

2022. 10. 18



▲ 자동차/타이어

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

RA **장재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **75,000 원**

현재주가 (10.17) **42,300 원**

상승여력 **77.3%**

KOSPI	2,219.71pt
시가총액	19,863억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	21.42%
52주 최고/최저가	66,100원/41,050원
평균거래대금	127.0억원

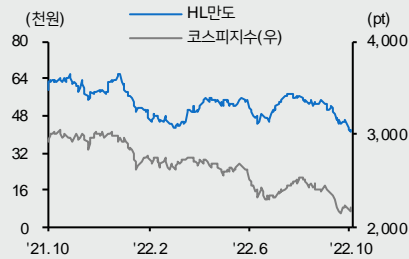
주요주주(%)

한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	12.16
Matthews International Capital	5.13

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.1	-20.6	-32.6
상대주가	-9.9	-3.6	-8.5

주가그래프



HL만도 204320

5, 6, 7, 8

- ✓ 북미 BEV 업체와의 동행 성장을 통한 가파른 매출 성장 지속 중
- ✓ 11~20년 연평균 5.4조원, 21년 6.1조원, 22년 7.4조원, 23년 7.9조원의 매출 전망
- ✓ 3Q22E 매출 또한 높아진 컨센서스를 상회하는 서프라이즈 기록 예상
- ✓ 경기 둔화로 하향 정체 기조가 이어지고 있는 자동차 업종, 차별화된 외형 성장은 차별화된 주가 상승으로 이어질 수 있다고 판단. 만도, 업종 Top-pick으로 제시

매출, 11~20년 연평균 5.4조원, 21년 6.1조원, 22년 7.4조원, 23년 7.9조원

거침없는 외형 성장이 지속되고 있다. 북미 BEV 업체와의 동행 성장 덕분이다. 2011~2020년 +2%에 불과했던 연평균 매출 성장률이 2021~2024년에는 +11%에 달할 전망이다. 높은 판매 성장을 이어가고 있는 북미 BEV 업체는 지난 9월 중국과 독일에서 전 차종 판매 1위를 기록했다. 판매 급증에 발맞추기 위한 생산 능력의 가파른 팽창이 진행되고 있음에도, 재고는 3~4일에 불과하다. 북미 BEV 업체의 2021~2024년 연평균 판매 성장률은 +55%가 예상되며, 만도의 수혜가 자명하다. 2011~2020년 십년간 5조원대에 정체되어 있었던 매출은 2021년 처음으로 6조원을 상회했다. 2022년 7조원을 돌파하며, 2023년 8조원에 육박할 전망이다. 북미 BEV 업체의 매출 비중은 2020년 6%, 2021년 11%, 2022년 16%, 2023년 23%, 2024년 31%로 늘어나며, 2023년 하반기 중 최대 매출 기여 고객으로 부상한다.

3Q22E 서프라이즈

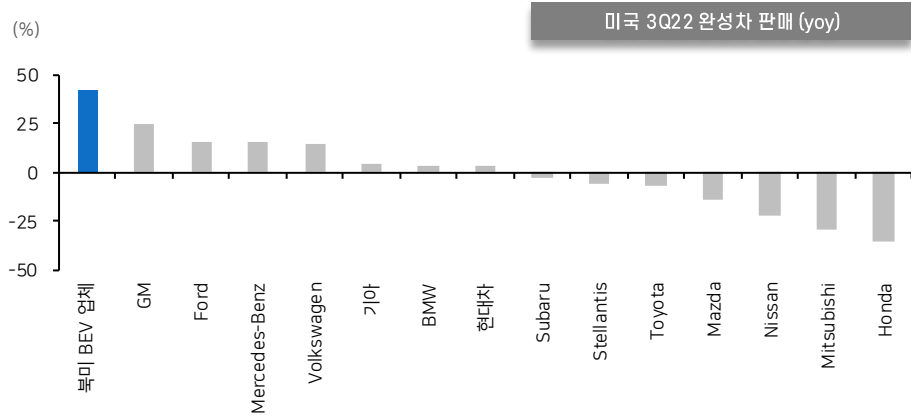
매출 1.91조원 (+33% YoY, 이하 YoY), 영업이익 785억원 (+48%), 순이익 1,425억원 (+529%)로 지속 상향되어온 현재의 컨센서스를 각각 +14%, +11%, +212% 상회할 전망이다. 분기 최대 매출의 실현이며, 2Q22 중국 락다운 영향에서 완전히 벗어난 북미 BEV 업체의 생산 증대 (+54%)에서 기인한다. 북미 BEV 업체 매출 비중 증가는 수익성 믹스 강화 근거이기도 하다. 영업이익률 또한 4.1%로 +0.4%p 개선된다. 영업외손익에서는 판교 사옥 매각 차익이 추가되며 실적을 거둬 예정이다.

어려운 업종의 대안, 외형 성장 차별화 이루어질 만도

업종 전반에 외형 성장 둔화 우려가 커지고 있다. 주요 전망기관의 2022년 및 2023년 글로벌 수요 예측은 하향 정체 기조 일변이다. 차별화된 외형 성장이 가능한 업체만이 차별화된 주가 흐름이 가능하다. 성장하는 전방업체와의 동행을 통해 두드러진 매출 증가와 손익 전개가 가능한 만도를 업종 Top-pick으로 제시한다.

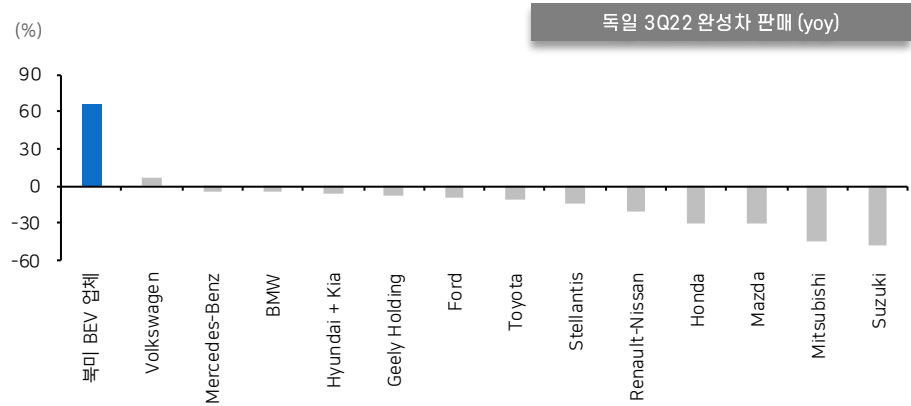
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	17.9	1.2	6.3	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	342.3	1.2	7.8	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	11.9	1.0	5.8	8.9	179.0
2022E	7,410.4	297.0	278.4	5,929	66.6	46,933	7.1	0.9	4.5	13.1	180.3
2023E	7,913.0	385.8	264.2	5,626	-5.1	51,047	7.5	0.8	3.8	11.5	166.6

그림1 북미 BEV 업체, 3Q22 북미 판매 성장률 +43%



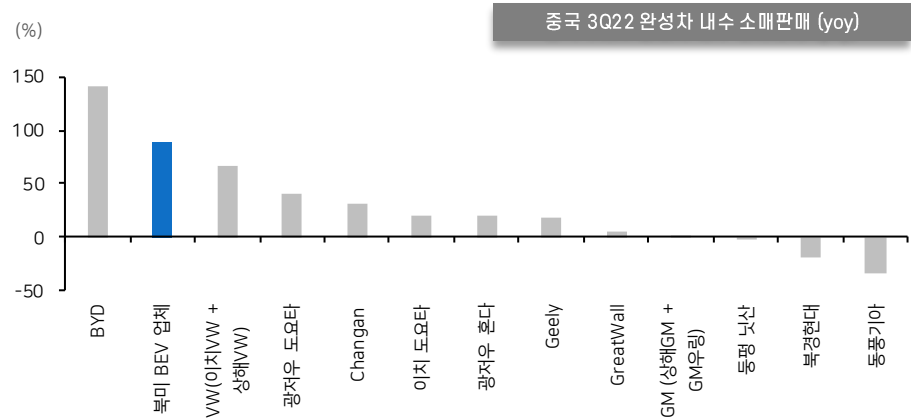
자료: Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림2 북미 BEV 업체, 3Q22 독일 판매 성장률 +66%



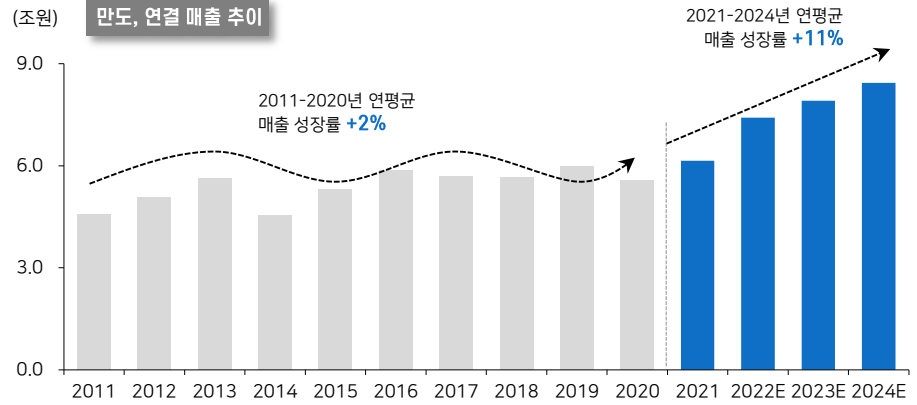
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림3 북미 BEV 업체, 3Q22 중국 판매 성장률 +90%



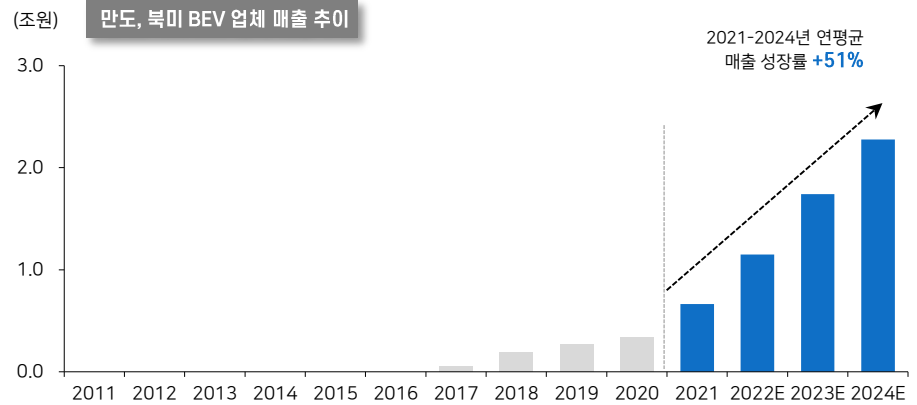
자료: CPCA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 북미 BEV 업체와의 동행 성장 통해, 매출 전개 장기 정체에서 고속 성장으로 전환



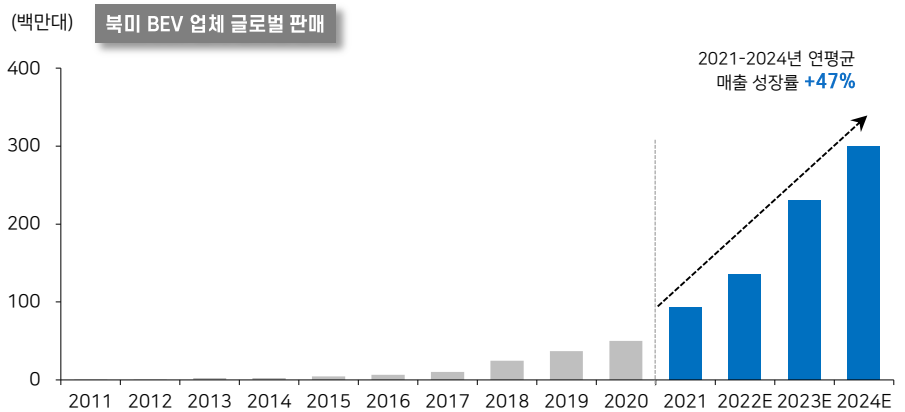
자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림5 만도의 북미 BEV 업체 매출, 2021-2024년 연평균 +51% 전망



자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림6 북미 BEV 업체 2021-2024년 연평균 글로벌 판매 성장률 +47% 전망



자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표1 3Q22E 영업이익, 컨센서스 +11% 상회 전망

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,914.1	1,436.0	33.3	1,679.0	14.0	1,677.1	14.1
영업이익	78.5	53.2	47.5	45.7	71.7	70.9	10.7
세전이익	182.4	31.8	474.2	68.9	164.9	66.6	173.9
지배순이익	142.5	22.7	528.5	35.9	297.5	45.7	211.9
영업이익률 (%)	4.1	3.7		2.7		4.2	
세전이익률 (%)	9.5	2.2		4.1		4.0	
순이익률 (%)	7.4	1.6		2.1		2.7	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2023년 실적, 컨센서스 상회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,410.4	6,916.6	7.1	7,913.0	7,502.8	5.5
영업이익	297.0	292.2	1.6	385.8	359.6	7.3
세전이익	398.8	264.5	50.8	362.0	335.5	7.9
순이익	278.4	186.2	49.5	264.2	244.0	8.3
영업이익률(%)	4.0	4.2	-0.2p	4.9	4.8	0.1p
세전이익률(%)	5.4	3.8	1.6p	4.6	4.5	0.1p
순이익률(%)	3.8	2.7	1.1p	3.3	3.3	0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2023년 실적 전망, 북미 BEV 업체 생산 성장률 반영해 추정치 상향

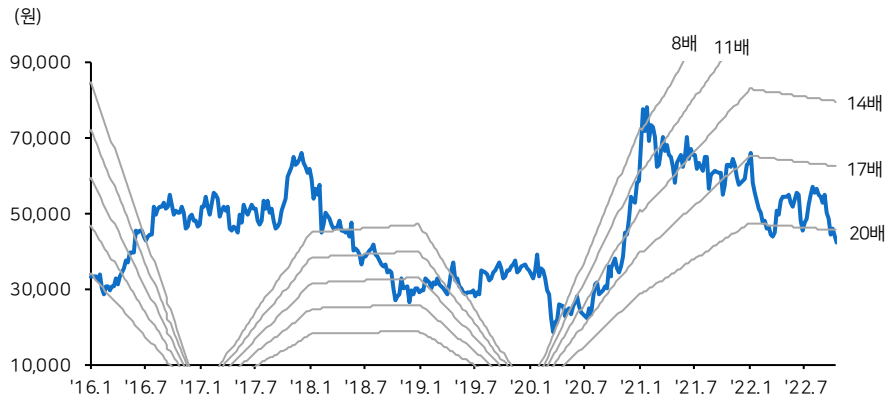
(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	6,147.4	7,410.4	7,913.0
매출액 - 기존 추정	6,147.4	7,026.9	7,723.8
% change	0.0%	5.5%	2.4%
영업이익 - 신규 추정	232.3	297.0	385.8
영업이익 - 기존 추정	232.3	294.7	371.7
% change	0.0%	0.8%	3.8%
세전이익 - 신규 추정	228.1	398.8	362.0
세전이익 - 기존 추정	228.1	270.3	348.7
% change	0.0%	47.5%	3.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	167.1	278.4	264.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	167.1	193.5	254.2
% change	0.0%	43.9%	3.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,559.3	5,929.0	5,626.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,559.3	4,120.6	5,412.7
% change	0.0%	43.9%	3.9%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,501.5	1,487.5	1,436.0	1,722.4	1,687.8	1,679.0	1,914.1	2,129.4	6,147.4	7,410.4	7,913.0
(% YoY)	14.6	46.8	-4.4	-0.9	12.4	12.9	33.3	23.6	10.5	20.5	6.8
OP	71.8	76.7	53.2	30.6	68.9	45.7	78.5	103.9	232.3	297.0	385.8
(% YoY)	288.0	흑자전환	-19.0	-61.9	-4.0	-40.4	47.5	239.1	161.9	27.8	29.9
RP	68.1	102.2	31.8	26.1	52.7	68.9	182.4	94.9	228.1	398.8	362.0
(% YoY)	389.1	흑자전환	-38.8	-46.6	-22.6	-32.6	474.2	263.7	4,289.3	74.8	-9.2
NP	49.1	78.3	22.7	17.1	29.8	35.9	142.5	70.2	167.1	278.4	264.2
(% YoY)	489.2	흑자전환	-38.5	-76.5	-39.3	-54.2	528.5	310.7	2,787.0	66.6	-5.1
OP margin (%)	4.8	5.2	3.7	1.8	4.1	2.7	4.1	4.9	3.8	4.0	4.9
RP margin (%)	4.5	6.9	2.2	1.5	3.1	4.1	9.5	4.5	3.7	5.4	4.6
NP margin (%)	3.3	5.3	1.6	1.0	1.8	2.1	7.4	3.3	2.7	3.8	3.3

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림7 만도 PER 밴드 차트 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (a) - 북미 BEV 업체 매출 기여 두드러지기 시작한 2021년 이후 평균 PER	12.9배
2H22-1H23 EPS 추정치 (b)	5,626원
Fair Value (c = a x b)	72,578원
적정 주가	75,000원
현재 주가 (10월 17일 기준 종가)	42,300원
과리율	77.3%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

HL 만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,147.4	7,410.4	7,913.0
매출액증가율 (%)	5.6	-7.0	10.5	20.5	6.8
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,246.1	6,369.1	6,739.5
매출총이익	834.1	669.7	901.3	1,041.2	1,173.5
판매관리비	615.6	581.0	669.0	744.3	787.7
영업이익	218.6	88.7	232.3	297.0	385.8
영업이익률	3.7	1.6	3.8	4.0	4.9
금융손익	-26.0	-49.9	-36.3	-8.5	-10.8
중속/관계기업손익	-65.2	33.4	101.7	37.2	45.0
기타영업외손익	49.1	-67.1	-69.6	73.2	-58.0
세전계속사업이익	176.5	5.2	228.1	398.8	362.0
법인세비용	58.2	-8.7	49.5	106.8	83.3
당기순이익	118.2	13.9	178.6	292.0	278.7
지배주주지분 순이익	110.5	5.8	167.1	278.4	264.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	412.7	536.2	676.5
당기순이익(손실)	118.2	13.9	178.6	292.0	278.7
유형자산상각비	245.2	253.6	280.3	305.5	315.1
무형자산상각비	55.4	52.2	46.5	39.4	44.3
운전자본의 증감	-236.2	52.4	-140.1	-9.6	-4.0
투자활동 현금흐름	-300.1	-144.4	-376.6	-199.8	-587.1
유형자산의증가(CAPEX)	-221.9	-177.6	-207.3	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	-74.7	15.5	-24.8	-6.6	4.3
재무활동 현금흐름	114.7	71.4	229.0	-262.6	-24.0
차입금의 증감	164.0	126.9	253.1	-221.4	18.2
자본의 증가	1.0	1.0	2.0	3.0	4.0
현금의 증가(감소)	87.7	356.1	290.8	111.1	65.3
기초현금	117.6	205.3	561.4	852.3	963.3
기말현금	205.3	561.4	852.3	963.3	1,028.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,944.3	3,365.8	3,625.8
현금및현금성자산	205.3	561.4	852.3	963.3	1,028.7
매출채권	1,345.4	1,334.0	1,359.7	1,482.1	1,582.6
재고자산	336.8	322.6	544.1	655.9	700.4
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,760.1	2,812.0	2,765.4
유형자산	1,946.6	2,039.4	2,193.0	2,137.6	2,072.5
무형자산	171.3	125.2	113.9	171.1	166.8
투자자산	142.6	157.9	221.6	267.2	285.3
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,704.4	6,177.8	6,391.2
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,129.6	2,498.0	2,505.7
매입채무	995.1	1,098.8	969.0	1,111.6	1,266.1
단기차입금	87.5	108.5	127.2	132.3	132.3
유동성장기부채	349.0	502.7	597.7	478.1	482.9
비유동부채	1,253.2	1,197.2	1,530.5	1,476.0	1,488.4
사채	747.9	548.5	828.0	703.8	710.8
장기차입금	377.3	518.7	584.0	642.4	648.9
부채총계	3,010.0	3,228.8	3,660.1	3,974.0	3,994.1
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	603.1	603.1	603.1
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	754.5	722.3	915.5	1,123.1	1,359.6
비지배주주지분	187.5	343.8	480.9	432.8	389.5
자본총계	1,585.6	1,709.6	2,044.3	2,203.8	2,397.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	127,390	118,481	130,916	157,811	168,515
EPS(지배주주)	2,354	123	3,559	5,929	5,626
CFPS	4,372	11,956	18,150	20,515	21,907
EBITDAPS	11,056	8,401	11,907	13,669	15,871
BPS	33,767	36,407	43,535	46,933	51,047
DPS	550	0	800	900	1,000
배당수익률(%)	1.3	0.0	1.9	2.1	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	17.9	342.3	11.9	7.1	7.5
PCR	4.8	6.4	4.0	3.2	3.2
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	519.2	394.5	559.1	641.8	745.2
EV/EBITDA	6.3	7.8	5.8	4.5	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	0.4	8.9	13.1	11.5
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	189.8	188.9	179.0	180.3	166.6
금융비용부담률	8.1	8.1	8.3	6.9	6.5
이자보상배율(x)	0.5	0.2	0.5	0.6	0.8
매출채권회전율(x)	4.4	4.2	4.6	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	18.3	16.9	14.2	12.4	11.7

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 해당 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.14	기업브리프	Buy	45,000	김준성	-21.2	-17.8	
2020.10.30	기업브리프	Buy	48,000	김준성	-17.5	-6.9	
2020.11.18	산업분석	Buy	60,000	김준성	-12.2	4.5	
2021.01.05	기업브리프	Buy	75,000	김준성	-1.0	6.7	
2021.02.04	기업브리프	Buy	90,000	김준성	-28.5	-15.8	
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	-	-	