십억원)           | 78              |
| Consensus 영업이익(17F, 십억원) | 101             |
| EPS 성장률(17F, %)          | -13.7           |
| MKT EPS 성장률(17F, %)      | 46.1            |
| P/E(17F, x)              | 11.0            |
| MKT P/E(17F, x)          | 10.3            |
| KOSPI                    | 2,530.70        |
| 시가총액(십억원)                | 716             |
| 발행주식수(백만주)               | 11              |
| 유동주식비율(%)                | 70.4            |
| 외국인 보유비중(%)              | 10.5            |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.30            |
| 52주 최저가(원)               | 58,200          |
| 52주 최고가(원)               | 69,500          |
| 주가상승률(%)                 | 1개월 6개월 12개월    |
| 절대주가                     | 0.9 7.8 6.4     |
| 상대주가                     | -0.7 -2.5 -17.3 |

## 투자포인트

- 2018년 만도헬라일렉트로닉스(MHE) 성장 재개
  - 2017년 중국 이슈 등으로 MHE 매출도 성장 정체 → 주가 상승 제한
  - 2018년 매출 고성장 재개 가능: 중국 회복 + 인도공장 본격 가동 + ADAS 센서 고성장 지속
  - 중국 업체들의 ESC, 현대차그룹의 AEB 기본 장착 추진 트렌드 모두 MHE 매출에 우호적 방향
- 자회사 지분가치 상승도 주가에 반영되지 않음
  - (주)한라 실적은 매분기 개선 중. 9월 이후 만도의 시가총액은 한 단계 레벨업
  - 1H18까지 MHE의 매출 성장 재개 + (주)한라 신규 수주 확보 확인 시 주가는 달라져 있을 것

## Valuation

- NAV valuation 기반 목표주가 87,000원. 2018년 예상 실적을 적용하면서 5% 상향 조정



| 결산기 (12월)  | 12/14  | 12/15 | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 919    | 892   | 1,001 | 961    | 1,022  | 1,060  |
| 영업이익 (십억원) | 50     | 96    | 116   | 78     | 132    | 138    |
| 영업이익률 (%)  | 5.4    | 10.8  | 11.6  | 8.1    | 12.9   | 13.0   |
| 순이익 (십억원)  | 1,079  | 75    | 75    | 65     | 84     | 90     |
| EPS (원)    | 72,030 | 6,959 | 6,975 | 6,021  | 7,771  | 8,320  |
| ROE (%)    | 84.0   | 8.2   | 8.2   | 6.9    | 8.3    | 8.3    |
| P/E (배)    | 1.0    | 9.3   | 8.7   | 11.0   | 8.5    | 8.0    |
| P/B (배)    | 0.8    | 0.8   | 0.7   | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| 배당수익률 (%)  | 0.7    | 1.9   | 2.1   | 2.0    | 2.0    | 2.1    |

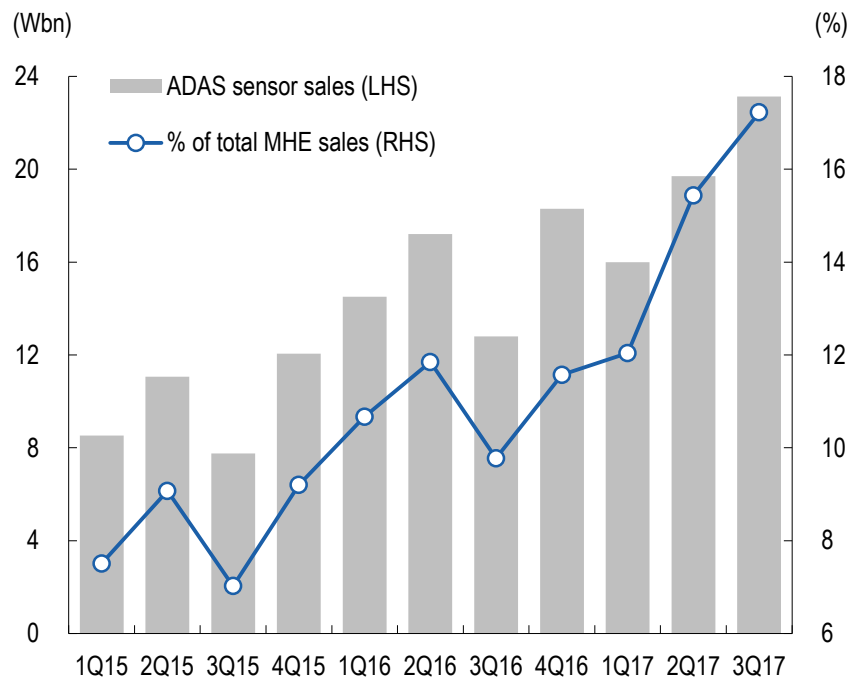
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

## 2018년 만도헬라일렉트로닉스 성장 재개

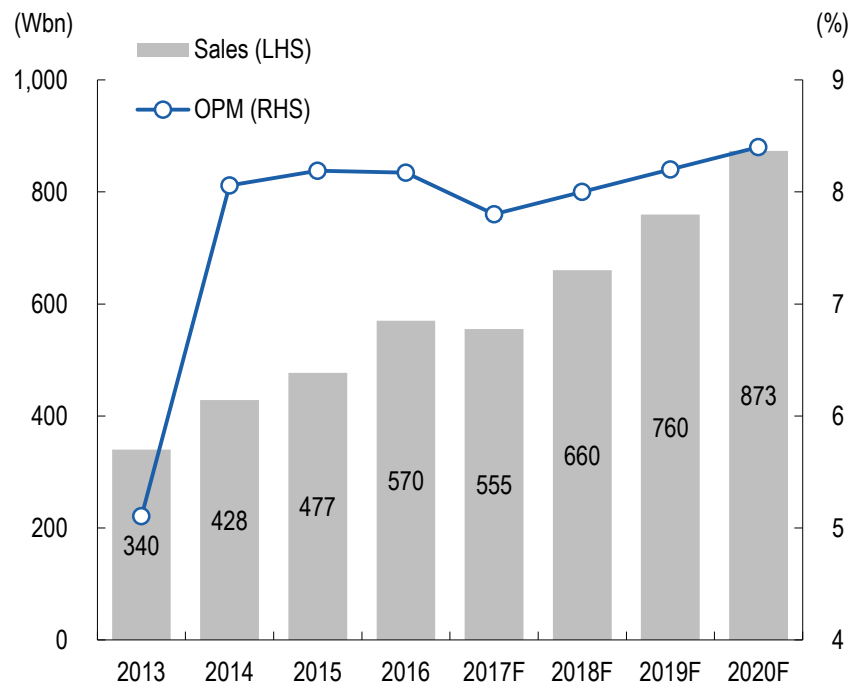
- 2017년 핵심 자회사인 만도헬라일렉트로닉스(MHE)의 매출 성장 정체 → 주가 상승 제한
  - 현대차그룹 중국 판매 부진 여파 및 일부 제품 업그레이드에 따른 프로젝트 공백 등에 기인
  - 하지만 ADAS 센서 매출은 고성장 지속(3분기 누적 +32% YoY). 매출 비중도 15%까지 상승
- 2018년 매출 고성장 재개 가능: 중국 회복 + 인도공장 본격 가동 + ADAS 센서 고성장 지속
  - 중국 업체들의 ESC, 현대차그룹의 AEB 기본 장착 추진 트렌드 모두 MHE 매출에 우호적 방향

MHE의 분기별 ADAS 센서 매출 추이: 1~3Q17 누적 32% YoY 증가



자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

MHE의 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망

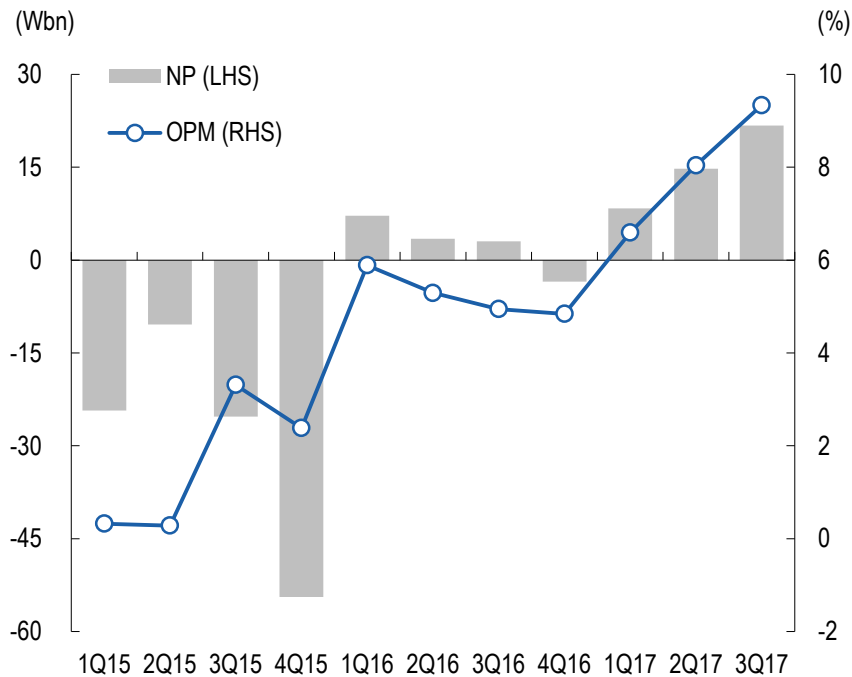


자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

## 자회사 지분가치 상승도 주가에 반영되지 않음

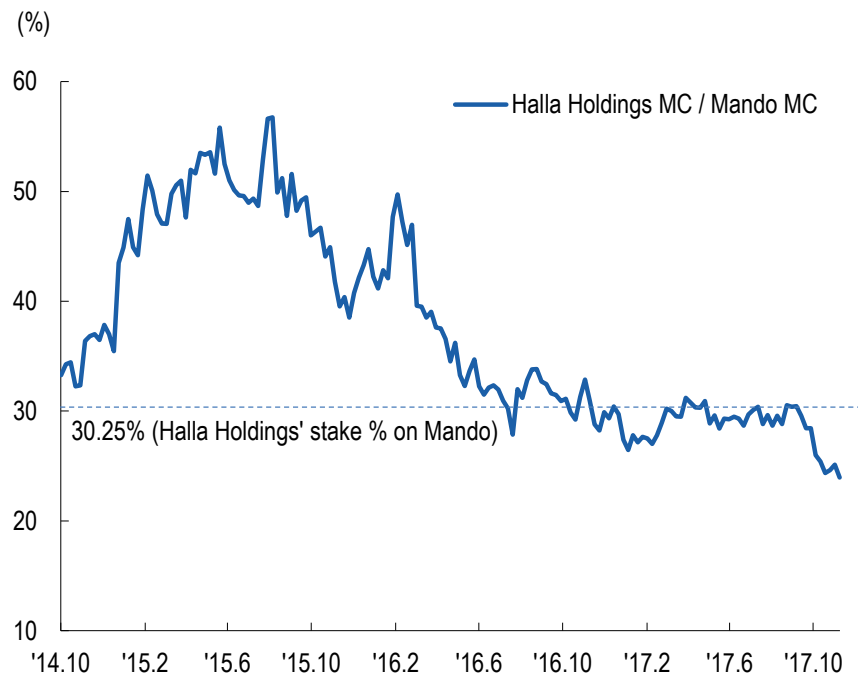
- 2017년부터 지주부문 실적에 반영되기 시작한 (주)한라 실적은 매분기 개선 중
  - 수주에 대한 우려를 불식시키기 위해서는 4Q17~1H18 신규 수주가 중요
- 9월 이후 만도의 시가총액은 한 단계 레벨업. 하지만 한라홀딩스 시가총액은 이를 반영하지 못함
  - 1H18까지 MHE의 매출 성장 재개 + (주)한라 신규 수주 확보 확인 시 주가는 달라져 있을 것

### 건설 자회사인 (주)한라 실적은 완전한 턴어라운드



자료: (주)한라, 미래에셋대우 리서치센터

### 한라홀딩스의 시가총액 vs. 만도의 시가총액

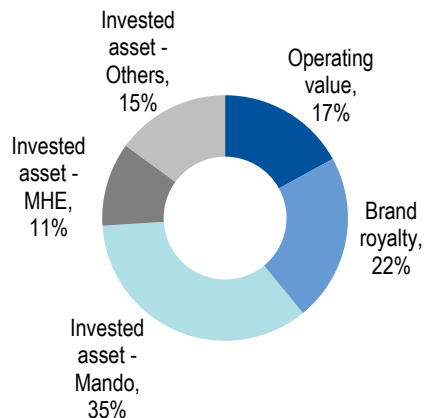


자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

## 투자자산가치를 보수적으로 산정해도 Upside 풍부

- 2018년 예상 실적을 적용하면서 목표주가는 기존 83,000원에서 신규 87,000원으로 5% 상향 조정
- 투자자산가치를 보수적으로(할인율 40~60%) 산정해도 주가 upside 30% 이상
- 목표주가는 2018F EPS 추정치 대비로는 11배 수준

한라홀딩스의 기업가치(EV) 분해



한라홀딩스 NAV Valuation

| 구분                             | 금액     | 추정 근거 및 가정                                      |
|--------------------------------|--------|---|
| 영업가치(A)                        | 213    | 유통물류부문 2018F 순이익 × 목표 P/E 9배                    |
| 무형자산가치(B)                      | 277    | 미래 세후 브랜드 로열티의 현재가치(WACC 8.7%, 영구성장률 0%)        |
| 투자자산가치(C)                      | 763    |   |
| 만도                             | 437    | 만도 시가총액 52주 평균 × 지분율 30.25% × 60%(할인율 40%)      |
| 만도헬라일렉트로닉스                     | 138    | 2018F 순이익 × 목표 P/E 13배 × 지분율 50% × 60%(할인율 40%) |
| 한라스택폴                          | 18     | 2018F 순이익 × 목표 P/E 8배 × 지분율 20% × 60%(할인율 40%)  |
| (주)한라 보통주                      | 16     | (주)한라 시가총액 52주 평균 × 지분율 16.89% × 60%(할인율 40%)   |
| (주)한라 우선주                      | 102    | 장부가치 × 40%(할인율 60%)                             |
| JJ한라                           | 52     | (보통주 출자금 500억원 + 이익참가부사채 800억원) × 40%(할인율 60%)  |
| Discounted EV(D=A+B+C)         | 1,252  |   |
| 순차입금(E)                        | 305    | 별도 기준   |
| Discounted NAV(F=D-E), 목표 시가총액 | 947    |   |
| 주식 수(G, 천주)                    | 10,803 |   |
| 목표 주가(H=F/G, 원)                | 87,696 |   |

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망

|                     | 1Q16       | 2Q16       | 3Q16       | 4Q16       | 2016         | 1Q17       | 2Q17       | 3Q17       | 4Q17F      | 2017F      | 2018F        |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>219</b> | <b>249</b> | <b>253</b> | <b>280</b> | <b>1,001</b> | <b>229</b> | <b>250</b> | <b>217</b> | <b>266</b> | <b>961</b> | <b>1,022</b> |
| 지주부문                | 25         | 29         | 27         | 40         | 121          | 31         | 34         | 0          | 43         | 108        | 169          |
| 유통물류부문              | 155        | 179        | 187        | 195        | 715          | 196        | 203        | 207        | 213        | 819        | 844          |
| 자동차소결부문             | 39         | 39         | 36         | 43         | 158          |            |            |            |            |            |              |
| 기타사업부문              |            | 2          | 2          | 3          | 7            | 2          | 12         | 10         | 10         | 34         | 10           |
| <b>영업이익</b>         | <b>24</b>  | <b>30</b>  | <b>25</b>  | <b>37</b>  | <b>116</b>   | <b>25</b>  | <b>28</b>  | <b>-8</b>  | <b>33</b>  | <b>78</b>  | <b>132</b>   |
| 지주부문                | 14         | 18         | 15         | 25         | 72           | 19         | 20         | -13        | 26         | 51         | 103          |
| 유통물류부문              | 5          | 9          | 7          | 6          | 27           | 7          | 8          | 7          | 8          | 29         | 31           |
| 자동차소결부문             | 5          | 6          | 5          | 7          | 22           |            |            |            |            |            |              |
| 기타사업부문              |            | -2         | -2         | -1         | -5           | -1         | 0          | -1         | -1         | -3         | -2           |
| 기타손익                | 0          | 11         | -3         | 1          | 9            | -3         | 48         | -7         | 0          | 38         | 3            |
| 금융손익                | -5         | -7         | -9         | -5         | -25          | -8         | -6         | -6         | -6         | -25        | -23          |
| <b>세전이익</b>         | <b>19</b>  | <b>35</b>  | <b>13</b>  | <b>33</b>  | <b>100</b>   | <b>14</b>  | <b>70</b>  | <b>-20</b> | <b>27</b>  | <b>91</b>  | <b>112</b>   |
| <b>지배지분순이익</b>      | <b>13</b>  | <b>26</b>  | <b>9</b>   | <b>28</b>  | <b>75</b>    | <b>14</b>  | <b>43</b>  | <b>-17</b> | <b>25</b>  | <b>65</b>  | <b>84</b>    |
| <b>(증감률, % YoY)</b> |            |            |            |            |              |            |            |            |            |            |              |
| <b>매출액</b>          | 2.8        | 12.5       | 2.6        | 32.6       | 12.2         | 4.3        | 0.3        | -14.1      | -5.3       | -4.0       | 6.4          |
| 지주부문                | 70.0       | 95.5       | 6.3        | 127.5      | 66.7         | 21.4       | 18.7       | -98.4      | 7.5        | -10.6      | 55.7         |
| 유통물류부문              | -4.7       | 5.6        | 1.2        | 25.3       | 6.5          | 26.7       | 13.7       | 10.5       | 9.4        | 14.5       | 3.0          |
| 자동차소결부문             | 9.0        | 5.8        | 1.7        | 10.9       | 6.9          |            |            |            |            |            |              |
| 기타사업부문              |            |            |            |            |              |            | 556.0      | 401.2      | 214.1      | 383.5      | -70.3        |
| <b>영업이익</b>         | 16.1       | 26.2       | -13.7      | 62.3       | 20.8         | 4.4        | -9.2       | TTL        | -10.7      | -32.8      | 69.4         |
| 지주부문                | 15.3       | 35.6       | -34.6      | 70.0       | 14.3         | 32.4       | 10.8       | TTL        | 3.1        | -28.9      | 101.4        |
| 유통물류부문              | 12.2       | 43.5       | 536.2      | 99.1       | 85.3         | 56.7       | -10.8      | -8.9       | 24.4       | 9.3        | 5.9          |
| 자동차소결부문             | 21.8       | 16.2       | 4.5        | 37.0       | 20.2         |            |            |            |            |            |              |
| 기타사업부문              |            |            |            |            |              |            | RR         | RR         | RR         | RR         | RR           |
| 세전이익                | -27.0      | 86.4       | -44.9      | 39.8       | 8.4          | -26.3      | 102.6      | -253.8     | -19.2      | -9.6       | 23.9         |
| 지배지분순이익             | -38.7      | 112.5      | -55.1      | 21.1       | 0.2          | 8.3        | 65.1       | -294.9     | -10.8      | -13.7      | 29.1         |
| <b>(이익률, %)</b>     |            |            |            |            |              |            |            |            |            |            |              |
| <b>영업이익률</b>        | 10.9       | 12.2       | 9.7        | 13.2       | 11.6         | 10.9       | 11.1       | -3.6       | 12.4       | 8.1        | 12.9         |
| 지주부문                | 55.8       | 61.4       | 54.9       | 62.8       | 59.2         | 60.9       | 57.3       | -2,985.0   | 60.2       | 47.1       | 60.9         |
| 유통물류부문              | 3.0        | 5.0        | 3.9        | 3.2        | 3.8          | 3.7        | 3.9        | 3.2        | 3.7        | 3.6        | 3.7          |
| 자동차소결부문             | 13.4       | 14.2       | 13.0       | 15.8       | 14.2         |            |            |            |            |            |              |
| 기타사업부문              |            | -99.9      | -119.4     | -32.2      | -74.5        | -44.8      | -0.1       | -12.9      | -5.0       | -7.8       | -20.0        |
| 세전이익률               | 8.6        | 13.9       | 5.3        | 11.9       | 10.0         | 6.1        | 28.1       | -9.4       | 10.2       | 9.4        | 11.0         |
| 지배지분순이익률            | 5.8        | 10.6       | 3.4        | 9.9        | 7.5          | 6.0        | 17.4       | -7.8       | 9.3        | 6.8        | 8.2          |

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 1,001 | 961    | 1,022  | 1,060  |
| 매출원가            | 792   | 789    | 795    | 826    |
| 매출총이익           | 209   | 172    | 227    | 234    |
| 판매비와관리비         | 93    | 94     | 95     | 97     |
| 조정영업이익          | 116   | 78     | 132    | 138    |
| 영업이익            | 116   | 78     | 132    | 138    |
| 비영업손익           | -16   | 13     | -20    | -18    |
| 금융손익            | -25   | -25    | -23    | -22    |
| 관계기업등 투자손익      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 세전계속사업손익        | 100   | 91     | 112    | 120    |
| 계속사업법인세비용       | 20    | 27     | 26     | 28     |
| 계속사업이익          | 80    | 63     | 86     | 92     |
| 중단사업이익          | 0     | 3      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 80    | 66     | 86     | 92     |
| 지배주주            | 75    | 65     | 84     | 90     |
| 비지배주주           | 5     | 1      | 3      | 3      |
| 총포괄이익           | 138   | 66     | 86     | 92     |
| 지배주주            | 133   | 65     | 84     | 90     |
| 비지배주주           | 5     | 1      | 3      | 3      |
| EBITDA          | 132   | 94     | 148    | 155    |
| FCF             | 73    | 54     | 81     | 88     |
| EBITDA 마진율 (%)  | 13.2  | 9.8    | 14.5   | 14.6   |
| 영업이익률 (%)       | 11.6  | 8.1    | 12.9   | 13.0   |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 7.5   | 6.8    | 8.2    | 8.5    |

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 416   | 396    | 380    | 358    |
| 현금 및 현금성자산  | 104   | 105    | 70     | 37     |
| 매출채권 및 기타채권 | 201   | 181    | 192    | 200    |
| 재고자산        | 88    | 88     | 94     | 97     |
| 기타유동자산      | 23    | 22     | 24     | 24     |
| 비유동자산       | 1,498 | 1,518  | 1,600  | 1,687  |
| 관계기업투자등     | 926   | 940    | 1,014  | 1,095  |
| 유형자산        | 337   | 343    | 350    | 356    |
| 무형자산        | 49    | 49     | 49     | 49     |
| 자산총계        | 1,914 | 1,914  | 1,979  | 2,045  |
| 유동부채        | 372   | 336    | 337    | 334    |
| 매입채무 및 기타채무 | 180   | 155    | 164    | 171    |
| 단기금융부채      | 167   | 158    | 148    | 137    |
| 기타유동부채      | 25    | 23     | 25     | 26     |
| 비유동부채       | 586   | 569    | 560    | 551    |
| 장기금융부채      | 518   | 504    | 491    | 479    |
| 기타비유동부채     | 68    | 65     | 69     | 72     |
| 부채총계        | 958   | 905    | 897    | 885    |
| 지배주주지분      | 919   | 972    | 1,041  | 1,117  |
| 자본금         | 55    | 55     | 55     | 55     |
| 자본잉여금       | 265   | 265    | 265    | 265    |
| 이익잉여금       | 659   | 710    | 780    | 856    |
| 비지배주주지분     | 37    | 38     | 41     | 43     |
| 자본총계        | 956   | 1,010  | 1,082  | 1,160  |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/16  | 12/17F | 12/18F | 12/19F  |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| P/E (x)         | 8.7    | 11.0   | 8.5    | 8.0     |
| P/CF (x)        | 13.3   | 6.1    | 5.4    | 5.1     |
| P/B (x)         | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.6     |
| EV/EBITDA (x)   | 9.6    | 13.8   | 8.8    | 8.5     |
| EPS (원)         | 6,975  | 6,021  | 7,771  | 8,320   |
| CFPS (원)        | 4,546  | 10,785 | 12,302 | 12,967  |
| BPS (원)         | 85,822 | 90,608 | 97,096 | 104,083 |
| DPS (원)         | 1,250  | 1,300  | 1,350  | 1,400   |
| 배당성향 (%)        | 16.6   | 20.9   | 16.7   | 16.2    |
| 배당수익률 (%)       | 2.1    | 2.0    | 2.0    | 2.1     |
| 매출액증가율 (%)      | 12.2   | -4.0   | 6.3    | 3.7     |
| EBITDA증가율 (%)   | 21.1   | -28.8  | 57.4   | 4.7     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 20.8   | -32.8  | 69.2   | 4.5     |
| EPS증가율 (%)      | 0.2    | -13.7  | 29.1   | 7.1     |
| 매출채권 회전율 (회)    | 5.7    | 5.4    | 5.9    | 5.8     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 10.9   | 10.9   | 11.2   | 11.1    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 5.7    | 5.4    | 5.8    | 5.7     |
| ROA (%)         | 4.6    | 3.5    | 4.4    | 4.6     |
| ROE (%)         | 8.2    | 6.9    | 8.3    | 8.3     |
| ROIC (%)        | 22.8   | 10.9   | 20.4   | 20.7    |
| 부채비율 (%)        | 100.1  | 89.6   | 82.9   | 76.3    |
| 유동비율 (%)        | 112.0  | 117.8  | 112.5  | 107.1   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 59.4   | 53.9   | 51.3   | 48.8    |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 4.2    | 2.9    | 5.1    | 5.5     |

## 한국 대표 친환경차 부품회사

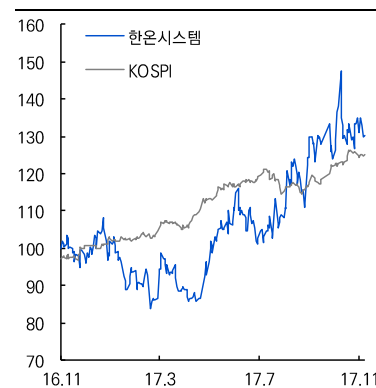
|                          |             |      |      |
|--------------------------|-------------|------|------|
| (유지)                     | Trading Buy |      |      |
| 목표주가(원, 12M)             | 14,000      |      |      |
| 현재주가(17/11/21, 원)        | 12,850      |      |      |
| 상승여력                     | 9%          |      |      |
| 영업이익(17F, 십억원)           | 461         |      |      |
| Consensus 영업이익(17F, 십억원) | 452         |      |      |
| EPS 성장률(17F, %)          | 6.1         |      |      |
| MKT EPS 성장률(17F, %)      | 46.1        |      |      |
| P/E(17F, x)              | 22.1        |      |      |
| MKT P/E(17F, x)          | 10.3        |      |      |
| KOSPI                    | 2,530.70    |      |      |
| 시가총액(십억원)                | 6,859       |      |      |
| 발행주식수(백만주)               | 534         |      |      |
| 유동주식비율(%)                | 30.0        |      |      |
| 외국인 보유비중(%)              | 19.6        |      |      |
| 베타(12M) 일간수익률            | 1.29        |      |      |
| 52주 최저가(원)               | 8,250       |      |      |
| 52주 최고가(원)               | 14,550      |      |      |
| 주가상승률(%)                 | 1개월         | 6개월  | 12개월 |
| 절대주가                     | -5.5        | 31.9 | 28.8 |
| 상대주가                     | -7.1        | 19.3 | 0.0  |

### 투자포인트

- 글로벌 친환경차 부품 수주 쏠림의 수혜
  - 2Q17에 친환경차 부품(E-컴프레서 위주) 수주 크게 증가. 고객도 확대
  - 완성차 업체들의 xEV 라인업 확대가 본격화되면서 일부 핵심부품 공급처 확보가 이슈. 동사는 검증된 기술력과 대량양산 능력 때문에 수주가 몰리고 있음. 당분간 수주 호조 지속될 듯
- 수주 호조를 바탕으로 친환경차 관련 매출은 2021년까지 연평균 33%씩 성장 전망
  - 2021년 매출 규모 1.3조원 전망. 전체 매출액 대비 비중은 18%까지 상승할 것
  - 한온시스템의 E-컴프레서 글로벌 M/S: 2016년 14% → 2021년 ~30%

### Valuation

- P/E valuation 기반 목표주가 14,000원. 2018F EPS 추정치에 target P/E 20배(과거 고점) 적용



| 결산기 (12월)  | 12/14 | 12/15 | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 5,455 | 5,558 | 5,704 | 5,691  | 6,148  | 6,510  |
| 영업이익 (십억원) | 370   | 360   | 423   | 461    | 523    | 566    |
| 영업이익률 (%)  | 6.8   | 6.5   | 7.4   | 8.1    | 8.5    | 8.7    |
| 순이익 (십억원)  | 275   | 231   | 292   | 310    | 379    | 414    |
| EPS (원)    | 516   | 432   | 547   | 581    | 710    | 775    |
| ROE (%)    | 17.7  | 13.7  | 16.4  | 16.3   | 18.2   | 18.0   |
| P/E (배)    | 18.8  | 24.0  | 18.8  | 22.1   | 18.1   | 16.6   |
| P/B (배)    | 3.2   | 3.2   | 3.0   | 3.5    | 3.1    | 2.8    |
| 배당수익률 (%)  | 10.0  | 9.3   | 2.2   | 2.3    | 2.6    | 2.9    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

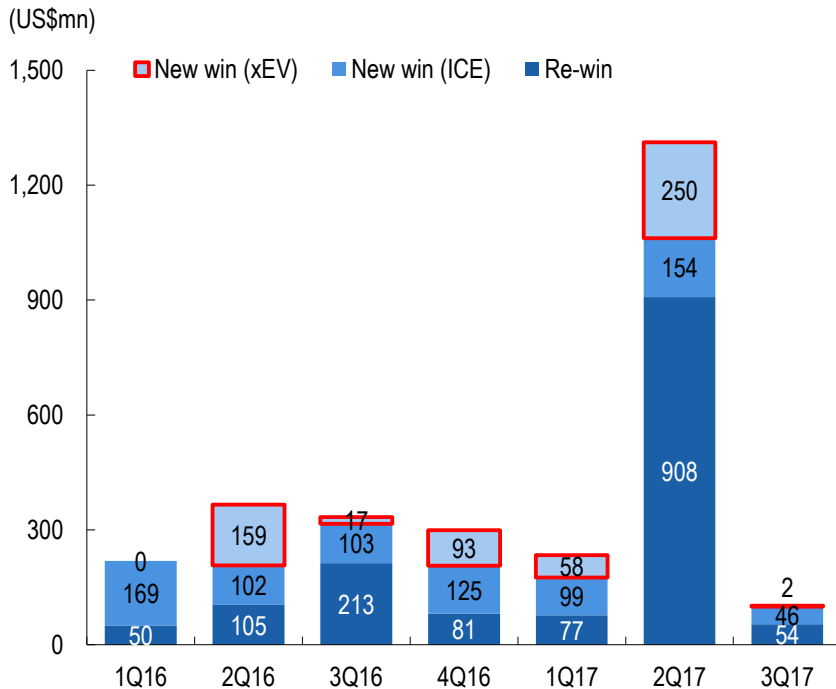


## xEV 부품

### 수주 쏠림의 수혜

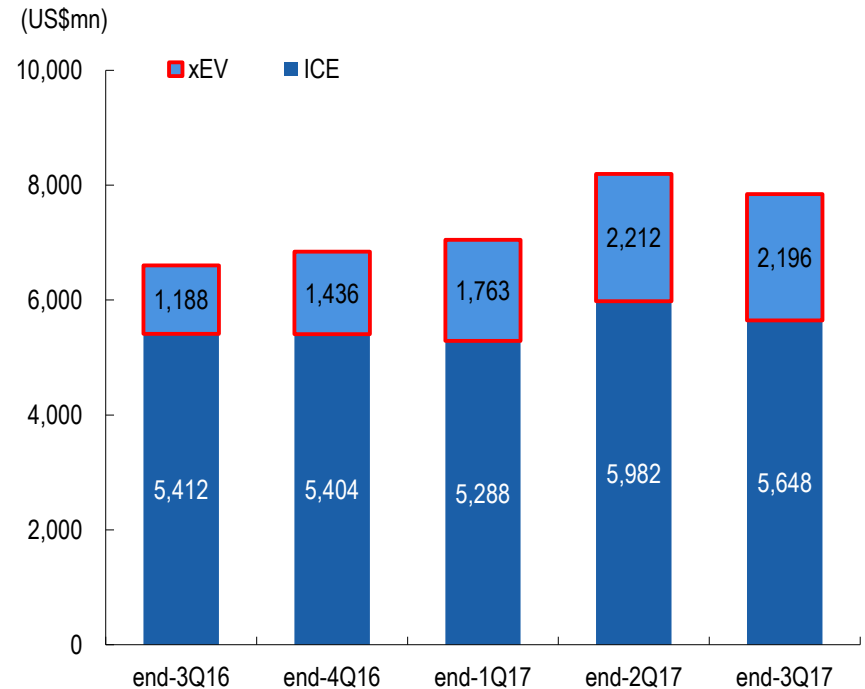
- 2Q17에 친환경차 부품(E-컴프레서 위주) 수주 크게 증가. 고객도 확대
- 완성차 업체들의 xEV 라인업 확대가 본격화되면서 일부 핵심부품 공급처 확보가 이슈. 한온시스템은 검증된 기술력과 대량양산 능력 때문에 수주가 몰리고 있음. 당분간 수주 호조 지속될 듯
- 수주 양도 중요하지만 질도 중요. 다행히 한온시스템은 가격 협상력을 어느 정도 갖춘 것으로 평가

#### 분기별 신규수주 추이



주: Re-win은 기존 프로젝트의 FMC를 재수주. New win은 이전에 해보지 않은 신규 프로젝트  
자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

#### 새로운 프로젝트들(New win)의 수주잔고 추이

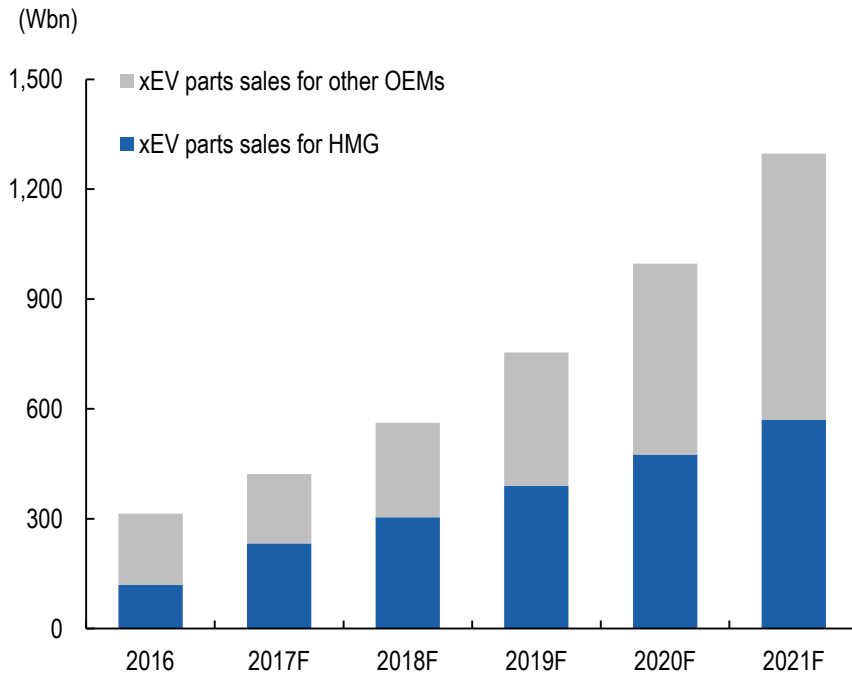


주: ICE는 내연기관, xEV는 친환경차  
자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

## 장기 성장성 확신 강화

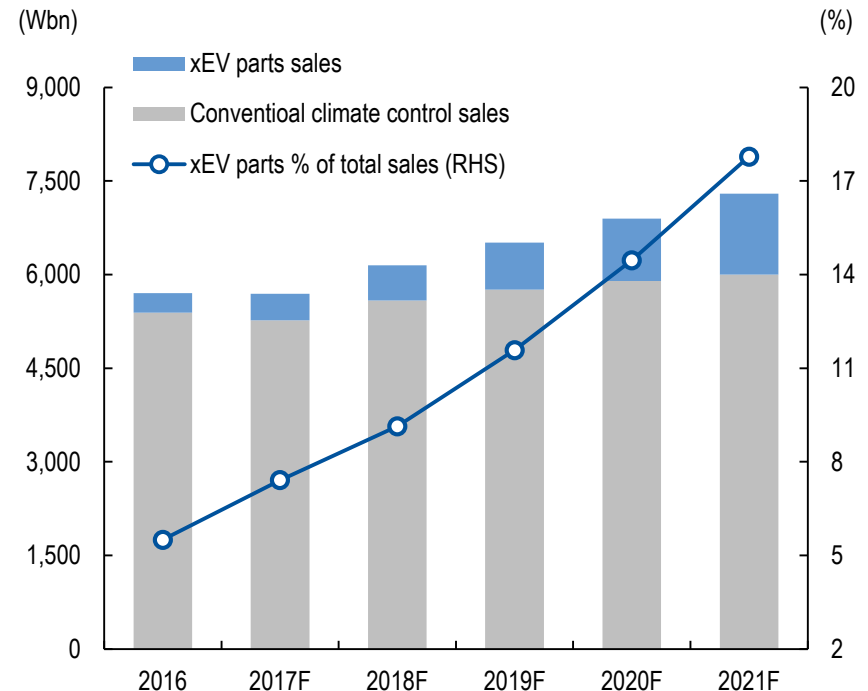
- 수주 잔고를 고려해보면, 친환경차 관련 매출은 2021년까지 연평균 33%씩 성장 전망
  - 2021년 매출 규모 1.3조원 전망. 전체 매출액 대비 비중은 18%까지 상승할 것
  - 한온시스템의 E-컴프레서 글로벌 M/S: 2016년 14% → 2021년 ~30%
- 장기 성장성에 대한 확신은 강화되고 있음

친환경차 관련 매출: 2021년까지 연평균 33% 성장 전망



자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

친환경차 관련 매출 비중: 2021년 18%까지 확대 예상



자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망

|                     | 1Q16         | 2Q16         | 3Q16         | 4Q16         | 2016         | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17F        | 2017F        | 2018F        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>1,428</b> | <b>1,491</b> | <b>1,283</b> | <b>1,502</b> | <b>5,704</b> | <b>1,449</b> | <b>1,373</b> | <b>1,339</b> | <b>1,529</b> | <b>5,691</b> | <b>6,148</b> |
| 한국                  | 571          | 589          | 523          | 632          | 2,315        | 618          | 667          | 622          | 653          | 2,560        | 2,691        |
| 중국+기타               | 453          | 450          | 445          | 464          | 1,811        | 395          | 291          | 374          | 433          | 1,493        | 1,701        |
| 북미                  | 252          | 276          | 270          | 253          | 1,051        | 279          | 288          | 275          | 272          | 1,114        | 1,175        |
| 유럽                  | 656          | 678          | 513          | 650          | 2,497        | 671          | 629          | 574          | 702          | 2,576        | 2,799        |
| 연결조정                | -504         | -502         | -467         | -498         | -1,970       | -513         | -502         | -506         | -531         | -2,052       | -2,217       |
| <b>영업이익</b>         | <b>105</b>   | <b>95</b>    | <b>107</b>   | <b>116</b>   | <b>423</b>   | <b>127</b>   | <b>103</b>   | <b>101</b>   | <b>130</b>   | <b>461</b>   | <b>523</b>   |
| 한국                  | 40           | -4           | 40           | 12           | 88           | 32           | 80           | 47           | 53           | 212          | 226          |
| 중국+기타               | 44           | 52           | 38           | 38           | 171          | 36           | 24           | 27           | 33           | 121          | 145          |
| 북미                  | 19           | 15           | 15           | 14           | 63           | 12           | 12           | 12           | 12           | 48           | 55           |
| 유럽                  | -12          | 21           | 8            | 21           | 38           | 45           | -5           | 5            | 17           | 62           | 76           |
| 연결조정                | 14           | 12           | 6            | 31           | 62           | 3            | -9           | 9            | 15           | 18           | 21           |
| 기타손익                | 2            | 2            | -4           | 6            | 6            | -23          | -4           | 1            | 1            | -25          | 0            |
| 금융손익                | -6           | -11          | -3           | -3           | -22          | -4           | -2           | -3           | -3           | -11          | -7           |
| 관계기업투자손익            | 3            | 2            | 2            | 3            | 9            | 2            | 2            | 2            | 3            | 10           | 10           |
| <b>세전이익</b>         | <b>104</b>   | <b>88</b>    | <b>102</b>   | <b>122</b>   | <b>416</b>   | <b>103</b>   | <b>98</b>    | <b>101</b>   | <b>132</b>   | <b>435</b>   | <b>526</b>   |
| <b>지배지분순이익</b>      | <b>69</b>    | <b>60</b>    | <b>69</b>    | <b>95</b>    | <b>292</b>   | <b>71</b>    | <b>67</b>    | <b>73</b>    | <b>98</b>    | <b>310</b>   | <b>379</b>   |
| <b>(증감률, % YoY)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출액                 | 3.8          | 7.0          | -3.5         | 2.8          | 2.6          | 1.5          | -7.9         | 4.4          | 1.8          | -0.2         | 8.0          |
| 영업이익                | 30.8         | 11.6         | 44.8         | -3.8         | 17.5         | 21.3         | 8.1          | -5.6         | 12.3         | 9.1          | 13.4         |
| 세전이익                | 28.5         | -5.6         | 43.1         | 21.4         | 20.2         | -0.9         | 11.7         | -0.6         | 8.9          | 4.7          | 20.8         |
| 지배지분순이익             | 20.0         | -2.3         | 62.6         | 36.0         | 26.7         | 4.2          | 11.8         | 6.3          | 3.7          | 6.1          | 22.3         |
| <b>(이익률, %)</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 영업이익률               | 7.3          | 6.4          | 8.3          | 7.7          | 7.4          | 8.8          | 7.5          | 7.5          | 8.5          | 8.1          | 8.5          |
| 한국                  | 7.1          | -0.7         | 7.7          | 1.9          | 3.8          | 5.1          | 12.0         | 7.6          | 8.2          | 8.3          | 8.4          |
| 중국+기타               | 9.6          | 11.5         | 8.6          | 8.2          | 9.5          | 9.1          | 8.4          | 7.3          | 7.7          | 8.1          | 8.5          |
| 북미                  | 7.4          | 5.5          | 5.5          | 5.6          | 6.0          | 4.2          | 4.2          | 4.4          | 4.4          | 4.3          | 4.7          |
| 유럽                  | -1.8         | 3.0          | 1.6          | 3.2          | 1.5          | 6.7          | -0.8         | 0.9          | 2.4          | 2.4          | 2.7          |
| 세전이익률               | 7.3          | 5.9          | 7.9          | 8.1          | 7.3          | 7.1          | 7.2          | 7.6          | 8.7          | 7.6          | 8.6          |
| 지배지분순이익률            | 4.8          | 4.0          | 5.4          | 6.3          | 5.1          | 4.9          | 4.9          | 5.5          | 6.4          | 5.4          | 6.2          |

자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 5,704 | 5,691  | 6,148  | 6,510  |
| 매출원가            | 4,805 | 4,757  | 5,134  | 5,430  |
| 매출총이익           | 899   | 934    | 1,014  | 1,080  |
| 판매비와관리비         | 476   | 472    | 492    | 514    |
| 조정영업이익          | 423   | 461    | 523    | 566    |
| 영업이익            | 423   | 461    | 523    | 566    |
| 비영업손익           | -7    | -26    | 3      | 7      |
| 금융손익            | -15   | -11    | -7     | -5     |
| 관계기업등 투자손익      | 9     | 10     | 10     | 11     |
| 세전계속사업손익        | 416   | 435    | 526    | 573    |
| 계속사업법인세비용       | 112   | 115    | 137    | 149    |
| 계속사업이익          | 304   | 320    | 389    | 424    |
| 중단사업이익          | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 304   | 320    | 389    | 424    |
| 지배주주            | 292   | 310    | 379    | 414    |
| 비지배주주           | 12    | 10     | 10     | 10     |
| 총포괄이익           | 277   | 320    | 389    | 424    |
| 지배주주            | 267   | 310    | 379    | 414    |
| 비지배주주           | 11    | 10     | 10     | 10     |
| EBITDA          | 609   | 660    | 729    | 781    |
| FCF             | 139   | 288    | 353    | 402    |
| EBITDA 마진율 (%)  | 10.7  | 11.6   | 11.9   | 12.0   |
| 영업이익률 (%)       | 7.4   | 8.1    | 8.5    | 8.7    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 5.1   | 5.4    | 6.2    | 6.4    |

자료: 한온시스템, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 2,151 | 2,441  | 2,620  | 2,650  |
| 현금 및 현금성자산  | 425   | 706    | 745    | 665    |
| 매출채권 및 기타채권 | 964   | 999    | 1,080  | 1,143  |
| 재고자산        | 430   | 405    | 438    | 463    |
| 기타유동자산      | 332   | 331    | 357    | 379    |
| 비유동자산       | 1,709 | 1,827  | 1,923  | 2,016  |
| 관계기업투자등     | 95    | 102    | 109    | 116    |
| 유형자산        | 1,178 | 1,215  | 1,230  | 1,242  |
| 무형자산        | 350   | 424    | 498    | 572    |
| 자산총계        | 3,860 | 4,268  | 4,542  | 4,666  |
| 유동부채        | 1,463 | 1,418  | 1,463  | 1,498  |
| 매입채무 및 기타채무 | 865   | 875    | 946    | 1,001  |
| 단기금융부채      | 317   | 262    | 214    | 176    |
| 기타유동부채      | 281   | 281    | 303    | 321    |
| 비유동부채       | 511   | 806    | 814    | 660    |
| 장기금융부채      | 360   | 654    | 650    | 487    |
| 기타비유동부채     | 151   | 152    | 164    | 173    |
| 부채총계        | 1,975 | 2,224  | 2,277  | 2,158  |
| 지배주주지분      | 1,828 | 1,978  | 2,189  | 2,421  |
| 자본금         | 53    | 53     | 53     | 53     |
| 자본잉여금       | -23   | -23    | -23    | -23    |
| 이익잉여금       | 1,937 | 2,086  | 2,297  | 2,529  |
| 비지배주주지분     | 57    | 67     | 77     | 87     |
| 자본총계        | 1,885 | 2,045  | 2,266  | 2,508  |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 18.8  | 22.1   | 18.1   | 16.6   |
| P/CF (x)        | 7.8   | 10.9   | 9.5    | 8.8    |
| P/B (x)         | 3.0   | 3.5    | 3.1    | 2.8    |
| EV/EBITDA (x)   | 9.5   | 10.8   | 9.6    | 8.9    |
| EPS (원)         | 547   | 581    | 710    | 775    |
| CFPS (원)        | 1,324 | 1,179  | 1,355  | 1,453  |
| BPS (원)         | 3,424 | 3,704  | 4,099  | 4,534  |
| DPS (원)         | 225   | 300    | 340    | 370    |
| 배당성향 (%)        | 39.5  | 50.1   | 46.7   | 46.6   |
| 배당수익률 (%)       | 2.2   | 2.3    | 2.6    | 2.9    |
| 매출액증가율 (%)      | 2.6   | -0.2   | 8.0    | 5.9    |
| EBITDA증가율 (%)   | 14.3  | 8.4    | 10.5   | 7.1    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 17.5  | 9.0    | 13.4   | 8.2    |
| EPS증가율 (%)      | 26.6  | 6.2    | 22.2   | 9.2    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 5.9   | 6.0    | 6.1    | 6.1    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 14.0  | 13.6   | 14.6   | 14.5   |
| 매입채무 회전율 (회)    | 6.7   | 6.7    | 6.9    | 6.9    |
| ROA (%)         | 8.3   | 7.9    | 8.8    | 9.2    |
| ROE (%)         | 16.4  | 16.3   | 18.2   | 18.0   |
| ROIC (%)        | 16.0  | 15.7   | 17.0   | 17.4   |
| 부채비율 (%)        | 104.8 | 108.8  | 100.5  | 86.1   |
| 유동비율 (%)        | 147.0 | 172.2  | 179.1  | 176.9  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 12.3  | 9.3    | 4.3    | -1.0   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 20.3  | 15.1   | 15.3   | 19.3   |

## ADAS 고객 확대가 중요

| (하향)              | Trading Buy |
|-------------------|-------------|
| 목표주가(원, 12M)      | 350,000     |
| 현재주가(17/11/21, 원) | 316,000     |
| 상승여력              | 11%         |

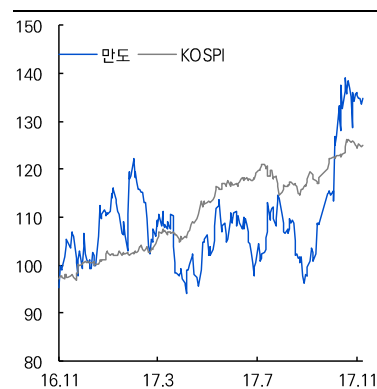
|                          |               |
|--------------------------|---------------|
| 영업이익(17F, 십억원)           | 116           |
| Consensus 영업이익(17F, 십억원) | 175           |
| EPS 성장률(17F, %)          | -83.8         |
| MKT EPS 성장률(17F, %)      | 46.1          |
| P/E(17F, x)              | 92.0          |
| MKT P/E(17F, x)          | 10.3          |
| KOSPI                    | 2,530.70      |
| 시가총액(십억원)                | 2,968         |
| 발행주식수(백만주)               | 9             |
| 유동주식비율(%)                | 68.3          |
| 외국인 보유비중(%)              | 43.7          |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.66          |
| 52주 최저가(원)               | 221,000       |
| 52주 최고가(원)               | 326,500       |
| 주가상승률(%)                 | 1개월 6개월 12개월  |
| 절대주가                     | 6.2 32.2 32.5 |
| 상대주가                     | 4.5 19.6 2.9  |

## 투자포인트

- 2018년 매출 고성장 재개
  - 2017년 매출은 중국 이슈로 전년대비 소폭 역성장 예상
  - 현대차그룹 중국 출하 회복 전망: 2016년 179만대 → 2017F 116만대 → 2018F 150만대
  - Geely의 판매 고공행진 지속: 2018년에는 Lynk & Co 브랜드까지 납품 확대
- ADAS 시장 성장 수혜 지속. 고객 확대시 주가 재평가 가능
  - ADAS 제품 매출 성장률: 2016년 +113% YoY, 1~3Q17 +36% YoY. 수익성도 개선
  - 현대차그룹은 2018년부터 내수/북미 신차에 AEB 기본 장착 → 만도의 ADAS 매출 성장 뒷받침

## Valuation

- 잔여이익모델기반 목표주가 35만원. 2018F EPS 추정치의 16배 수준(vs. 글로벌 피어 평균 14배)



| 결산기 (12월)  | 12/14  | 12/15  | 12/16  | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 1,721  | 5,299  | 5,866  | 5,810  | 6,352  | 6,844  |
| 영업이익 (십억원) | 79     | 266    | 305    | 116    | 330    | 363    |
| 영업이익률 (%)  | 4.6    | 5.0    | 5.2    | 2.0    | 5.2    | 5.3    |
| 순이익 (십억원)  | 48     | 126    | 199    | 32     | 209    | 236    |
| EPS (원)    | 15,268 | 13,395 | 21,243 | 3,435  | 22,302 | 25,133 |
| ROE (%)    | 3.5    | 10.6   | 14.3   | 2.2    | 13.7   | 13.8   |
| P/E (배)    | 12.0   | 12.4   | 11.0   | 92.0   | 14.2   | 12.6   |
| P/B (배)    | 1.6    | 1.2    | 1.5    | 2.0    | 1.8    | 1.6    |
| 배당수익률 (%)  | 1.1    | 2.9    | 2.1    | 1.6    | 1.7    | 2.0    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

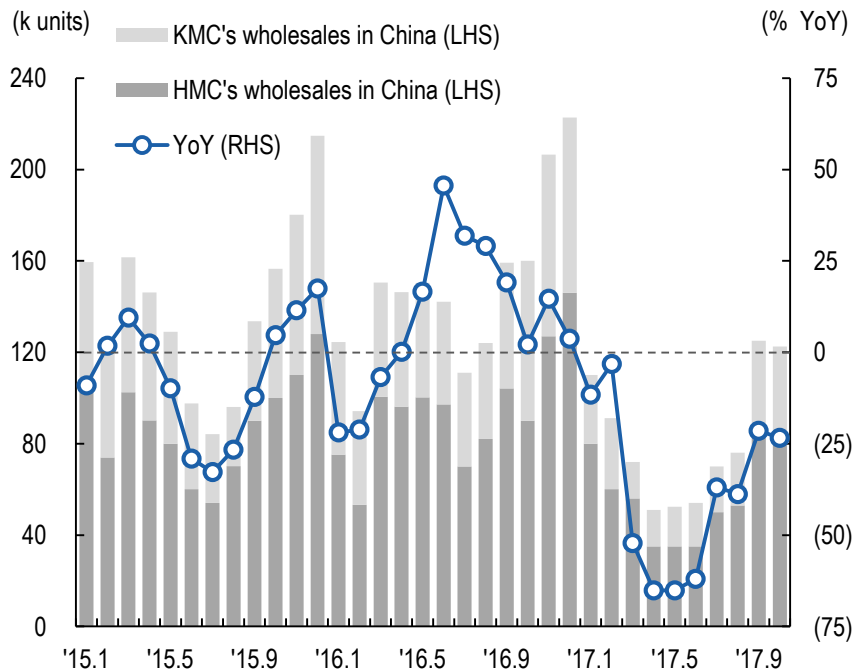
자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

## 2018년

### 매출 고성장 재개

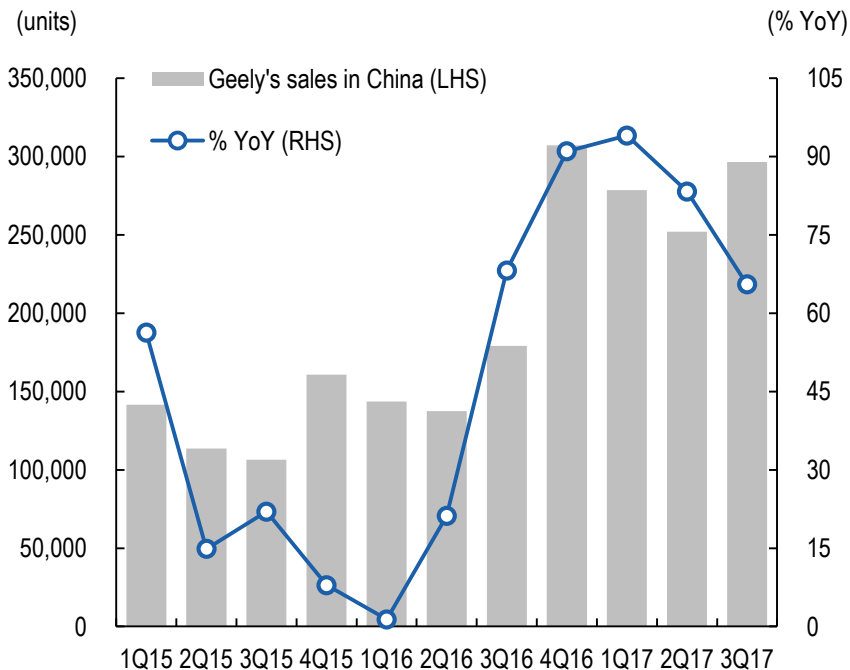
- 만도의 2017년 매출은 현대차그룹 중국 판매 부진 영향으로 전년대비 소폭 역성장 불가피
- 하지만 2018년에는 재차 10%에 가까운 매출 성장률을 보여줄 수 있을 전망
  - 현대차그룹 중국 출하 회복: 2016년 179만대 → 2017F 116만대 → 2018F 150만대로 회복 전망
  - Geely의 판매 고공행진 지속: 2018년에는 Lynk & Co 브랜드까지 납품 확대

#### 현대차그룹 중국 출하량 추이



자료: 현대차, 기아차, 미래에셋대우 리서치센터

#### 중국 매출 규모 두 번째 고객인 Geely의 판매는 고성장 지속 중

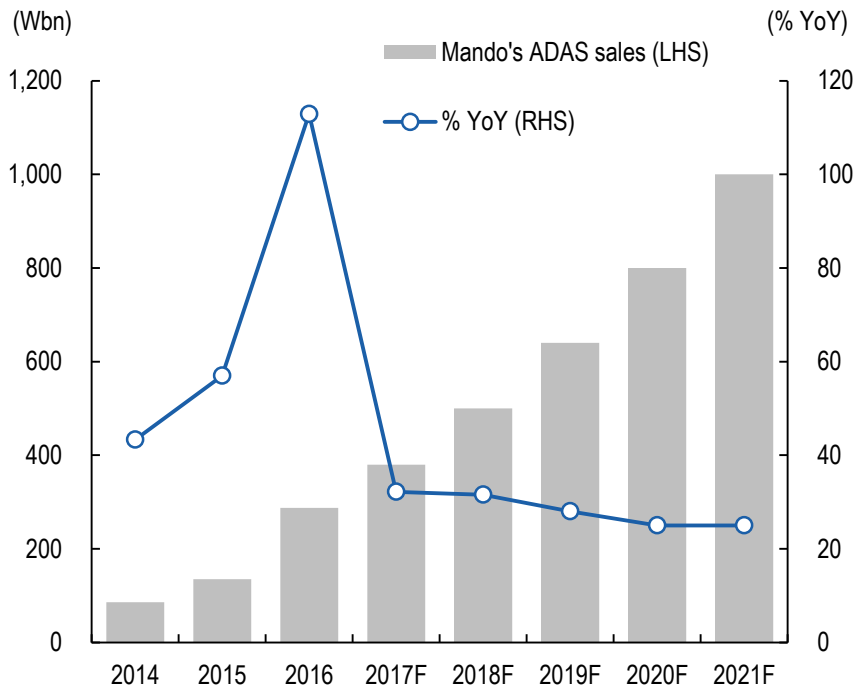


자료: Geely, 미래에셋대우 리서치센터

## ADAS 시장 성장 수혜 지속. 고객 확대 기대

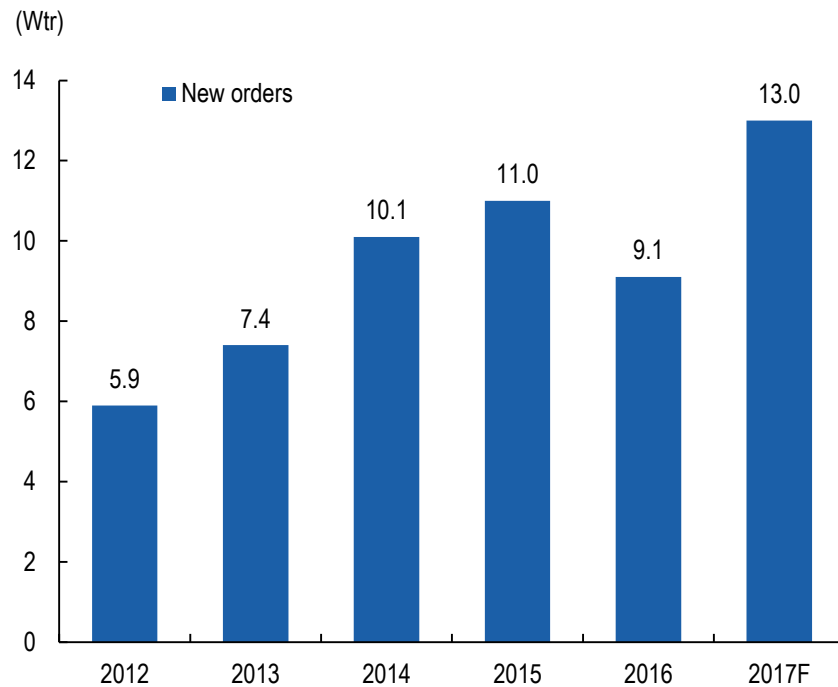
- 만도의 ADAS 매출은 2016년 113% YoY 증가한 데 이어 올해도 3분기 누적으로 36% YoY 증가
- 안전장치 의무화 스케줄과 소비자들의 친화적 수용성을 기반으로 ADAS 매출 고성장 지속 예상
- ADAS 제품의 납품 고객이 현대차그룹 이외 고객으로 의미 있게 확대될 경우 주가 재평가 요소
- 한편, 전체 신규 수주는 호조 지속. 품질과 가격경쟁력이 기반

만도의 ADAS 매출 추이: 2021년까지 연평균 28% 성장 전망



자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

신규 수주 호조: 2017년 3분기까지 목표치 13조원의 78% 달성



자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망

|                     | 1Q16         | 2Q16         | 3Q16         | 4Q16         | 2016         | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17F        | 2017F        | 2018F        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>1,366</b> | <b>1,440</b> | <b>1,357</b> | <b>1,703</b> | <b>5,866</b> | <b>1,430</b> | <b>1,393</b> | <b>1,351</b> | <b>1,635</b> | <b>5,810</b> | <b>6,352</b> |
| 한국                  | 721          | 797          | 715          | 955          | 3,188        | 760          | 796          | 753          | 944          | 3,253        | 3,373        |
| 중국                  | 408          | 401          | 399          | 563          | 1,772        | 418          | 311          | 373          | 565          | 1,667        | 1,927        |
| 미국                  | 263          | 282          | 279          | 306          | 1,130        | 264          | 262          | 206          | 220          | 952          | 1,013        |
| 기타 및 연결조정           | -26          | -41          | -36          | -120         | -223         | -12          | 24           | 19           | -94          | -62          | 38           |
| <b>영업이익</b>         | <b>56</b>    | <b>65</b>    | <b>75</b>    | <b>109</b>   | <b>305</b>   | <b>60</b>    | <b>55</b>    | <b>-96</b>   | <b>96</b>    | <b>116</b>   | <b>330</b>   |
| 기타손익                | -5           | -6           | -12          | 25           | 2            | -20          | 6            | 2            | -4           | -17          | -9           |
| 금융손익                | 0            | -10          | -2           | -22          | -33          | 7            | -12          | -30          | -5           | -41          | -24          |
| 관계기업투자손익            | 2            | 3            | 0            | 1            | 5            | 1            | 1            | 1            | 1            | 4            | 7            |
| <b>세전이익</b>         | <b>52</b>    | <b>52</b>    | <b>62</b>    | <b>113</b>   | <b>279</b>   | <b>48</b>    | <b>50</b>    | <b>-123</b>  | <b>87</b>    | <b>62</b>    | <b>304</b>   |
| <b>지배지분순이익</b>      | <b>40</b>    | <b>43</b>    | <b>42</b>    | <b>75</b>    | <b>199</b>   | <b>33</b>    | <b>33</b>    | <b>-95</b>   | <b>61</b>    | <b>32</b>    | <b>209</b>   |
| <b>(증감률, % YoY)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 매출액                 | 7.7          | 9.0          | 6.2          | 19.0         | 10.7         | 4.7          | -3.2         | -0.4         | -4.0         | -1.0         | 9.3          |
| 한국                  | -6.0         | -2.4         | -1.6         | 14.6         | 1.4          | 5.5          | -0.2         | 5.3          | -1.1         | 2.1          | 3.7          |
| 중국                  | 16.2         | 28.3         | 25.6         | 23.6         | 23.3         | 2.5          | -22.6        | -6.5         | 0.3          | -5.9         | 15.6         |
| 미국                  | 3.8          | 9.1          | 1.3          | 29.4         | 10.4         | 0.2          | -7.1         | -26.1        | -28.1        | -15.8        | 6.5          |
| 영업이익                | -6.1         | -1.3         | 18.9         | 41.3         | 14.8         | 7.9          | -14.7        | -227.6       | -12.1        | -61.9        | 184.3        |
| 세전이익                | 25.1         | -7.2         | 45.5         | 86.0         | 38.7         | -8.4         | -5.0         | -299.4       | -22.6        | -77.7        | 387.9        |
| 지배지분순이익             | 46.0         | 11.8         | 64.5         | 116.2        | 58.6         | -17.6        | -22.6        | -324.1       | -17.7        | -83.8        | 549.2        |
| <b>(이익률, %)</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 영업이익률               | 4.1          | 4.5          | 5.5          | 6.4          | 5.2          | 4.2          | 4.0          | -7.1         | 5.9          | 2.0          | 5.2          |
| 세전이익률               | 3.8          | 3.6          | 4.5          | 6.6          | 4.8          | 3.3          | 3.6          | -9.1         | 5.4          | 1.1          | 4.8          |
| 지배지분순이익률            | 2.9          | 3.0          | 3.1          | 4.4          | 3.4          | 2.3          | 2.4          | -7.0         | 3.8          | 0.6          | 3.3          |

자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터



예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 5,866 | 5,810  | 6,352  | 6,844  |
| 매출원가            | 5,005 | 5,083  | 5,380  | 5,790  |
| 매출총이익           | 861   | 727    | 972    | 1,054  |
| 판매비와관리비         | 556   | 610    | 642    | 691    |
| 조정영업이익          | 305   | 116    | 330    | 363    |
| 영업이익            | 305   | 116    | 330    | 363    |
| 비영업손익           | -26   | -54    | -26    | -22    |
| 금융손익            | -32   | -29    | -27    | -25    |
| 관계기업등 투자손익      | 5     | 4      | 7      | 8      |
| 세전계속사업손익        | 279   | 62     | 304    | 341    |
| 계속사업법인세비용       | 69    | 18     | 82     | 92     |
| 계속사업이익          | 210   | 44     | 222    | 249    |
| 중단사업이익          | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 210   | 44     | 222    | 249    |
| 지배주주            | 199   | 32     | 209    | 236    |
| 비지배주주           | 11    | 12     | 13     | 13     |
| 총포괄이익           | 207   | 44     | 222    | 249    |
| 지배주주            | 197   | 32     | 209    | 236    |
| 비지배주주           | 10    | 12     | 13     | 13     |
| EBITDA          | 534   | 360    | 585    | 626    |
| FCF             | 14    | 229    | 189    | 246    |
| EBITDA 마진율 (%)  | 9.1   | 6.2    | 9.2    | 9.1    |
| 영업이익률 (%)       | 5.2   | 2.0    | 5.2    | 5.3    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 3.4   | 0.6    | 3.3    | 3.4    |

자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 12/16 | 12/17F | 12/18F | 12/19F |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 2,101 | 2,062  | 2,144  | 2,208  |
| 현금 및 현금성자산  | 185   | 250    | 163    | 73     |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,418 | 1,326  | 1,450  | 1,562  |
| 재고자산        | 336   | 326    | 356    | 384    |
| 기타유동자산      | 162   | 160    | 175    | 189    |
| 비유동자산       | 2,363 | 2,478  | 2,574  | 2,646  |
| 관계기업투자등     | 58    | 60     | 65     | 71     |
| 유형자산        | 1,900 | 1,971  | 2,016  | 2,038  |
| 무형자산        | 197   | 239    | 279    | 318    |
| 자산총계        | 4,464 | 4,540  | 4,718  | 4,853  |
| 유동부채        | 1,753 | 1,706  | 1,838  | 1,953  |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,280 | 1,224  | 1,339  | 1,442  |
| 단기금융부채      | 315   | 326    | 329    | 327    |
| 기타유동부채      | 158   | 156    | 170    | 184    |
| 비유동부채       | 1,196 | 1,321  | 1,192  | 1,015  |
| 장기금융부채      | 984   | 930    | 782    | 589    |
| 기타비유동부채     | 212   | 391    | 410    | 426    |
| 부채총계        | 2,949 | 3,028  | 3,030  | 2,968  |
| 지배주주지분      | 1,465 | 1,450  | 1,613  | 1,797  |
| 자본금         | 47    | 47     | 47     | 47     |
| 자본잉여금       | 602   | 602    | 602    | 602    |
| 이익잉여금       | 654   | 640    | 802    | 987    |
| 비지배주주지분     | 50    | 62     | 75     | 88     |
| 자본총계        | 1,515 | 1,512  | 1,688  | 1,885  |

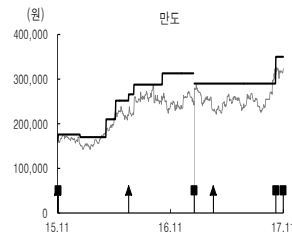
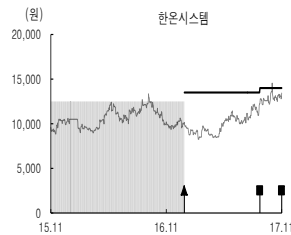
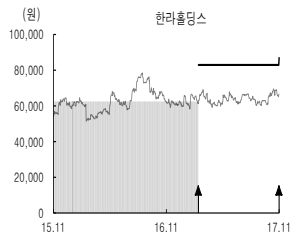
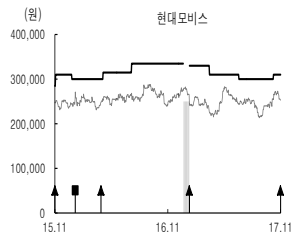
예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/16   | 12/17F  | 12/18F  | 12/19F  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 11.0    | 92.0    | 14.2    | 12.6    |
| P/CF (x)        | 4.0     | 9.0     | 5.1     | 4.8     |
| P/B (x)         | 1.5     | 2.0     | 1.8     | 1.6     |
| EV/EBITDA (x)   | 6.3     | 11.2    | 6.8     | 6.2     |
| EPS (원)         | 21,243  | 3,435   | 22,302  | 25,133  |
| CFPS (원)        | 58,742  | 35,190  | 61,599  | 66,111  |
| BPS (원)         | 156,515 | 154,964 | 172,280 | 191,929 |
| DPS (원)         | 5,000   | 5,000   | 5,500   | 6,200   |
| 배당성향 (%)        | 22.3    | 105.8   | 23.2    | 23.3    |
| 배당수익률 (%)       | 2.1     | 1.6     | 1.7     | 2.0     |
| 매출액증가율 (%)      | 10.7    | -1.0    | 9.3     | 7.7     |
| EBITDA증가율 (%)   | 9.0     | -32.6   | 62.5    | 7.0     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 14.7    | -62.0   | 184.5   | 10.0    |
| EPS증가율 (%)      | 58.6    | -83.8   | 549.3   | 12.7    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 4.4     | 4.3     | 4.6     | 4.6     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 17.8    | 17.5    | 18.6    | 18.5    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 5.0     | 5.0     | 5.2     | 5.1     |
| ROA (%)         | 4.9     | 1.0     | 4.8     | 5.2     |
| ROE (%)         | 14.3    | 2.2     | 13.7    | 13.8    |
| ROIC (%)        | 9.0     | 3.1     | 8.8     | 9.3     |
| 부채비율 (%)        | 194.7   | 200.2   | 179.5   | 157.4   |
| 유동비율 (%)        | 119.8   | 120.8   | 116.6   | 113.1   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 72.4    | 65.4    | 55.1    | 43.6    |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 8.0     | 3.1     | 9.4     | 12.0    |

## 투자이건 및 목표주가 변동추이

| 제시일자          | 투자이건        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            | 제시일자          | 투자이건        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|---------------|-------------|---------|--------|------------|---------------|-------------|---------|--------|------------|
|               |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |               |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 현대모비스(012330) |             |         |        |            | 한온시스템(018880) |             |         |        |            |
| 2017.10.30    | 매수          | 310,000 | -      | -          | 2017.09.14    | Trading Buy | 14,000  | -      | -          |
| 2017.07.10    | 매수          | 300,000 | -19.66 | -14.17     | 2017.01.18    | 매수          | 13,500  | -26.42 | -9.26      |
| 2017.04.06    | 매수          | 310,000 | -19.28 | -8.71      | 만도(204320)    |             |         |        |            |
| 2017.01.31    | 매수          | 330,000 | -25.37 | -20.91     | 2017.10.29    | Trading Buy | 350,000 | -      | -          |
| 2017.01.12    | 분석 대상 제외    | -       | -      | -          | 2017.04.10    | 매수          | 290,000 | -12.85 | 11.38      |
| 2016.07.28    | 매수          | 335,000 | -21.22 | -14.03     | 2017.02.07    | Trading Buy | 290,000 | -10.62 | -1.21      |
| 2016.04.27    | 매수          | 315,000 | -18.32 | -15.24     | 2017.02.06    | 분석 대상 제외    | -       | -      | -          |
| 2016.04.20    | 매수          | 300,000 | -17.04 | -11.17     | 2016.10.27    | 매수          | 313,000 | -20.70 | -12.94     |
| 2016.01.28    | Trading Buy | 300,000 | -17.14 | -9.67      | 2016.07.27    | 매수          | 288,000 | -10.00 | -0.35      |
| 2016.01.17    | 매수          | 300,000 | -18.33 | -14.83     | 2016.07.10    | 매수          | 266,000 | -15.59 | -10.34     |
| 2015.11.25    | 매수          | 310,000 | -21.31 | -18.23     | 2016.05.29    | Trading Buy | 252,000 | -12.01 | -5.16      |
| 2015.10.19    | 매수          | 285,000 | -13.72 | -10.53     | 2016.04.28    | Trading Buy | 210,000 | -5.53  | 7.62       |
| 한라홀딩스(060980) |             |         |        |            | 2016.02.04    | Trading Buy | 170,000 | -6.78  | 5.00       |
| 2017.11.22    | 매수          | 87,000  | -      | -          | 2015.11.25    | Trading Buy | 176,000 | -5.80  | 0.00       |
| 2017.03.06    | 매수          | 83,000  | -22.86 | -16.27     | 2015.10.25    | 매수          | 162,000 | -6.99  | -1.23      |

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



## 투자이건 분류 및 적용기준

### 기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

### 산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

## 투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 비중축소(매도) |
|--------|-----------------|--------|----------|
| 74.52% | 12.50%          | 12.98% | 0.00%    |

\* 2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.