

2023. 2. 9



▲ 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 (2.9)	46,400 원
상승여력	61.6%
KOSPI	2,481.52pt
시가총액	21,788억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	23.19%
52주 최고/최저가	57,500원/40,300원
평균거래대금	97.9억원
주요주주(%)	
한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	11.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	-17.3	-7.4
상대주가	0.7	-16.6	3.3

주가그래프



HL만도 204320

확실한 성장

- ✓ 4Q22 실적, 매출 호조 불구 향후 발생 가능한 잠재 비용의 선반영으로 부진
- ✓ 2023년 매출 8.40조원 (+12% YoY)으로 2021년과 2022년에 이어 역대 최대 매출 경신 전망. 북미 BEV 업체 판매 성장과 Nio 매출 기여 확대, GM 반도체 공급 부족 기저효과를 통해 높은 외형 성장 이어갈 것
- ✓ 부품 업종 내 차별화된 외형 성장 지속 중인 만도에 대해 기존 Buy 투자의견 유지

4Q22, 각종 비용 처리로 부진했던 분기 실적 기록

매출 2,180억 원 (+27% YoY)으로 컨센서스를 +4% 상회했다. 북미 BEV 업체의 판매 성장 (+31%)과 반도체 공급 정상화를 통한 현대/기아 판매 증가 (+9%)에 근거한다. 그러나 영업이익과 지배주주 순이익은 부진했다. 영업이익은 재고자산 평가손실, 협력 업체 손실 보전 비용, 사명변경 브랜딩 비용, CES 참여 비용을 합해 약 250억원의 일회성 비용이 반영되며, 컨센서스를 -36% 하회했다. 지배주주 순이익은 외화 평가손실, 단기 투자자산 평가손실, 폴란드 법인 유형자산 손상차손 등 약 1,000억원이 발생하며, 적자전환했다.

2023년 매출 가이드선스 8.50조원 (+13%) 제시 vs. 컨센서스 8.02조원

4Q22 실적 부진이 아쉬우나, 앞으로의 외형 성장이 확실하다. 북미 BEV 업체의 가파른 판매 성장 수혜가 지속된다. 북미 BEV 업체의 2023년 판매는 195만대로 +48% 증가를 전망한다. 2023년 신규 출시 차종을 포함해 모든 차종에 주차 브레이크와 EPS를 납품 중인 만도의 동행 성장이 예상된다. 2022년 1.0조원 (매출 비중 14%)에서 2023년 1.5조원 (매출 비중 18%)으로 전체 매출 성장을 이끌 전망이다.

지난 2022년 중국 시장에서 BYD와 북미 BEV 업체에 이어 세 번째로 높은 판매 성장률을 보인 Nio에 대한 EPS와 IDB 납품 차량 대수도 세 배 증가한다 (8만대 → 25만대). 2023년 Nio의 매출 비중은 2% 수준으로 아직 전체 비중에서는 작지만, 자동차 시장 내 성장하는 신생 업체로의 매출 다변화가 이루어진 점이 긍정적이다.

발생 가능한 비용들을 지난 4Q22에서 대부분 정리하였고, 이제 막 시작된 2023년 매출은 지난 2021년, 2022년에 이어 세 해 연속 최대 수치를 경신할 예정이다. 매출 증대를 통한 영업 실적 개선 (영업이익 +51%)이 가능한 만도에 대한 기존 투자의견과 적정 주가를 유지한다.

(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	376.4	1.3	8.3	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	13.0	1.1	6.2	8.9	179.0
2022P	7,514.7	247.9	97.7	2,080	-41.6	43,063	22.3	1.1	5.6	4.8	208.4
2023E	8,400.1	375.1	266.9	5,685	173.3	47,320	8.2	1.0	4.4	12.6	199.0
2024E	9,031.7	406.9	280.0	5,963	4.9	51,876	7.8	0.9	4.0	12.0	187.8

표1 4Q22 영업이익, 약 250억원 일회성 비용 반영되어 컨센서스 -36% 하회

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,179.4	1,722.4	26.5	1,968.4	10.7	2,105.7	3.5	2,131.6	2.2
영업이익	56.6	30.6	84.9	76.6	-26.1	87.8	-35.5	80.8	-29.9
세전이익	-72.4	26.1	적자전환	179.9	적자전환	82.1	n.a	81.5	n.a
순이익	-97.1	17.1	적자전환	129.1	적자전환	62.7	n.a	61.0	n.a
영업이익률(%)	2.6	1.8		3.9		4.2		3.8	
세전이익률(%)	-3.3	1.5		9.1		3.9		3.8	
순이익률(%)	-4.5	1.0		6.6		3.0		2.9	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2023년 실적, 컨센서스 +7% 상회 전망

(십억원)	2023E			2024E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,400.1	8,024.8	4.7	9,031.7	8,641.3	4.5
영업이익	375.1	349.9	7.2	406.9	403.2	0.9
세전이익	368.3	330.7	11.4	386.9	383.1	1.0
순이익	266.9	239.2	11.6	280.0	275.9	1.5
영업이익률(%)	4.5	4.4	0.1p	4.5	4.7	-0.2p
세전이익률(%)	4.4	4.1	0.3p	4.3	4.4	-0.1p
순이익률(%)	3.2	3.0	0.2p	3.1	3.2	-0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2023년 · 2024년 실적 추정치, 큰 변화 없음

(십억원)	2022P	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	7,514.7	8,400.1	9,031.7
매출액 - 기존 추정	7,466.9	8,360.8	8,989.5
% change	0.6%	0.5%	0.5%
영업이익 - 신규 추정	247.9	375.1	406.9
영업이익 - 기존 추정	272.0	380.0	418.3
% change	-8.9%	-1.3%	-2.7%
세전이익 - 신규 추정	229.1	368.3	386.9
세전이익 - 기존 추정	383.0	372.9	388.0
% change	-40.2%	-1.2%	-0.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	97.7	266.9	280.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	255.8	272.3	282.7
% change	-61.8%	-2.0%	-1.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,080.2	5,684.9	5,962.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	5,446.6	5,798.8	6,021.1
% change	-61.8%	-2.0%	-1.0%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	1,687.8	1,679.0	1,968.4	2,179.4	1,888.1	2,107.2	2,059.2	2,345.6	7,514.7	8,400.1	9,031.7
(% YoY)	12.4	12.9	37.1	26.5	11.9	25.5	4.6	7.6	22.2	11.8	7.5
OP	68.9	45.7	76.6	56.6	83.8	99.8	87.9	103.7	247.9	375.1	406.9
(% YoY)	-4.0	-40.4	44.0	84.9	21.5	118.4	14.7	83.0	6.7	51.3	8.5
RP	52.7	68.9	179.9	-72.4	82.3	97.0	86.6	102.4	229.1	368.3	386.9
(% YoY)	-22.6	-32.6	466.5	-377.7	56.1	40.8	-51.9	-241.4	0.4	60.8	5.1
NP	29.8	35.9	129.1	-97.1	59.6	70.5	62.6	74.2	97.7	266.9	280.0
(% YoY)	-39.3	-54.2	469.5	-668.0	100.0	96.6	-51.5	-176.4	-41.6	173.3	4.9
OP margin (%)	4.1	2.7	3.9	2.6	4.4	4.7	4.3	4.4	3.3	4.5	4.5
RP margin (%)	3.1	4.1	9.1	-3.3	4.4	4.6	4.2	4.4	3.0	4.4	4.3
NP margin (%)	1.8	2.1	6.6	-4.5	3.2	3.3	3.0	3.2	1.3	3.2	3.1

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

HL 만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	5,563.5	6,147.4	7,514.7	8,400.1	9,031.7
매출액증가율 (%)	-7.0	10.5	22.2	11.8	7.5
매출원가	4,893.8	5,246.1	6,508.2	7,185.8	7,713.1
매출총이익	669.7	901.3	1,006.5	1,214.3	1,318.6
판매관리비	581.0	669.0	758.6	839.2	911.8
영업이익	88.7	232.3	247.9	375.1	406.9
영업이익률	1.6	3.8	3.3	4.5	4.5
금융손익	-49.9	-36.3	8.9	-25.0	-25.4
중속/관계기업손익	33.4	101.7	19.8	40.0	50.0
기타영업외손익	-67.1	-69.6	-47.5	-21.9	-44.5
세전계속사업이익	5.2	228.1	229.1	368.3	386.9
법인세비용	-8.7	49.5	111.4	82.9	87.1
당기순이익	13.9	178.6	117.7	285.4	299.9
지배주주지분 손이익	5.8	167.1	97.7	266.9	280.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	2,407.0	2,944.3	3,413.2	3,849.0	4,255.8
현금및현금성자산	561.4	852.3	976.9	1,092.0	1,174.1
매출채권	1,334.0	1,359.7	1,502.9	1,680.0	1,896.7
재고자산	322.6	544.1	665.1	743.5	799.4
비유동자산	2,531.3	2,760.1	2,822.2	2,794.6	2,754.2
유형자산	2,039.4	2,193.0	2,137.6	2,072.5	2,000.5
무형자산	125.2	113.9	177.5	178.4	182.3
투자자산	157.9	221.6	270.9	302.9	325.6
자산총계	4,938.3	5,704.4	6,235.4	6,643.5	7,010.0
유동부채	2,031.6	2,129.6	2,735.9	2,926.9	3,081.0
매입채무	1,098.8	969.0	1,127.2	1,344.0	1,445.1
단기차입금	108.5	127.2	248.0	248.0	255.4
유동성장기부채	502.7	597.7	579.7	585.5	568.0
비유동부채	1,197.2	1,530.5	1,477.4	1,494.6	1,493.1
사채	548.5	828.0	703.8	710.8	703.7
장기차입금	518.7	584.0	642.4	648.9	655.4
부채총계	3,228.8	3,660.1	4,213.3	4,421.5	4,574.0
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	941.4	1,184.6	1,437.5
비지배주주지분	343.8	480.9	432.8	389.5	350.5
자본총계	1,709.6	2,044.3	2,022.1	2,222.0	2,436.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	430.0	412.7	547.9	633.4	556.4
당기순이익(손실)	13.9	178.6	117.7	285.4	299.9
유형자산상각비	253.6	280.3	305.5	315.1	321.9
무형자산상각비	52.2	46.5	36.4	39.2	40.0
운전자본의 증감	52.4	-140.1	30.7	-45.8	-160.6
투자활동 현금흐름	-144.4	-376.6	-365.4	-495.3	-416.6
유형자산의증가(CAPEX)	-177.6	-207.3	-250.0	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	15.5	-24.8	-66.5	-0.8	-4.0
재무활동 현금흐름	71.4	229.0	-107.0	-23.0	-57.7
차입금의 증감	126.9	253.1	-61.4	19.3	-10.7
자본의 증가	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
현금의 증가(감소)	356.1	290.8	124.6	115.1	82.1
기초현금	205.3	561.4	852.3	976.9	1,092.0
기말현금	561.4	852.3	976.9	1,092.0	1,174.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	118,481	130,916	160,032	178,888	192,340
EPS(지배주주)	123	3,559	2,080	5,685	5,963
CFPS	11,956	18,150	20,804	23,255	25,004
EBITDAPS	8,401	11,907	12,558	15,533	16,373
BPS	36,407	43,535	43,063	47,320	51,876
DPS	0	800	900	1,000	1,100
배당수익률(%)	0.0	1.7	1.9	2.2	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	376.4	13.0	22.3	8.2	7.8
PCR	7.0	4.4	5.0	3.5	3.4
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	394.5	559.1	589.7	729.4	768.8
EV/EBITDA	8.3	6.2	5.6	4.4	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.4	8.9	4.8	12.6	12.0
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	188.9	179.0	208.4	199.0	187.8
금융비용부담률	8.1	8.3	7.5	8.6	8.0
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	11.9	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	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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HL 만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

