2024. 7. 26

▲ 자동차/타이어
Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

HL만도 204320

영업이익률, 3 년 만의 최고치 회복

- ✓ 2Q24 영업이익, 전년 동기 대비 +16% 증가하며 컨센서스 +3% 상회
- ✓ 고객 다변화 통한 외형 성장 지속과 공급망 안정화 통한 수익성 개선 실현
- ✓ 신규 수주 팽창 또한 지속. 북미 및 중국 업체 계약 확대로 1H24 11.5조원 확보. 2019년~2022년를 넘어서는 수치이며, 2023년 16.6조의 70%에 달하는 수준
- ✓ 2H24 실적, 외형 성장과 높은 수익성 실현 지속 전망

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	70,000 원
현재주가 (7.26)	39,450 원
상승여력	77.4%
KOSPI	2,731.90pt
시가총액	18,525억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.59%
외국인비중	27.51%
52주 최고/최저가	49,600원/31,650원
평균거래대금	225.8억원

주요주주(%)	
에이치엘홀딩스 외 4 인	30.26
국민연금공단	9.97
T. Rowe Price Hong Kong Limited 외 9	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.5	11.1	-17.7
상대주가	-11.6	0.8	-21.9

주가그래프

2Q24 실적, 높아진 수익성 · 확대된 신규 수주

매출 2.15조원 (+3% YoY), 영업이익 896억원 (+16% YoY)을 기록했다. 매출은 컨센서스 부합, 영업이익은 컨센서스 +3% 상회다. 고객 다변화 통한 외형 성장 지속과 공급망 안정화 통한 수익성 개선이 두드러졌다. 영업이익률 4.2% (+0.5%p YoY)는 북미 BEV 업체의 가파른 볼륨성장이 전개됐던 1H21 이후 3년만의 최고치다.

신규 수주 또한 유의미한 팽창을 기록 중이다. 1H24 기준 11.5조원이 확보됐다. 2019년~2022년의 연간 신규 수주를 넘어서는 수치이며, 수주가 급증했던 2023년 16.6조의 70%에 달하는 수준이다. 북미 BEV 업체와 중국 솔루션 업체로부터의 중장기 신규 공급 계약 확대가 실질적 성과로 이어지고 있다.

다만 영업외 손익에서의 노이즈는 아쉽다. 지분 투자가 이루어진 iMotion (홍콩 증시 상장)의 주가 하락에 따른 평가 손실 238억원이 발생했으며, 중국법인의 배당 가능 한도 상향 (50% → 100%)에 따른 이연법인세 부채가 293억원 반영됐다. 이들 비현금성 비용들을 제외한 지배주주 순이익은 컨센서스 대비 +18% 높다.

2H24 실적, 외형 성장과 높은 수익성 실현 지속 전망

중국 시장 회복 (이구환신 정책 및 판매 성수기 진입), 북미 BEV 업체 판매 성장 재개 (할부/리스 금리 인하 및 신차 생산능력 확장), 중국 솔루션 업체 판매 고속 성장 지속 (신차 출시 확대 및 시장 수요 회복)을 통해 2H24 YoY 매출 성장은 1H24 대비 더 높아질 전망이다 (+4% → +8%). 외형 성장을 통한 고정비 부담 완화로 수익성 또한 높은 수준을 유지할 수 있다고 판단한다. 만도에 대한 기존 투자의견 Buy, 적정주가 70,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	7,516.2	248.1	98.3	2,093	-41.2	48,422	18.8	0.8	5.5	4.6	157.1
2023	8,393.1	279.3	135.6	2,887	37.9	50,177	13.7	0.8	5.4	5.9	166.8
2024E	8,889.0	366.5	230.9	4,917	70.3	53,062	8.0	0.7	4.2	9.5	177.2
2025E	9,750.8	437.6	282.0	6,005	22.1	57,998	6.6	0.7	3.6	10.8	168.9
2026E	10,640.2	507.2	339.0	7,220	20.2	64,317	5.5	0.6	3.2	11.8	158.6

표1 2Q24 영업이익, 컨센서스 +3% 상회

(십억원)	2Q24P	3Q24	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% Diff)	당사 예상치	(% Diff)
매출액	2,147.4	2,086.8	2.9	2,107.3	1.9	2,186.5	-1.8	2,160.0	-0.6
영업이익	89.6	77.0	16.4	75.6	18.6	87.2	2.8	90.6	-1.0
세전이익	50.1	69.5	-27.9	216.2	-76.8	75.7	-33.8	84.6	-40.7
순이익	4.5	47.9	-90.7	139.6	-96.8	49.0	-90.9	59.3	-92.5
영업이익률(%)	4.2	3.7		3.6		4.0		4.2	
세전이익률(%)	2.3	3.3		10.3		3.5		3.9	
순이익률(%)	0.2	2.3		6.6		2.2		2.7	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 영업이익, 컨센서스 +7% 상회 전망

	2024E			2025E		
(십억원)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,889.0	8,797.7	1.0	9,750.8	9,527.6	2.3
영업이익	366.5	344.2	6.5	437.6	410.4	6.6
세전이익	388.8	421.4	-7.7	424.9	378.2	12.3
순이익	230.9	276.5	-16.5	282.0	262.4	7.5
영업이익률(%)	4.1	3.9	0.2p	4.5	4.3	0.2p
세전이익률(%)	4.4	4.8	-0.4p	4.4	4.0	0.4p
순이익률(%)	2.6	3.1	-0.5p	2.9	2.8	0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 EPS 추정치, -30% 하향 조정

(십억원)	2024E	2025E	2026E
매출액 - 신규 추정	8,889.0	9,750.8	10,640.2
매출액 - 기존 추정	8,889.0	9,750.8	10,640.2
% change	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익 - 신규 추정	366.5	437.6	507.2
영업이익 - 기존 추정	361.9	434.6	509.3
% change	1.3%	0.7%	-0.4%
세전이익 - 신규 추정	388.8	424.9	506.0
세전이익 - 기존 추정	481.8	425.1	504.6
% change	-19.3%	0.0%	0.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	230.9	282.0	339.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	325.7	281.8	337.3
% change	-29.1%	0.1%	0.5%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,916.8	6,005.4	7,219.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	6,935.9	6,001.7	7,182.2
% change	-29.1%	0.1%	0.5%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

HL 만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**7,516.2**	**8,393.1**	**8,889.0**	**9,750.8**	**10,640.2**
매출액증가율(%)	22.3	11.7	5.9	9.7	9.1
매출원가	6,510.1	7,262.6	7,635.2	8,351.6	9,086.7
매출총이익	1,006.0	1,130.5	1,253.7	1,399.2	1,553.5
판매관리비	757.9	851.2	887.2	961.7	1,046.3
영업이익	**248.1**	**279.3**	**366.5**	**437.6**	**507.2**
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.1	4.5	4.8
금융손익	-28.0	-53.8	-48.9	-42.4	-37.1
종속/관계기업손익	-22.4	-31.1	-21.2	-20.1	-19.1
기타영업외손익	32.3	31.4	92.3	49.9	55.0
세전계속사업이익	230.0	225.7	388.8	424.9	506.0
법인세비용	111.7	71.1	128.3	110.5	131.6
당기순이익	**118.3**	**154.6**	**260.5**	**314.4**	**374.4**
지배주주지분 순이익	98.3	135.6	230.9	282.0	339.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**53.6**	**429.4**	**770.9**	**708.1**	**699.5**
당기순이익(손실)	118.3	154.6	260.5	314.4	374.4
유형자산상각비	304.4	289.5	298.7	304.5	309.5
무형자산상각비	34.4	32.3	36.6	39.6	41.9
운전자본의 증감	-473.3	-69.1	105.5	-51.1	-121.2
투자활동 현금흐름	**-204.3**	**-322.4**	**-475.2**	**-567.2**	**-556.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-312.3	-337.5	-337.5	-337.5	-337.5
투자자산의감소(증가)	-140.4	50.7	-73.9	-30.4	-28.1
재무활동 현금흐름	**-244.8**	**18.2**	**46.6**	**-46.1**	**-45.0**
차입금의 증감	-242.6	87.3	76.7	-13.3	-12.2
자본의 증가	3.0	4.0	5.0	5.0	5.0
현금의 증가(감소)	-360.2	122.8	362.9	94.8	97.8
기초현금	852.3	492.1	614.9	977.8	1,072.6
기말현금	492.1	614.9	977.8	1,072.6	1,170.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,980.3	3,265.0	3,784.5	4,101.3	4,496.7
현금및현금성자산	492.1	614.9	977.8	1,072.6	1,170.4
매출채권	1,495.0	1,579.1	1,672.4	1,784.4	1,968.4
재고자산	665.2	733.9	777.3	852.6	930.4
비유동자산	2,865.5	3,021.7	3,122.0	3,221.4	3,314.8
유형자산	2,116.7	2,175.5	2,214.3	2,247.3	2,275.3
무형자산	159.8	197.0	234.6	265.0	293.2
투자자산	234.7	277.7	294.1	322.6	352.1
자산총계	**5,845.8**	**6,286.7**	**6,906.5**	**7,322.8**	**7,811.4**
유동부채	2,150.8	2,635.7	3,115.6	3,289.1	3,471.0
매입채무	989.0	1,162.3	1,288.9	1,413.9	1,542.8
단기차입금	169.4	172.6	293.4	302.2	311.3
유동성장기부채	587.6	831.3	806.3	782.1	758.7
비유동부채	1,421.3	1,294.9	1,299.2	1,310.3	1,320.3
사채	688.9	418.9	414.7	410.5	406.4
장기차입금	494.8	622.0	628.2	634.5	640.8
부채총계	**3,572.1**	**3,930.5**	**4,414.8**	**4,599.4**	**4,791.3**
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.2	603.2	603.2	603.2
기타포괄이익누계액	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,082.7	1,152.7	1,343.5	1,625.0	1,966.6
비지배주주지분	543.2	553.3	498.0	448.2	403.4
자본총계	**2,273.7**	**2,356.2**	**2,491.6**	**2,723.4**	**3,020.1**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	160,064	178,739	189,300	207,654	226,593
EPS(지배주주)	2,093	2,887	4,917	6,005	7,220
CFPS	10,479	13,094	20,823	22,842	24,925
EBITDAPS	12,499	12,800	14,948	16,648	18,284
BPS	48,422	50,177	53,062	57,998	64,317
DPS	500	600	700	700	700
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	18.8	13.7	8.0	6.6	5.5
PCR	4.2	4.1	3.3	3.0	2.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA(십억원)	586.9	601.1	701.9	781.7	858.6
EV/EBITDA	5.5	5.4	4.2	3.6	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	5.9	9.5	10.8	11.8
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	157.1	166.8	177.2	168.9	158.6
금융비용부담률	7.7	11.4	10.8	9.6	8.8
이자보상배율(x)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율(x)	5.3	5.5	5.5	5.6	5.7
재고자산회전율(x)	12.4	12.0	11.8	12.0	11.9

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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

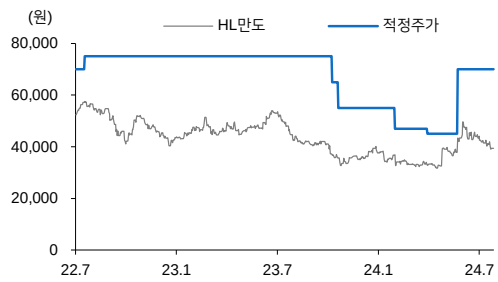
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HL 만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.07.11	기업브리프	Buy	70,000	김준성	-23.2	-18.3
2022.08.01	기업브리프	Buy	75,000	김준성	-35.9	-23.3
2023.08.01		1 년 경과			-44.3	-37.9
2023.10.16	산업분석	Buy	65,000	김준성	-44.0	-43.1
2023.10.27	기업브리프	Buy	55,000	김준성	-34.7	-27.1
2024.02.05	기업브리프	Buy	47,000	김준성	-28.6	-21.6
2024.04.03	기업브리프	Buy	45,000	김준성	-20.8	-11.6
2024.05.27	산업분석	Buy	70,000	김준성	-	-

주가 및 적정주가 변동추이