

UNSTOPPABLE

Overweight

Unstoppable

자동차		
Top Picks	투자판단	적정주가
현대차 (005380)	Buy	350,000원
기아 (000270)	Buy	140,000원
관심종목	투자판단	적정주가
만도 (204320)	Buy	75,000원
한온시스템 (018880)	Hold	9,000원



자동차

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

Contents

Part I	Power of Fleet	7	기업분석	현대차 (005380)	62
Part II	The Changing World Order	29		기아 (000270)	65
				만도 (204320)	68
				한온시스템 (018880)	71

[Summary] Unstoppable

Overweight

Part I Power of Fleet

- 분기 실적 호조에도 경기 수요 둔화에 따른 실적 Peak-out 우려 지속 중
- 2년간 이어진 Peak-out 우려로 꾸준한 실적 개선에도 기업가치는 정체됐으며, 밸류에이션은 과거 영위했던 Forward PER과 비교해 디스카운트 지속 확대
- Peak-out 우려의 본질은 소비 환경 악화에 따른 판매 감소와 재고 증가 가능성
- 그러나 현대·기아의 판매는 높은 성장을 이어가고 있으며, 낮은 재고를 유지 중
- 시장의 우려와 같이 실제로 Retail 수요는 지지부진한 성장이 이어지고 있음. 그러나 Fleet 수요의 가파른 회복이 더해지면, 총 수요는 유의미한 개선 지속 중
- 지난 C19 기간 중 무너진 이동성으로 Fleet 사업자들은 신차 구매를 보류했으며, 이에 따라 글로벌 Fleet 운용 대수는 빠르게 축소
- C19의 종료와 함께 2023년 이동성은 2019년 이전 수준으로 회복됐으며, Fleet 사업자들은 영업 실적 확장을 위해 Fleet 운용 대수의 빠른 증대를 추구
- 운용대수의 회복을 위한 가파른 Fleet 판매 팽창이 2024년까지 이어질 것이며, 이에 따라 현대·기아의 판매 실적 또한 양적 성장을 이어갈 수 있다고 판단

Part II The Changing World Order

- 기존 자동차 업체들의 경쟁력이 근본적으로 무너져 내리고 있음
- 미국·유럽·일본 브랜드의 합산 글로벌 점유율은 2020년초 70% 수준에서 현재 55%까지 밀려 내려온 상황
- BEV 시장 확장과 동행한 역량 개선 부재했으며, Tesla 및 중국 브랜드가 원가 경쟁력 강화에 근거한 판매 가격 인하를 지속하며 점유율 훼손 지속 중
- 미국 브랜드의 BEV 양산 지연 및 Cybertruck 출시 이후의 잠재적 Pick-up 시장 점유율 하락, 유럽 브랜드의 중국 업체들의 공세에 따른 자국 시장 내 점유율 하락, 일본 브랜드의 HEV 경제성 우위 상실 및 BEV 대응 부재로, 가까운 시기 이들의 존속 가능성에 대한 의문 대두될 것
- 현대·기아는 미국·유럽·일본 브랜드와 달리 이들이 점유율을 잃어왔던 지난 3년간 지속적으로 글로벌 점유율을 증대 시켰왔음
- 경쟁력 있는 BEV 모델의 대량 양산 능력 확보가 차이를 만들었다고 판단
- 2025년으로 예고된 현대·기아의 신규 BEV 플랫폼과 이에 기반한 스마트카 솔루션의 성과가 이후의 기업가치 방향을 좌우할 것

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
현대차 (005380)	Buy	350,000원
기아 (000270)	Buy	140,000원
HL만도 (204320)	Buy	75,000원
한온시스템 (018880)	Hold	9,000원

현대차(005380) 뚜렷해지는 BEV 역량 차별화

Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	350,000원		
현재주가 (5. 25)	203,500원		
상승여력	72.0%		
KOSPI	2,554.69pt		
시가총액	430,467억원		
발행주식수	21,153만주		
유동주식비율	65.26%		
외국인비중	32.09%		
52주 최고/최저가	210,000원/151,000원		
평균거래대금	1,274.3억원		
주요주주(%)			
현대모비스 외 8 인	29.38		
국민연금공단	7.86		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.2	22.6	10.9
상대주가	-1.4	17.0	13.6
주가그래프			



낮은 재고·인센티브 견인한 반도체 공급 부족과 저금리 환경에서의 부의 효과 해제

- Fleet 수요 부상을 통해 정체된 Retail 수요 환경 지속에도 불구하고, 판매 볼륨 성장 실현 전망 (+7.5% YoY)
- 산업 내 절대 재고량 증가 중이나, 이와 동행한 시장 수요 증가로 월간 판매량 대비 재고의 비율은 낮은 수준을 유지 중
- 현대차는 산업 평균 대비 낮은 재고 수준 유지하며, 볼륨 증가와 수익성 개선 동반 지속 가능
- Retail 수요 둔화에 따른 우려를 극복할 실적 개선 통해, 밸류에이션 디스카운트 해제될 수 있다고 판단

비교 우위의 BEV 대응 통해 글로벌 Legacy OEM들과 달리 판매 점유율 개선 실현 중

- 현대차 글로벌 판매 점유율, 2017년 4.9%, 2018년 5.0%, 2019년 5.0%, 2020년 4.9%, 2021년 4.9%, 2022년 5.1%, 2023년 YTD 5.3%로 최근 3년간 상승 기조를 기록
- 유럽, 미국, 일본 OEM들의 합산 글로벌 판매 점유율, 2017년 66.2%, 2018년 65.4%, 2019년 66.1%, 2020년 63.9%, 2021년 60.2%, 2022년 57.4%, 2023년 56.5%로 2020년 이후 빠르게 내려가고 있음
- BEV 시장에 대한 대응 역량 차이가 Tesla 및 중국 업체들의 위협에 대한 다른 결과로 보여지고 있음
- BEV 중심의 Fleet 수요 성장으로 현대차 판매 점유율은 2024년까지 추가 개선 가시성 높다고 판단

기존 투자의견 Buy와 적정주가 350,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	103,998	2,395	1,424	5,790	-52.2	275,660	34.7	0.7	7.7	1.9	174.2
2021	117,611	6,679	4,942	21,678	247.0	298,318	9.3	0.7	5.8	6.2	183.2
2022	142,528	9,820	7,364	32,436	49.0	328,219	6.2	0.6	4.3	8.5	181.4
2023E	154,953	13,921	11,399	51,114	54.8	369,242	3.9	0.5	3.4	11.8	167.5
2024E	160,058	14,923	11,568	51,683	1.5	410,127	3.9	0.5	3.0	10.7	159.8

현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	30,298.6	35,999.9	37,705.4	38,523.6	37,778.7	39,434.6	37,604.6	40,135.0	142,527.5	154,953.0	160,058.1
(% YoY)	10.6	18.7	30.6	24.2	24.7	9.5	-0.3	4.2	21.2	8.7	3.3
연결기준 판매볼륨 (천대)	864.2	932.0	936.2	978.0	982.0	1,020.4	975.2	1,033.4	3,710.4	4,007.4	4,145.4
(% YoY)	-6.9	2.1	14.0	8.7	13.6	9.5	4.2	5.7	4.2	8.0	3.4
자동차	24,075.0	28,504.0	29,553.6	31,585.4	30,645.7	32,109.8	30,301.8	32,600.9	113,718.1	125,658.1	130,958.3
(% YoY)	10.9	15.5	30.9	25.4	27.3	12.7	2.5	3.2	20.8	10.5	4.2
금융	4,371.8	5,448.4	5,850.7	4,366.9	5,089.0	5,018.4	4,943.5	4,880.3	20,037.9	19,931.2	19,341.2
(% YoY)	2.0	34.9	28.0	12.4	16.4	-7.9	-15.5	11.8	19.4	-0.5	-3.0
기타	1,851.8	2,047.5	2,301.1	2,571.2	2,044.0	2,306.5	2,359.3	2,653.9	8,771.6	9,363.7	9,758.6
(% YoY)	32.0	26.9	33.9	31.9	10.4	12.7	2.5	3.2	31.2	6.8	4.2
OP	1,928.9	2,979.8	1,551.8	3,359.2	3,592.7	3,713.0	2,974.7	3,640.6	9,819.8	13,921.1	14,923.0
(% YoY)	16.4	58.0	-3.4	119.6	86.3	24.6	91.7	8.4	47.0	41.8	7.2
자동차	1,275.7	2,243.5	1,012.6	2,861.7	3,053.7	3,198.4	2,452.7	3,202.7	7,393.5	11,907.5	12,877.8
(% YoY)	21.5	81.5	5.7	213.8	139.4	42.6	142.2	11.9	77.9	61.1	8.1
금융	549.3	609.5	378.0	307.7	368.0	376.2	368.7	278.7	1,844.6	1,391.6	1,410.9
(% YoY)	3.6	10.0	-33.7	-43.1	-33.0	-38.3	-2.5	-9.4	-16.0	-24.6	1.4
기타	104.0	126.8	161.2	189.7	171.0	138.4	153.4	159.2	581.7	622.0	634.3
(% YoY)	35.9	32.7	104.3	147.0	64.5	9.1	-4.9	-16.1	77.5	6.9	2.0
RP	2,278.6	3,888.8	2,042.0	2,738.6	4,592.2	4,493.2	3,737.8	4,282.4	10,947.9	17,105.7	17,419.9
(% YoY)	11.4	55.4	5.4	85.8	101.5	15.5	83.0	56.4	37.5	56.2	1.8
NP	1,584.9	2,803.5	1,271.6	1,704.4	3,312.9	2,903.2	2,428.4	2,754.2	7,364.4	11,398.6	11,567.9
(% YoY)	19.4	59.1	-2.7	211.6	109.0	3.6	91.0	61.6	49.0	54.8	1.5
OP margin (%)	6.4	8.3	4.1	8.7	9.5	9.4	7.9	9.1	6.9	9.0	9.3
자동차	5.3	7.9	3.4	9.1	10.0	10.0	8.1	9.8	6.5	9.5	9.8
금융	12.6	11.2	6.5	7.0	7.2	7.5	7.5	5.7	9.2	7.0	7.3
기타	5.6	6.2	7.0	7.4	8.4	6.0	6.5	6.0	6.6	6.6	6.5
RP margin (%)	7.5	10.8	5.4	7.1	12.2	11.4	9.9	10.7	7.7	11.0	10.9
NP margin (%)	5.2	7.8	3.4	4.4	8.8	7.4	6.5	6.9	5.2	7.4	7.2
평균환율 (원-달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,275.5	1,310.0	1,300.0	1,300.0	1,291.1	1,296.4	1,280.0
기말환율 (원-달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,301.6	1,310.0	1,300.0	1,300.0	1,260.4	1,300.0	1,280.0

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

현대차(005380)

2022년 하반기 전망 시리즈 9
자동차

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	103,997.6	117,610.6	142,527.5	154,953.0	160,058.1
매출액증가율(%)	-1.7	13.1	21.2	8.7	3.3
매출원가	85,515.9	95,680.1	114,209.5	123,864.5	127,696.9
매출총이익	18,481.7	21,930.5	28,318.1	31,088.5	32,361.2
판매비와관리비	16,087.0	15,251.5	18,498.3	17,167.4	17,438.2
영업이익	2,394.7	6,678.9	9,819.8	13,921.1	14,923.0
영업이익률(%)	2.3	5.7	6.9	9.0	9.3
금융손익	-142.1	364.4	164.6	181.0	222.0
중속/관계기업관련손익	162.2	1,303.4	1,556.6	2,879.6	2,451.0
기타영업외손익	-320.4	-387.1	-593.0	124.0	-176.1
세전계속사업이익	2,094.4	7,959.6	10,947.9	17,105.7	17,419.9
법인세비용	168.7	2,266.5	2,964.3	5,013.3	5,051.8
당기순이익	1,925.7	5,693.1	7,983.6	12,092.4	12,368.2
지배주주지분 순이익	1,425.6	4,942.4	7,364.4	11,398.6	11,567.9
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	83,686.4	88,565.4	96,389.3	108,650.2	124,235.4
현금및현금성자산	9,862.1	12,795.6	20,864.9	18,594.4	20,007.3
매출채권	3,284.0	3,147.3	4,279.1	4,652.1	6,402.3
재고자산	11,333.7	11,645.6	14,291.2	15,495.3	17,606.4
비유동자산	125,657.9	145,381.0	159,353.2	164,875.4	170,846.7
유형자산	34,092.2	35,543.1	36,153.2	37,786.7	40,205.6
무형자산	5,677.6	5,847.0	6,102.4	6,333.9	6,566.0
투자자산	22,766.3	26,274.8	29,201.8	31,980.0	34,412.5
자산총계	209,344.2	233,946.4	255,742.5	273,525.6	295,082.1
유동부채	59,459.5	64,236.8	74,236.5	79,886.1	89,774.8
매입채무	8,793.2	9,155.3	10,797.1	11,583.4	12,324.5
단기차입금	13,780.7	13,087.8	11,366.5	11,480.1	11,537.5
유동성장기부채	16,104.0	20,578.9	25,574.1	25,574.1	25,599.7
비유동부채	73,543.7	87,093.8	90,609.4	91,382.0	91,727.2
사채	48,795.4	63,458.8	62,960.1	62,960.1	63,148.9
장기차입금	12,726.7	10,667.7	12,285.1	12,408.0	12,432.8
부채총계	133,003.2	151,330.6	164,845.9	171,268.1	181,501.9
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,190.1	4,070.3	4,241.3	4,241.3	4,241.3
기타포괄이익누계액	-3,409.7	-1,772.6	-1,620.7	-1,620.7	-1,620.7
이익잉여금	68,911.8	73,167.9	79,953.6	90,620.8	101,143.2
비지배주주지분	6,860.3	7,629.7	8,547.3	9,241.0	10,041.3
자본총계	76,341.0	82,615.8	90,896.5	102,257.5	113,580.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-409.8	-1,176.4	10,627.3	17,949.4	14,876.4
당기순이익(손실)	1,924.6	5,693.1	7,983.6	12,092.4	12,368.2
유형자산감가상각비	2,749.5	2,937.9	3,180.7	3,366.5	3,581.0
무형자산상각비	1,435.9	1,617.8	1,866.9	1,937.8	2,008.8
운전자본의 증감	-16,991.8	-20,287.8	-13,922.7	-13,695.3	-17,901.1
투자활동 현금흐름	-9,337.6	-5,182.6	-1,203.5	-18,609.5	-11,781.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,687.8	-4,304.3	-4,015.0	-5,000.0	-6,000.0
투자자산의 감소(증가)	-1,445.1	-754.7	-1,853.8	-2,778.2	-2,432.5
재무활동 현금흐름	11,352.5	8,792.3	-1,324.5	-1,610.4	-1,681.7
차입금증감	12,779.0	10,904.0	321.6	236.5	296.7
자본의증가	0.0	1.0	2.0	3.0	3.0
현금의증가(감소)	1,180.2	2,933.4	8,069.3	-2,270.5	1,412.9
기초현금	8,682.0	9,862.1	12,795.6	20,864.9	18,594.4
기말현금	9,862.1	12,795.6	20,864.9	18,594.4	20,007.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	486,725	550,436	667,051	725,204	749,097
EPS(지배주주)	5,790	21,678	32,436	51,114	51,683
CFPS	87,673	100,486	132,165	148,102	153,404
EBITDAPS	30,796	52,580	69,582	89,978	96,003
BPS	275,660	298,318	328,219	369,242	410,127
DPS	3,000	5,000	7,000	7,500	7,000
배당수익률(%)	1.5	2.5	3.5	3.7	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	34.7	9.3	6.2	3.9	3.9
PCR	2.3	2.0	1.5	1.4	1.3
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EBITDA	65,800.4	112,346.9	148,673.9	192,253.3	205,128.0
EV/EBITDA	7.7	5.8	4.3	3.4	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	6.2	8.5	11.8	10.7
EBITDA이익률	6.3	9.6	10.4	12.4	12.8
부채비율	174.2	183.2	181.4	167.5	159.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	0.7	2.2	1.8	2.6	2.8
매출채권회전율(x)	30.6	36.6	38.4	34.7	29.0
재고자산회전율(x)	7.1	7.6	8.7	9.1	9.0

기아(000270) 낮은 재고와 높은 성장의 동행

Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	140,000원		
현재주가 (11. 1)	87,100원		
상승여력	60.7%		
KOSPI	2,554.69pt		
시가총액	350,181억원		
발행주식수	40,204만주		
유동주식비율	60.47%		
외국인비중	37.56%		
52주 최고/최저가	90,100원/59,300원		
평균거래대금	1,152.9억원		
주요주주(%)			
현대자동차 외 5 인	35.92		
국민연금공단	7.52		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	33.2	5.4
상대주가	-2.0	27.1	8.0
주가그래프			



높은 판매 성장에 근거한 업종 내 최저 재고 기록 중, 영업 실적 호조 지속 전망

- 현재 낮은 수준의 재고가 기록 중인 미국 자동차 시장 내에서 가장 낮은 재고를 보이고 있는 브랜드는 Toyota와 기아
- 다만 두 업체의 영업 성과는 판이. 2023년 YTD YoY 판매 성장률의 경우, Toyota -6.5% vs. 기아 +20.0%
- 높은 판매 성장을 이루며 업종 내 가장 낮은 재고를 보유한 기아의 실적 호조는 자연스러운 결과
- 2023년 연간 지배주주 순이익 8.26조원 (+52.7% YoY)를 전망. 2023년 기준 PER 4.4배에 불과

SUV 중심 수요 성장과 BEV 판매 호조로 글로벌 Legacy OEM 중 가장 두드러지는 판매 점유율 개선 지속 중

- 기아 글로벌 판매 점유율, 2017년 3.0%, 2018년 3.0%, 2019년 3.2%, 2020년 3.4%, 2021년 3.5%, 2022년 3.6%, 2023년 YTD 4.1%로 추세적 상승세 이어지고 있는 모습
- 유럽, 미국, 일본 OEM들의 합산 글로벌 판매 점유율, 2017년 66.2%, 2018년 65.4%, 2019년 66.1%, 2020년 63.9%, 2021년 60.2%, 2022년 57.4%, 2023년 56.5%로 2020년 이후 빠르게 내려가고 있음
- 경쟁 업체들 대비 차별화된 BEV 대량 양산 대응과 내연기관 시장 내 선전으로 차별화된 영업 성과의 근거 확보

기존 투자 의견 Buy와 적정주가 140,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	59,168.1	2,066.5	1,487.6	3,670	-18.6	73,740	23.4	1.2	7.1	5.1	102.4
2021	69,862.4	5,065.7	4,760.3	11,744	220.0	86,127	7.3	1.0	3.7	14.7	91.5
2022	86,559.0	7,233.1	5,409.4	13,345	13.6	97,056	6.4	0.9	2.8	14.6	87.4
2023E	98,184.5	11,224.6	8,258.0	20,372	52.7	117,065	4.2	0.7	1.8	19.0	68.5
2024E	100,864.1	11,298.4	8,501.2	20,972	2.9	137,142	4.1	0.6	1.7	16.5	58.3

기아 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	18,357.2	21,876.0	23,161.6	23,164.2	23,690.7	25,625.5	23,553.7	25,314.7	86,559.0	98,184.5	100,864.1
(% YoY)	10.7	19.3	30.5	34.8	29.1	17.1	1.7	9.3	23.9	13.4	2.7
연결기준 판매볼륨 (천대)	626.9	687.6	687.6	703.4	780.0	814.2	733.5	795.9	2,705.5	3,123.4	3,285.0
(% YoY)	-2.3	6.6	23.2	21.3	24.4	18.4	6.7	13.2	11.6	15.4	5.2
국내공장	333.3	356.1	364.5	402.0	436.5	450.0	407.0	441.5	1,455.9	1,735.0	1,795.0
(% YoY)	-7.8	-7.5	14.3	15.1	31.0	26.4	11.7	9.8	2.9	19.2	3.5
해외공장	293.6	331.6	323.1	301.4	343.5	364.2	326.5	354.4	1,249.7	1,388.4	1,490.0
(% YoY)	4.7	27.4	35.1	30.7	17.0	9.9	1.1	17.6	23.7	11.1	7.3
OP	1,606.5	2,234.1	768.2	2,624.3	2,874.0	3,070.8	2,443.1	2,836.8	7,233.1	11,224.6	11,298.4
(% YoY)	49.2	50.2	-42.1	123.3	78.9	37.5	218.0	8.1	42.8	55.2	0.7
RP	1,518.0	2,623.9	730.0	2,630.1	3,119.3	3,201.9	2,250.9	2,987.3	7,502.0	11,559.4	11,807.3
(% YoY)	15.1	42.8	-54.6	61.3	105.5	22.0	208.3	13.6	17.3	54.1	2.1
지분법이익	-52.5	356.4	192.4	-132.7	229.0	190.4	-179.5	134.8	363.7	374.7	591.2
(% YoY)	-127.8	8.9	-29.3	-134.9	-536.5	-46.6	-193.3	-201.6	-41.0	-26.1	863.0
NP	1,032.8	1,881.1	458.7	2,036.9	2,096.7	2,337.4	1,643.1	2,180.7	5,409.4	8,258.0	8,501.2
(% YoY)	-0.2	40.1	-59.6	63.3	103.0	24.3	258.2	7.1	13.6	52.7	2.9
OP margin (%)	8.8	10.2	3.3	11.3	12.1	12.0	10.4	11.2	8.4	11.4	11.2
RP margin (%)	8.3	12.0	3.2	11.4	13.2	12.5	9.6	11.8	8.7	11.8	11.7
NP margin (%)	5.6	8.6	2.0	8.8	8.9	9.1	7.0	8.6	6.2	8.4	8.4
평균환율 (원/달러)	1,205.3	1,260.6	1,340.0	1,358.7	1,275.5	1,310.0	1,300.0	1,300.0	1,291.1	1,296.4	1,280.0
기말환율 (원/달러)	1,215.1	1,288.1	1,440.6	1,260.4	1,301.6	1,310.0	1,300.0	1,300.0	1,260.4	1,300.0	1,280.0

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	59,168.1	69,862.4	86,559.0	98,184.5	100,864.1
매출액증가율(%)	1.8	18.1	23.9	13.4	2.7
매출원가	49,222.6	56,937.2	68,536.0	76,312.3	78,417.5
매출총이익	9,945.5	12,925.2	18,023.0	21,872.2	22,446.5
판매비와관리비	7,879.1	7,859.5	10,789.9	10,647.6	11,148.1
영업이익	2,066.5	5,065.7	7,233.1	11,224.6	11,298.4
영업이익률(%)	3.5	7.3	8.4	11.4	11.2
금융손익	-82.9	29.3	-57.9	24.0	169.7
종속/관계기업관련손익	61.4	1,168.2	363.7	374.7	591.2
기타영업외손익	-203.6	130.6	-36.8	-64.0	-252.2
세전계속사업이익	1,841.4	6,393.8	7,502.0	11,559.4	11,807.3
법인세비용	353.8	1,633.5	2,093.0	3,301.1	3,306.0
당기순이익	1,487.6	4,760.3	5,409.0	8,258.3	8,501.2
지배주주지분 손이익	1,487.6	4,760.3	5,409.4	8,258.0	8,501.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	26,093.4	29,205.5	34,147.1	37,113.8	40,648.2
현금및현금성자산	10,160.7	11,533.7	11,554.0	12,764.0	14,121.0
매출채권	1,819.0	1,787.7	2,237.4	2,945.5	3,530.2
재고자산	7,094.0	7,087.7	9,103.8	10,800.3	12,103.7
비유동자산	34,397.1	37,644.5	39,563.8	42,866.5	47,341.6
유형자산	15,579.7	15,583.8	15,383.4	15,505.9	16,697.0
무형자산	2,665.6	2,831.5	2,906.0	2,980.0	3,047.4
투자자산	15,265.7	18,057.3	20,029.6	23,073.4	26,224.7
자산총계	60,490.4	66,850.0	73,711.0	79,980.2	87,989.8
유동부채	21,097.6	21,562.6	25,377.8	23,218.6	23,201.4
매입채무	7,302.4	7,920.3	9,703.3	11,006.5	11,306.9
단기차입금	4,479.5	3,107.8	1,659.5	1,742.5	1,829.6
유동성장기부채	788.5	1,307.8	1,768.6	1,786.3	1,804.2
비유동부채	9,501.2	10,374.8	8,990.1	9,307.6	9,196.0
사채	2,723.0	3,297.0	3,099.2	3,130.2	3,161.5
장기차입금	2,175.7	1,631.3	945.2	954.6	964.2
부채총계	30,598.8	31,937.4	34,367.9	32,526.2	32,397.4
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,725.8	1,737.3	1,737.3	1,737.3
기타포괄이익누계액	-920.6	-406.4	-610.5	-671.6	-738.7
이익잉여금	27,173.4	31,682.9	36,320.8	44,492.4	52,697.9
비지배주주지분	0.0	2.1	5.1	5.5	5.5
자본총계	29,891.7	34,912.6	39,343.1	47,454.1	55,592.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5,423.9	7,359.7	9,333.2	8,268.8	8,692.2
당기순이익(손실)	1,487.6	4,760.3	5,409.0	8,258.3	8,501.2
유형자산감가상각비	1,675.7	1,700.4	1,840.7	2,026.7	2,366.1
무형자산상각비	543.9	519.2	581.9	588.9	602.2
운전자본의 증감	-1,797.7	-1,319.7	-2,217.3	-3,283.3	-3,565.8
투자활동 현금흐름	-2,864.9	-4,423.9	-5,671.3	-5,997.0	-5,957.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,661.9	-1,319.5	-1,494.6	-2,540.8	-3,557.2
투자자산의 감소(증가)	-777.5	-1,139.4	-1,815.9	-3,043.8	-3,151.3
재무활동 현금흐름	3,517.3	-1,620.5	-3,454.4	-1,061.7	-1,377.9
차입금증감	4,041.0	-1,116.5	-2,080.5	40.4	40.8
자본의증가	0.0	-38.1	-110.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5,892.0	1,373.0	20.3	1,210.0	1,357.0
기초현금	4,268.7	10,160.7	11,533.7	11,554.0	12,764.0
기말현금	10,160.7	11,533.7	11,554.0	12,764.0	14,121.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	145,963	172,345	213,534	242,214	248,824
EPS(지배주주)	3,670	11,744	13,345	20,372	20,972
CFPS	18,376	23,303	34,662	28,498	30,239
EBITDAPS	10,573	17,972	23,820	34,143	35,195
BPS	73,740	86,127	97,056	117,065	137,142
DPS	1,000	3,000	3,500	4,500	4,500
배당수익률(%)	1.2	3.5	4.1	5.3	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	7.3	6.4	4.2	4.1
PCR	4.7	3.7	2.5	3.0	2.8
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
EBITDA	4,286.0	7,285.3	9,655.7	13,840.2	14,266.7
EV/EBITDA	7.1	3.7	2.8	1.8	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	14.7	14.6	19.0	16.5
EBITDA이익률	7.2	10.4	11.2	14.1	14.1
부채비율	102.4	91.5	87.4	68.5	58.3
금융비용부담률	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	8.8	29.8	31.0	49.1	48.5
매출채권회전율(x)	29.8	38.7	43.0	37.9	31.2
재고자산회전율(x)	7.8	9.9	10.7	9.9	8.8

HL만도(204320) 뚜렷한 성장의 길

Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	75,000원		
현재주가 (5. 25)	47,300원		
상승여력	58.6%		
KOSPI	2,554.69pt		
시가총액	22,211억원		
발행주식수	4,696만주		
유동주식비율	68.48%		
외국인비중	24.14%		
52주 최고/최저가	57,500원/40,300원		
평균거래대금	144.5억원		
주요주주(%)			
한라홀딩스 외 4 인	30.26		
국민연금공단	11.40		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	0.6	-10.1
상대주가	-7.1	-4.0	-7.9
주가그래프			



BEV 수요 성장의 중심 북미 BEV 업체와 Legacy OEM 중 유일한 점유율 상승 업체 현대/기아와의 동행 성장 지속

- 북미 BEV 업체의 가파른 판매 볼륨 성장 지속 중. 북미 BEV 업체로의 매출 2022년 1.0조원 (매출 비중 14%)에서 2023년 1.5조원 (매출 비중 18%)로 개선 전망
- 북미 BEV 업체의 2H23 신 모델 양산 개시 및 2024년 신규 공장 가동을 통해 업종 내 차별화된 매출 성장 지속 기대
- 연결 매출 내 가장 높은 비중을 차지하고 있는 현대/기아의 선전 또한 긍정적
- 현대/기아는 상품성 높은 SUV 출시 및 차별화된 BEV 양산 역량 확보로 글로벌 OEM 중 유일하게 판매 점유율 상승세가 이어지고 있음. 2023년 연결 매출 8.56조원 (+14% YoY)로 3년 연속 두 자릿 수 성장 실현할 것

원자재 및 물류 비용 안정화 시작, 2Q23 이후 매출 성장에 근거한 영업 레버리지 발현 시작

- 높은 매출 성장 지속에도, 그 이상의 상승세를 보였던 원자재 및 물류 비용 상승으로 2Q22-1Q23 수익성 저조
- 스팟 가격 하락이 이미 실현됐으며, 2Q23 이후 원가 투입 가격 또한 하락세가 시작될 예정
- 2023년 지배주주 순이익 2,621억원으로 +1,667% YoY 상승 전망

기존 투자의견 Buy와 적정주가 75,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	380.0	1.3	8.3	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	13.2	1.1	6.2	8.9	179.0
2022	7,516.2	248.1	98.3	2,093	-41.2	48,422	22.4	1.0	6.2	4.6	157.1
2023E	8,561.4	360.2	262.1	5,582	166.7	52,743	8.4	0.9	4.8	11.0	159.6
2024E	9,104.6	410.6	277.9	5,919	6.0	57,009	7.9	0.8	4.3	10.8	152.4

HL만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,687.8	1,679.0	1,968.4	2,181.0	1,996.8	2,147.5	2,055.8	2,361.3	7,516.2	8,561.4	9,104.6
(% YoY)	12.4	12.9	37.1	26.6	18.3	27.9	4.4	8.3	22.3	13.9	6.3
OP	68.9	45.7	76.6	56.9	70.2	102.0	83.6	104.5	248.1	360.2	410.6
(% YoY)	-4.0	-40.4	44.0	85.6	1.8	123.1	9.2	83.7	6.8	45.2	14.0
RP	52.7	68.9	179.9	-71.5	70.9	108.7	87.4	109.8	230.0	376.7	389.7
(% YoY)	-22.6	-32.6	466.5	-374.1	34.5	57.8	-51.4	-253.6	0.8	63.8	3.4
NP	29.8	35.9	129.1	-96.5	39.4	79.5	63.3	80.0	98.3	262.1	277.9
(% YoY)	-39.3	-54.2	469.5	-664.4	32.0	121.9	-51.0	-182.9	-41.2	166.7	6.0
OP margin (%)	4.1	2.7	3.9	2.6	3.5	4.7	4.1	4.4	3.3	4.2	4.5
RP margin (%)	3.1	4.1	9.1	-3.3	3.6	5.1	4.3	4.7	3.1	4.4	4.3
NP margin (%)	1.8	2.1	6.6	-4.4	2.0	3.7	3.1	3.4	1.3	3.1	3.1

자료: HL만도, 메리츠증권 리서치센터

HL만도 (204320)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	5,563.5	6,147.4	7,516.2	8,561.4	9,104.6
매출액증가율(%)	-7.0	10.5	22.3	13.9	6.3
매출원가	4,893.8	5,246.1	6,510.1	7,334.9	7,775.4
매출총이익	669.7	901.3	1,006.0	1,226.5	1,329.3
판매비와관리비	581.0	669.0	757.9	866.3	918.7
영업이익	88.7	232.3	248.1	360.2	410.6
영업이익률(%)	1.6	3.8	3.3	4.2	4.5
금융손익	-49.9	-36.3	-28.0	1.4	-18.9
종속/관계기업관련손익	33.4	101.7	-22.4	29.0	10.0
기타영업외손익	-67.1	-69.6	32.3	-13.9	-12.0
세전계속사업이익	5.2	228.1	230.0	376.7	389.7
법인세비용	-8.7	49.5	111.7	96.0	93.5
당기순이익	13.9	178.6	118.3	280.7	296.1
지배주주지분 손이익	5.8	167.1	98.3	262.1	277.9

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	2,407.0	2,944.3	2,980.3	3,530.8	3,845.9
현금및현금성자산	561.4	852.3	492.1	684.9	728.4
매출채권	1,334.0	1,359.7	1,495.0	1,712.3	1,912.0
재고자산	322.6	544.1	665.2	757.7	805.8
비유동자산	2,531.3	2,760.1	2,865.5	2,898.7	2,911.3
유형자산	2,039.4	2,193.0	2,116.7	2,104.3	2,084.6
무형자산	125.2	113.9	159.8	165.6	173.8
투자자산	157.9	221.6	234.7	267.3	284.3
자산총계	4,938.3	5,704.4	5,845.8	6,429.5	6,757.2
유동부채	2,031.6	2,129.6	2,150.8	2,501.8	2,627.0
매입채무	1,098.8	969.0	989.0	1,113.0	1,183.6
단기차입금	108.5	127.2	169.4	169.4	174.5
유동성장기부채	502.7	597.7	587.6	593.5	575.7
비유동부채	1,197.2	1,530.5	1,421.3	1,451.1	1,453.2
사채	548.5	828.0	688.9	695.8	688.8
장기차입금	518.7	584.0	494.8	499.8	504.8
부채총계	3,228.8	3,660.1	3,572.1	3,952.8	4,080.2
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	603.1	603.1	603.1	603.1
기타포괄이익누계액	-5.2	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	722.3	915.5	1,082.7	1,339.9	1,589.1
비지배주주지분	343.8	480.9	543.2	488.9	440.0
자본총계	1,709.6	2,044.3	2,273.7	2,476.7	2,677.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	430.0	412.7	-13.3	440.4	561.2
당기순이익(손실)	13.9	178.6	118.3	280.7	296.1
유형자산감가상각비	253.6	280.3	304.4	324.7	332.1
무형자산상각비	52.2	46.5	34.4	36.4	38.2
운전자본의 증감	52.4	-140.1	-540.2	-226.0	-169.9
투자활동 현금흐름	-144.4	-376.6	-137.4	-241.8	-456.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-177.6	-207.3	-312.3	-312.3	-312.3
투자자산의 감소(증가)	15.5	-24.8	-73.5	-5.8	-8.2
재무활동 현금흐름	71.4	229.0	-244.8	-5.8	-61.6
차입금증감	126.9	253.1	-242.6	17.7	-14.7
자본의증가	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
현금의증가(감소)	356.1	290.8	-360.2	192.9	43.5
기초현금	205.3	561.4	852.3	492.1	684.9
기말현금	561.4	852.3	492.1	684.9	728.4

Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	118,481	130,916	160,064	182,324	193,892
EPS(지배주주)	123	3,559	2,093	5,582	5,919
CFPS	11,956	18,150	10,479	14,586	15,511
EBITDAPS	8,401	11,907	12,499	15,361	16,629
BPS	36,407	43,535	48,422	52,743	57,009
DPS	0	800	500	1,000	1,100
배당수익률(%)	0.0	1.7	1.1	2.1	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	380.0	13.2	22.4	8.4	7.9
PCR	7.1	4.5	5.0	3.5	3.4
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	394.5	559.1	586.9	721.3	780.8
EV/EBITDA	8.3	6.2	6.2	4.8	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.4	8.9	4.6	11.0	10.8
EBITDA이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	188.9	179.0	157.1	159.6	152.4
금융비용부담률	8.1	8.3	7.7	7.5	7.0
이자보상배율(x)	0.2	0.5	0.4	0.6	0.6
매출채권회전율(x)	4.2	4.6	5.3	5.3	5.0
재고자산회전율(x)	16.9	14.2	12.4	12.0	11.6

한온시스템(018880) 성장에 대한 물음표

Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	9,000원		
현재주가 (5. 25)	9,470원		
상승여력	-5.0%		
KOSPI	2,554.69pt		
시가총액	50,551억원		
발행주식수	53,380만주		
유동주식비율	29.99%		
외국인비중	16.58%		
52주 최고/최저가	11,450원/7,210원		
평균거래대금	83.4억원		
주요주주(%)			
한앤코오토홀딩스	50.50		
한국타이어앤테크놀로지	19.49		
국민연금공단	5.00		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	10.1	-13.9
상대주가	-0.4	5.1	-11.8
주가그래프			



BEV 시장 확장과 동행하지 않는 실적

- 글로벌 BEV 판매량은 2017년 73.7만대에서 2022년 774.6만대로 10.5배 증가
- 한온시스템의 2017년 영업이익은 4,684억이었으며, 2022년 2,566억원. 2017-2022년 연평균은 3,807억원
- 2023년 영업이익 컨센서스 3,819억원으로 전년 대비 개선되나, 큰 맥락에서 성장이 부재한 모습
- 이는 BEV 시장 성장의 수혜로 주목받고 있는 타 업종 내 기업들과도 상이
- 실적 성장의 불확실성이 지속되고 있는 가운데, 2023년 PER은 20배 이상으로 여전히 프리미엄 부여 중

유의미한 신생 업체 수주 확보의 부재와 열관리 시스템의 가격 하락을 성장 정체 의 원인으로 추정

- 한온시스템은 내연기관 공조 시스템을 주요 사업으로 영위했었음. 가파른 판매 성장을 실현 중인 신규 BEV 업체의 수주가 제한적이라면, BEV 열관리 시스템 매출이 증가해도 내연기관 공조 시스템 매출의 하락이 성장의 상쇄 요인으로 작용
- 또한 열관리 시스템의 가격은 기타 다른 BEV 주요 부품과 마찬가지로 지속적으로 판매가격이 내려왔음
- 내연기관 매출의 하락과 BEV 열관리 시스템의 판매 가격 하락을 이익 성장 정체 의 원인이라 판단

기존 투자의견 Hold와 적정주가 9,000원 유지

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	6,872.8	315.8	110.4	207	-65.4	3,967	46.4	2.4	9.0	5.1	145.9
2021	7,351.4	325.8	308.5	578	179.5	4,390	16.6	2.2	8.7	13.8	142.7
2022	8,627.7	256.6	17.1	38	-93.4	4,189	250.5	2.3	9.5	0.9	172.9
2023E	9,286.0	340.8	252.6	473	1,135.9	4,312	20.3	2.2	8.6	11.1	168.5
2024E	9,513.2	390.0	291.9	547	15.6	4,469	17.5	2.1	8.1	12.5	163.1

한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,980.2	2,106.7	2,195.6	2,345.3	2,340.4	2,385.8	2,183.4	2,376.4	8,627.7	9,286.0	9,513.2
(% YoY)	5.9	13.8	28.8	21.8	18.2	13.2	-0.6	1.3	17.4	7.6	2.4
OP	30.5	60.1	61.8	104.3	60.2	93.0	83.0	104.6	256.6	340.8	390.0
(% YoY)	-67.6	-40.2	-12.5	71.7	97.7	54.9	34.3	0.3	-21.2	32.8	14.4
RP	29.9	14.6	25.7	27.0	66.6	99.1	89.3	110.8	93.9	365.8	418.6
(% YoY)	-60.2	-88.8	-51.9	-71.7	122.6	579.7	248.1	310.3	-73.5	289.8	14.4
NP	19.7	14.0	16.8	-30.0	43.9	70.6	60.3	77.8	17.1	252.6	291.9
(% YoY)	-66.5	-85.6	-67.0	-129.4	122.6	406.0	258.5	-358.9	-94.4	1,374.6	15.6
OP margin (%)	1.5	2.9	2.8	4.4	2.6	3.9	3.8	4.4	3.0	3.7	4.1
RP margin (%)	1.5	0.7	1.2	1.2	2.8	4.2	4.1	4.7	1.1	3.9	4.4
NP margin (%)	1.0	0.7	0.8	-1.3	1.9	3.0	2.8	3.3	0.2	2.7	3.1

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,872.8	7,351.4	8,627.7	9,286.0	9,513.2
매출액증가율(%)	-3.9	7.0	17.4	7.6	2.4
매출원가	6,008.4	6,502.4	7,780.6	8,368.4	8,547.8
매출총이익	864.4	849.0	847.1	917.6	965.4
판매비와관리비	548.6	523.2	590.5	576.8	575.3
영업이익	315.8	325.8	256.6	340.8	390.0
영업이익률(%)	4.6	4.4	3.0	3.7	4.1
금융손익	-96.6	-8.2	-103.5	20.2	24.1
종속/관계기업관련손익	3.0	5.4	5.6	4.8	4.5
기타영업외손익	-176.0	28.9	-162.7	25.0	28.6
세전계속사업이익	139.8	354.6	93.9	365.8	418.6
법인세비용	26.3	43.9	70.4	108.1	121.4
당기순이익	113.5	310.7	23.4	257.8	297.2
지배주주지분 손익	110.4	308.5	17.1	252.6	291.9
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	3,464.7	3,551.7	4,194.8	4,329.4	4,340.2
현금및현금성자산	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,392.9	1,331.8
매출채권	1,097.3	882.7	1,136.1	1,207.2	1,236.7
재고자산	630.4	810.1	971.9	1,021.5	1,046.5
비유동자산	4,342.7	4,682.0	4,904.0	5,046.5	5,218.8
유형자산	2,223.6	2,336.3	2,371.4	2,353.6	2,379.8
무형자산	1,621.9	1,790.2	1,923.1	2,060.4	2,188.2
투자자산	124.4	145.8	100.9	108.6	111.3
자산총계	7,807.4	8,233.7	9,098.8	9,375.9	9,559.0
유동부채	2,718.4	2,813.5	4,021.1	4,233.3	4,346.0
매입채무	1,039.6	946.0	1,231.1	1,114.3	1,141.6
단기차입금	622.9	831.9	1,455.2	1,440.6	1,426.2
유동성장기부채	329.9	335.4	519.6	524.8	530.0
비유동부채	2,849.6	2,943.6	2,707.8	2,707.1	2,693.8
사채	1,596.2	1,706.0	1,546.6	1,577.5	1,609.1
장기차입금	718.5	661.3	577.1	559.8	543.0
부채총계	5,568.0	5,757.1	6,728.9	6,940.4	7,039.8
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-10.9	-11.0	-9.8	-9.8	-9.8
기타포괄이익누계액	-181.3	-66.4	-50.0	-50.0	-50.0
이익잉여금	2,257.3	2,368.4	2,243.5	2,309.1	2,392.8
비지배주주지분	122.0	133.4	133.9	133.9	133.9
자본총계	2,239.4	2,476.7	2,369.9	2,435.5	2,519.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	795.6	636.3	378.3	593.6	854.1
당기순이익(손실)	113.5	310.7	26.7	257.8	297.2
유형자산감가상각비	360.4	374.7	398.4	417.8	423.8
무형자산상각비	107.9	133.9	159.5	155.1	164.7
운전자본의 증감	64.9	-189.5	-373.1	-237.5	-27.3
투자활동 현금흐름	-594.5	-557.3	-643.3	-441.9	-707.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-402.0	-387.7	-385.1	-400.0	-450.0
투자자산의 감소(증가)	-2.5	0.9	0.0	-7.7	-2.7
재무활동 현금흐름	484.6	-24.2	262.0	-187.9	-207.9
차입금증감	693.4	234.8	523.0	4.3	5.6
자본의증가	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	638.7	78.4	25.4	-36.2	-61.1
기초현금	688.0	1,326.7	1,405.1	1,429.1	1,392.9
기말현금	1,325.4	1,403.8	1,429.1	1,392.9	1,331.8
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,875	13,772	16,163	17,396	17,822
EPS(지배주주)	207	578	38	473	547
CFPS	2,483	2,630	2,677	2,609	2,495
EBITDAPS	1,469	1,563	1,526	1,712	1,833
BPS	3,967	4,390	4,189	4,312	4,469
DPS	320	360	360	400	440
배당수익률(%)	3.3	3.8	3.8	4.2	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	46.4	16.6	250.5	20.3	17.5
PCR	8.8	6.3	8.9	6.2	5.8
PSR	12,875	13,772	16,163	17,396	17,822
PBR	2.4	2.2	2.3	2.2	2.1
EBITDA	784.0	834.3	814.5	913.7	978.5
EV/EBITDA	9.0	8.7	9.5	8.6	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	13.8	0.9	11.1	12.5
EBITDA이익률	11.4	11.3	9.4	9.8	10.3
부채비율	145.9	142.7	172.9	168.5	163.1
금융비용부담률	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
이자보상배율(x)	352.5	380.4	243.0	316.5	355.1
매출채권회전율(x)	6.1	7.4	8.5	7.9	7.8
재고자산회전율(x)	11.1	10.2	9.7	9.3	9.2

Compliance Not내연기관

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대차(005380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.26	산업분석	Buy	320,000	김준성	-26.5	-23.9	
2021.07.22	기업브리프	Buy	330,000	김준성	-35.1	-30.8	
2021.09.28	산업분석	Buy	285,000	김준성	-27.1	-23.3	
2022.01.25	기업브리프	Buy	250,000	김준성	-27.8	-22.2	
2022.03.14	산업브리프	Buy	220,000	김준성	-19.9	-16.8	
2022.04.25	기업브리프	Buy	260,000	김준성	-28.5	-22.3	
2022.10.17	산업브리프	Buy	230,000	김준성	-27.1	-26.7	
2022.10.24	기업브리프	Buy	210,000	김준성	-21.8	-16.2	
2023.01.26	기업브리프	Buy	220,000	김준성	-20.8	-18.5	
2023.03.13	산업브리프	Buy	250,000	김준성	-28.2	-25.3	
2023.04.11	기업브리프	Buy	280,000	김준성	-30.7	-29.0	
2023.04.25	기업브리프	Buy	350,000	김준성	-	-	

기아(000270) 투자등급변경 내용

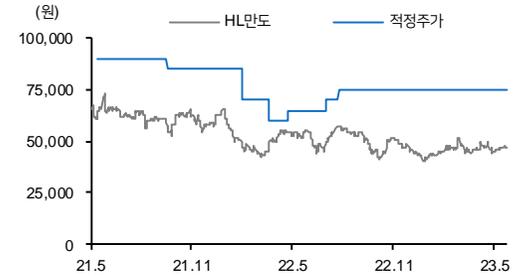
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.26	산업분석	Buy	130,000	김준성	-32.1	-29.6	
2021.07.05	기업브리프	Buy	140,000	김준성	-39.3	-36.5	
2021.09.28	산업분석	Buy	120,000	김준성	-30.5	-26.6	
2022.01.27	기업브리프	Buy	110,000	김준성	-30.4	-25.5	
2022.03.14	산업브리프	Buy	100,000	김준성	-25.6	-19.9	
2022.04.25	기업브리프	Buy	110,000	김준성	-25.0	-23.9	
2022.04.29	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-33.6	-28.1	
2022.10.17	산업브리프	Buy	100,000	김준성	-31.9	-30.9	
2022.10.25	기업브리프	Buy	90,000	김준성	-24.6	-12.3	
2023.03.13	산업브리프	Buy	110,000	김준성	-28.4	-26.2	
2023.04.05	기업브리프	Buy	130,000	김준성	-35.5	-33.4	
2023.04.26	기업브리프	Buy	140,000	김준성	-	-	

HL만도(204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.26	산업분석	Buy	90,000	김준성	-29.6	-18.4	
2021.09.28	산업분석	Buy	85,000	김준성	-30.1	-22.2	
2022.02.09	기업브리프	Buy	70,000	김준성	-34.5	-28.4	
2022.03.30	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-12.5	-7.0	
2022.05.02	기업브리프	Buy	65,000	김준성	-21.2	-14.3	
2022.07.11	기업브리프	Buy	70,000	김준성	-23.2	-18.3	
2022.08.01	기업브리프	Buy	75,000	김준성	-	-	



한온시스템(018880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.12	기업브리프	Hold	14,000	김준성	1.3	31.8	
2022.05.11	기업브리프	Hold	11,000	김준성	-10.4	4.1	
2022.11.09	기업브리프	Hold	9,000	김준성	-	-	

