

2023. 7. 26



▲ 자동차/타이어

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

Buy

적정주가 (12개월) 75,000 원

현재주가 (7.26) 47,950 원

상승여력 56.4%

KOSPI	2,592.36pt
시가총액	22,516억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	26.41%
52주 최고/최저가	57,500원/40,300원
평균거래대금	122.4억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 3 인	30.26
국민연금공단	11.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	5.4	-14.8
상대주가	-6.9	0.4	-20.7

주가그래프



(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	388.9	1.3	8.5	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	13.5	1.1	6.3	8.9	179.0
2022	7,516.2	248.1	98.3	2,093	-41.2	48,422	22.9	1.0	6.2	4.6	157.1
2023E	8,521.6	343.3	243.5	5,186	147.8	51,626	9.2	0.9	5.3	10.4	171.6
2024E	9,097.1	411.3	276.5	5,889	13.6	55,764	8.1	0.9	4.6	11.0	166.6

HL만도 204320

매출 성장 가속 국면

- ✓ 6개 분기 연속 두 자릿수 매출 성장 기록
- ✓ 여전히 높은 원자재 투입 가격과 일회성 구조조정 비용 발생으로 2Q23 아쉬운 수익성 기록했으나, 3Q23을 기점으로 비용 절감 효과 시작 예정
- ✓ 북미 BEV 업체와의 동행 성장은 신규 생산 거점에 대한 기존 제동/조향/현가장치 수주 확보와 신규 부품인 IDB 공급 확정을 통해 더욱 가속화될 전망
- ✓ 지속적인 외형 성장과 하반기 이후 수익성 회복은 기업가치 개선의 발판이 될 것

2Q23, 전방업체 판매 호조에 근거해 2분기 기준 역대 최대 매출 기록

매출 2,09조원 (+24% YoY, 이하 YoY)으로 6개 분기 연속 두 자릿수 성장세가 이어졌다. 컨센서스에 부합한 수준이다. 지역별 매출은 한국 (+11%), 북미 (+17%), 중국 (+47%), 인도 및 기타 시장 (+41%) 등 전 지역에서 고른 외형 성장이 기록됐다. 고객별 매출은 현대/기아 (+11%), 중국 로컬 OEMs (+13%)에 대한 부분도 고무적이었으나, 북미 BEV 업체 (+103%)와의 동행 성장이 압도적이었다.

영업이익은 770억원 (+69%)으로 다소 아쉽다. 국내 공장 인력 구조조정 진행으로 96억원의 일회성 비용이 발생했으며, 이에 따라 컨센서스를 -7% 하회했다. 원자재 스팟 가격 낮아졌으나, 매출 연동 투입 가격이 여전히 전년 동기 대비 높은 수준인 점 또한 수익성에 악영향을 미쳤다. 인력 구조조정에 따른 인건비 감소와 원자재 투입 가격 하락에 따른 수익성 개선은 하반기 실적부터 반영될 예정이다.

핵심 성장동력으로 작동 중인 북미 BEV 업체 신규 수주 확보

만도의 연간 매출은 2012년부터 2020년까지 5~6조원에 머물러 있었다. 그러나 제동/조향/현가장치를 납품 중인 북미 BEV 업체의 판매 성장 가속과 함께 2021년 6,15조원, 2022년 7,52조원을 기록했으며 2023년은 8,52조원 실현이 예상된다.

중국/유럽/미국 등 주요 시장의 BEV 전환과 북미 BEV 업체의 점유율 확장을 통한 동행 성장 지속을 전망한다. 이미 멕시코 신규 생산 거점에 대한 수주를 확보했으며, 4Q24 납품 개시를 위한 현지 생산거점 투자가 시작됐다. 새로운 생산 거점으로 거론되고 있는 인도의 경우도, 이미 대규모 생산거점을 운영 중에 있어 수주 확보가 유력하다. 이에 더해 기존 Bosch가 독점 공급해왔던 IDB 수주도 확보하여 대당 공급단가 상승이 예정되어 있다. 지속적인 외형 성장이 확실시 되는 가운데, 하반기 발현된 수익성 회복은 기업가치 개선의 발판이 될 것이다.

표1 2Q23 영업이익, 컨센서스 -7% 하회

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,086.8	1,679.0	24.3	1,996.7	4.5	2,111.7	-1.2	2,127.5	-1.9
영업이익	77.0	45.7	68.5	70.2	9.7	82.4	-6.6	86.0	-10.4
세전이익	67.3	68.9	-2.2	70.9	-5.0	81.2	-17.1	88.7	-24.1
순이익	45.7	35.9	27.4	39.3	16.1	56.4	-19.0	63.8	-28.4
영업이익률(%)	3.7	2.7		3.5		3.9		4.0	
세전이익률(%)	3.2	4.1		3.5		3.8		4.2	
순이익률(%)	2.2	2.1		2.0		2.7		3.0	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 영업이익, 컨센서스 부합 전망

(십억원)	2023E			2024E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,521.6	8,504.9	0.2	9,288.8	9,105.3	2.0
영업이익	343.3	344.3	-0.3	411.4	404.5	1.7
세전이익	351.5	344.1	2.2	387.0	403.9	-4.2
순이익	243.5	230.1	5.8	276.3	277.3	-0.4
영업이익률(%)	4.0	4.0	0.0p	4.4	4.4	0.0p
세전이익률(%)	4.1	4.0	0.1p	4.2	4.4	-0.3p
순이익률(%)	2.9	2.7	0.2p	3.0	3.0	-0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2H23 및 2024년 EPS 추정치, 큰 변화 없이 유지

(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	7,516.2	8,521.6	9,288.8
매출액 - 기존 추정	7,516.2	8,561.4	9,104.6
% change	0.0%	-0.5%	2.0%
영업이익 - 신규 추정	248.1	343.3	411.4
영업이익 - 기존 추정	248.1	360.2	410.6
% change	0.0%	-4.7%	0.2%
세전이익 - 신규 추정	230.0	351.5	387.0
세전이익 - 기존 추정	230.0	376.7	389.7
% change	0.0%	-6.7%	-0.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	98.3	243.5	276.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	98.3	262.1	277.9
% change	0.0%	-7.1%	-0.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,093.2	5,185.9	5,884.3
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,093.2	5,582.5	5,918.9
% change	0.0%	-7.1%	-0.6%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,687.8	1,679.0	1,968.4	2,181.0	1,996.7	2,086.8	2,046.2	2,391.9	7,516.2	8,521.6	9,288.8
(% YoY)	12.4	12.9	37.1	26.6	18.3	24.3	4.0	9.7	22.3	13.4	9.0
OP	68.9	45.7	76.6	56.9	70.2	77.0	87.5	108.6	248.1	343.3	411.4
(% YoY)	-4.0	-40.4	44.0	85.6	1.8	68.5	14.3	91.0	6.8	38.4	19.8
RP	52.7	68.9	179.9	-71.5	70.8	67.3	93.3	120.1	230.0	351.5	387.0
(% YoY)	-22.6	-32.6	466.5	-374.1	34.3	-2.2	-48.1	-268.0	0.8	52.9	10.1
NP	29.8	35.9	129.1	-96.5	39.3	45.7	69.1	89.4	98.3	243.5	276.3
(% YoY)	-39.3	-54.2	469.5	-664.4	31.7	27.4	-46.5	-192.6	-41.2	147.8	13.5
OP margin (%)	4.1	2.7	3.9	2.6	3.5	3.7	4.3	4.5	3.3	4.0	4.4
RP margin (%)	3.1	4.1	9.1	-3.3	3.5	3.2	4.6	5.0	3.1	4.1	4.2
NP margin (%)	1.8	2.1	6.6	-4.4	2.0	2.2	3.4	3.7	1.3	2.9	3.0

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

HL 만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	5,563.5	6,147.4	7,516.2	8,521.6	9,288.8
매출액증가율(%)	-7.0	10.5	22.3	13.4	9.0
매출원가	4,893.8	5,246.1	6,510.1	7,338.3	7,942.0
매출총이익	669.7	901.3	1,006.0	1,183.3	1,346.9
판매관리비	581.0	669.0	757.9	840.0	935.5
영업이익	88.7	232.3	248.1	343.3	411.4
영업이익률(%)	1.6	3.8	3.3	4.0	4.4
금융손익	-49.9	-36.3	-28.0	-31.3	-45.4
중속/관계기업손익	33.4	101.7	-22.4	17.3	10.0
기타영업외손익	-67.1	-69.6	32.3	22.3	11.0
세전계속사업이익	5.2	228.1	230.0	351.5	387.0
법인세비용	-8.7	49.5	111.7	93.6	96.7
당기순이익	13.9	178.6	118.3	257.9	290.2
지배주주지분 손이익	5.8	167.1	98.3	243.5	276.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	2,407.0	2,944.3	2,980.3	3,642.2	4,063.0
현금및현금성자산	561.4	852.3	492.1	809.6	882.4
매출채권	1,334.0	1,359.7	1,495.0	1,704.3	1,950.7
재고자산	322.6	544.1	665.2	754.2	822.1
비유동자산	2,531.3	2,760.1	2,865.5	2,941.7	3,008.5
유형자산	2,039.4	2,193.0	2,116.7	2,142.5	2,164.5
무형자산	125.2	113.9	159.8	171.7	185.3
투자자산	157.9	221.6	234.7	266.0	290.0
자산총계	4,938.3	5,704.4	5,845.8	6,583.9	7,071.5
유동부채	2,031.6	2,129.6	2,150.8	2,737.2	3,022.7
매입채무	1,098.8	969.0	989.0	1,107.8	1,207.5
단기차입금	108.5	127.2	169.4	203.3	209.4
유동성장기부채	502.7	597.7	587.6	705.1	684.0
비유동부채	1,197.2	1,530.5	1,421.3	1,422.5	1,430.2
사채	548.5	828.0	688.9	668.2	661.5
장기차입금	518.7	584.0	494.8	499.8	504.8
부채총계	3,228.8	3,660.1	3,572.1	4,159.7	4,452.9
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	1,287.4	1,530.7
비지배주주지분	343.8	480.9	543.2	488.9	440.0
자본총계	1,709.6	2,044.3	2,273.7	2,424.2	2,618.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	430.0	412.7	-13.3	674.3	486.4
당기순이익(손실)	13.9	178.6	118.3	257.9	290.2
유형자산상각비	253.6	280.3	304.4	286.5	290.4
무형자산상각비	52.2	46.5	34.4	30.3	32.7
운전자본의 증감	52.4	-140.1	-540.2	81.7	-204.2
투자활동 현금흐름	-144.4	-376.6	-137.4	-466.0	-349.9
유형자산의증가(CAPEX)	-177.6	-207.3	-312.3	-312.3	-312.3
투자자산의감소(증가)	15.5	-24.8	-73.5	-16.1	-13.7
재무활동 현금흐름	71.4	229.0	-244.8	88.0	-63.7
차입금의 증감	126.9	253.1	-242.6	113.3	-16.7
자본의 증가	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
현금의 증가(감소)	356.1	290.8	-360.2	317.5	72.9
기초현금	205.3	561.4	852.3	492.1	809.6
기말현금	561.4	852.3	492.1	809.6	882.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	118,481	130,916	160,064	181,476	197,815
EPS(지배주주)	123	3,559	2,093	5,186	5,884
CFPS	11,956	18,150	10,479	17,240	18,792
EBITDAPS	8,401	11,907	12,499	14,057	15,641
BPS	36,407	43,535	48,422	51,626	55,766
DPS	0	800	500	1,000	1,100
배당수익률(%)	0.0	1.7	1.0	2.1	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	388.9	13.5	22.9	9.2	8.1
PCR	7.2	4.6	5.2	4.0	3.8
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
EBITDA(십억원)	394.5	559.1	586.9	660.1	734.5
EV/EBITDA	8.5	6.3	6.2	5.3	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.4	8.9	4.6	10.4	11.0
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	188.9	179.0	157.1	171.6	170.0
금융비용부담률	8.1	8.3	7.7	8.0	7.3
이자보상배율(x)	0.2	0.5	0.4	0.5	0.6
매출채권회전율(x)	4.2	4.6	5.3	5.3	5.1
재고자산회전율(x)	16.9	14.2	12.4	12.0	11.8

Compliance Notice

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HL 만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

