HL만도 (204320)

전기차가 삐걱거려도 거침없는 성장

더 많은 리포트 보기

2024년 7월 26일

자동차/운송 Analyst 강성진
seongjin.kang@kbfg.com

연구원 손민영
minyoung.son@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 52,000원 유지

HL만도에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지한다. 주요 고객인 전기차 업체의 실적 부진에도 불구하고 매출처 다변화를 통해 매출액이 예상을 상회하고 있으며, 이에 따른 영업이익률 개선이 확인되고 있다. 목표주가는 DCF방식 (WACC 6.5%, 영구성장률 1.7%)을 적용해 산출했으며, 12개월 포워드 기준 implied P/E 9.9배, implied P/B 0.95배, 7월 26일 종가 기준 상승여력은 31.8%다.

2Q24 영업이익 896억원 (+16.4% YoY) 기록. 컨센서스를 2.9% 상회

2Q24 HL만도의 영업이익은 896억원 (+16.4% YoY, +18.5% QoQ)을 기록했다. 이는 시장 컨센서스를 2.9% 상회하고, KB증권의 기존 전망을 7.6% 상회하는 것이다. 유럽에서의 VW에 대한 매출액 증가, 인디아에서의 로컬업체 및 현대차그룹에 대한 매출액 증가, 미주에서의 현대차그룹의 선전에 힘입어 매출액이 전년동기대비 2.9% 증가했고, 예상을 3.2% 상회했다. 전년동기매출액 증가는 영업이익률 개선 (+0.48%p YoY)으로 이어졌다. 다만 당기순이익은 45억원 (-90.7% YoY, -96.8% QoQ)으로 극히 부진했는데, 이는 중국 상장 자율주행 관련 업체 지분가치 변동에 따른 손실, 중국 자회사의 배당 한도 증가를 반영한 이연법인세 부채 인식 등이 반영된 결과다.

2024년 영업이익 3,493억원 (+25.1% YoY), 2025년 영업이익 4,389억원 (+25.7% YoY) 전망

HL만도의 영업이익은 2025년까지 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 2024년 HL만도의 영업이익은 3,493억원 (+25.1% YoY)을, 2025년 HL만도의 영업이익은 4,389억원 (+25.7% YoY)을 기록할 전망이다. 2024년에는 전기차 고객의 부진에도 불구하고 유럽, 인디아에서의 신규 매출, 중국 로컬 매출 확대 등으로 이익증가가 지속될 것으로 예상된다. 2025년에는 주요 전기차 업체의 저가 전기차 출시에 따른 추가 매출, 중국 0.5 tier급 업체를 통한 매출액 확보 등으로 영업이익이 전년동기대비 25.7% 증가할 것으로 예상된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	52,000
Dividend yield* (%)	3.3
Total return (%)	35.1
현재가 (7/26, 원)	39,450
Consensus target price (원)	55,333
시가총액 (조원)	1.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

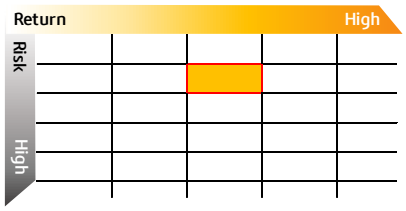
Trading Data

Free float (%)	68.6
거래대금 (3m, 십억원)	22.6
외국인 지분율 (%)	27.5
주요주주 지분율 (%)	에이치앨홀딩스 외 4 인 30.3
	국민연금공단 10.0

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.5	21.0	11.1	-16.4
시장대비 상대수익률	-11.8	17.4	-0.1	-22.3

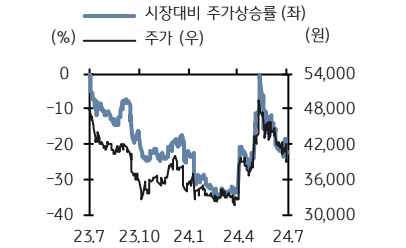
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	8,393	8,696	9,131	9,356
영업이익 (십억원)	279	349	439	486
지배주주순이익 (십억원)	136	238	250	306
EPS (원)	2,887	5,066	5,327	6,524
증감률 (%)	37.9	75.5	5.2	22.5
P/E (x)	13.6	7.8	7.4	6.0
EV/EBITDA (x)	5.7	5.8	5.0	4.5
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	6.2	10.1	9.8	11.1
배당수익률 (%)	1.5	3.3	3.3	4.1

Stock Price & Relative Performance



자료: HL만도, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	70,000원 (12m fwd P/B 1.28배)
Base-case Scenario (목표주가)	52,000원 (12m fwd P/B 0.95배)
현재주가	39,450원
Bear-case Scenario	34,000원 (12m fwd P/B 0.61배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2024년 HMG 국내 공장 출하 346.7만대
2) 2024년 평균 원/달러 환율 1,344원

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2024년 HMG 국내 공장 출하 346.7만대 상회
2) 2024년 평균 원/달러 환율 1,344원 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2024년 HMG 국내 공장 출하 346.7만대 하회
2) 2024년 평균 원/달러 환율 1,344원 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,596	8,962	8,696	9,131	1.2	1.9
영업이익	336	411	349	439	4.0	6.9
지배주주순이익	274	219	238	250	-13.1	14.4

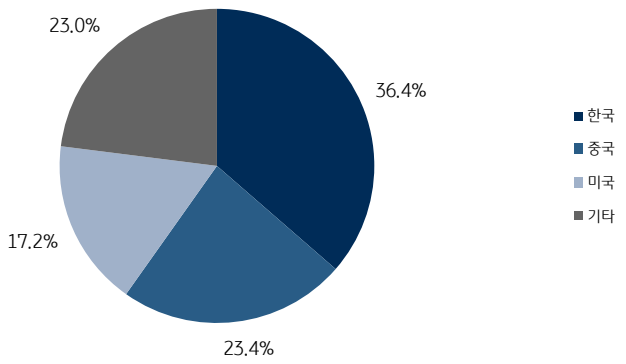
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,696	9,131	8,828	9,614	-1.5	-5.0
영업이익	349	439	352	430	-0.6	2.0
지배주주순이익	238	250	288	274	-17.3	-8.7

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2023년, %)



자료: Dart, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF valuation

2) 목표주가 산정:
목표 유통주식 가치 2.4조원 (WACC 6.5%, 영구성장률 1.7%)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
70,000원 ~ 34,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12m fwd P/B 0.95배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	-6.3	-6.1
금리 1%p 상승 시	+1.6	+1.5

PEER 그룹 비교

(백만USD, x, %)	Market cap	12M Fwd P/E	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
HL 만도	1,337	7.5	19.7	0.7	9.5	4.0	12.4
한온시스템	1,745	11.9	79.5	1.0	8.3	6.0	6.2
Denso	48,447	12.3	23.4	1.2	9.6	6.8	13.0
Aisin	9,575	8.0	68.8	0.6	7.3	3.7	6.7
Magna	12,436	7.0	27.9	1.0	13.7	4.3	1.2
Continental	12,532	6.3	27.9	0.8	12.0	3.6	10.7
Valeo	2,716	5.4	51.4	0.6	11.1	2.4	7.1

자료: Bloomberg Consensus, KB증권 추정 / 주: HL만도는 KB증권 추정치

I. Valuation & Recommendation

목표주가 52,000원, 투자의견 Buy 유지

HL만도에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지한다. 주요 고객인 전기차 업체의 실적 부진에도 불구하고 매출처 다변화를 통해 매출액이 예상을 상회하고 있으며, 이에 따른 영업이익률 개선이 확인되고 있다.

목표주가는 DCF방식 (WACC 6.5%, 영구성장률 1.7%)을 적용해 산출했으며, 12개월 포워드 기준 implied P/E 9.9배, implied P/B 0.95배, 7월 26일 종가 기준 상승여력은 31.8%다.

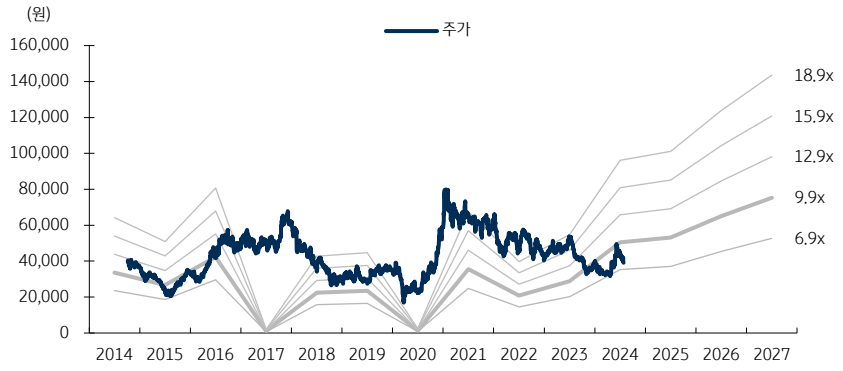
표 1. 만도 목표주가 산출내역 (DCF)

(원, 십억원, 천주, X, %)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E~
현금흐름추정							
FCF	89	281	178	265	293	337	138
세후영업이익	208	208	352	381	436	493	268
감가상각비	299	311	338	355	369	385	392
설비투자	-407	-572	-493	-451	-495	-516	-436
운전자본 감소 (증가)	380	-15	-31	-47	-38	-48	-19
기타	-391	349	12	27	21	23	-67
현금흐름의 현재가치							
가중평균자본비용 (WACC, %)		6.5					
영구성장률 (%)		1.7					
Terminal Value							2,876
할인율 (%)		0.0	2.8	9.4	16.5	24.1	24.1
현재가치		0	74	242	251	272	2,318
Valuation (12m fwd)							
현금흐름 합산 (현재가치)		3,157					
순현금		-710					
적정 유통주식 가치		2,447					
유통주식수 (천주)		46,825					
목표주가		52,000					
현재주가 (7/26 기준)		39,450					
상승여력		31.8					
12개월 포워드 EPS	4,170	5,233	6,042	7,148	8,238	9,068	10,099
12개월 포워드 BVPS	50,511	54,827	59,412	64,927	71,232	78,067	85,750

자료: KB증권 추정

목표주가의 12개월 포워드 Implied P/E는 9.9배

그림 1. 만도 P/E Band



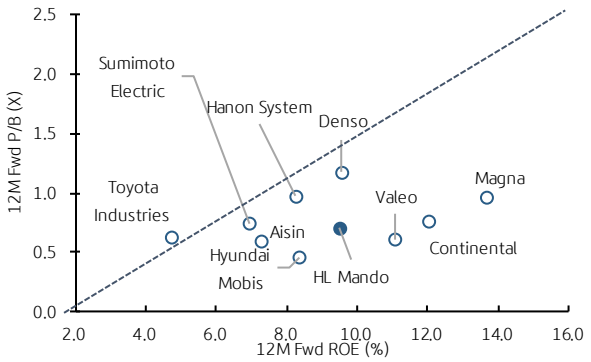
자료: Quantiwise, KB증권 추정

목표주가의 12개월 포워드 Implied P/B는 0.95배

그림 2. 만도 P/B Band

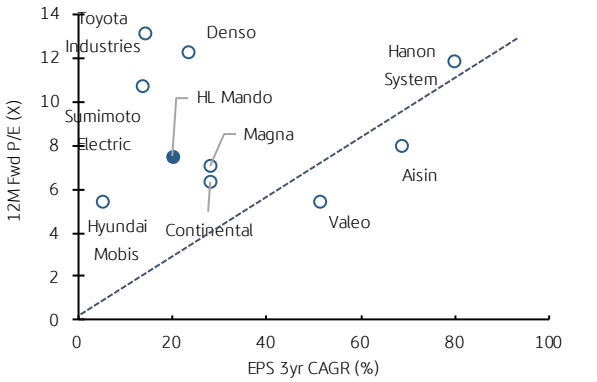
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 3. P/B-ROE 비교 (12개월 포워드 기준)



자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권 추정

그림 4. P/E-EPS Growth 비교 (12개월 포워드 기준)



자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권 추정

II. 2Q24 영업손익 리뷰 및 2024년 전망 변경

2Q24 HL만도의 영업이익은 896억원 (+16.4% YoY, +18.5% QoQ)을 기록했다. 이는 시장 컨센서스를 2.9% 상회하고, KB증권의 기존 전망을 7.6% 상회하는 것이다.

표 2. 2Q24 만도 실적 및 각종 비교

(십억원, %)	2Q24P	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2Q23	YoY %	1Q24	QoQ %	컨센서스	차이 %	2Q24E	차이 %
매출액	2,147	2,087	+2.9	2,107	+1.9	2,190	-1.9	2,080	+3.2
영업이익	90	77	+16.4	76	+18.5	87	+2.9	83	+7.6
세전이익	50	69	-27.9	215	-76.7	77	-34.8	74	-32.1
지배주주 순이익	4	48	-90.7	140	-96.8	49	-90.9	51	-91.2
영업이익률	4.2	3.7	0.5	3.6	0.6	4.0	0.2	4.0	
세전이익률	2.3	3.3		10.2		3.5		3.5	
지배주주 순이익률	0.2	2.3		6.6		2.2		2.4	

자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

표 3. 실적 추정의 주요 가정치 변경

(천 대, 십억원)	2Q24P					2024E				
	본 보고서	YoY	직전 보고서	차이	차이 (%)	본 보고서	YoY	직전 보고서	차이	차이 (%)
HMG 한국공장 출하대수	917.6	-2.8	927.1	-9.5	-1.0	3,466.9	-2.5	3,485.0	-18.1	-0.5
HMG 중국공장 출하대수	84.3	+0.9	88.0	-3.7	-4.2	328.4	-6.2	332.9	-4.5	-1.4
HMG 미국공장 출하대수	184.0	+1.5	200.3	-16.3	-8.2	713.1	-0.8	768.0	-54.9	-7.2
GM 중국공장 출하대수	484.8	+2.0	175.7	+309.1	+175.9	2,011.0	+0.0	811.3	+1,199.7	+147.9
Geely 중국공장 출하대수	588.5	+2.0	552.3	+36.3	+6.6	2,629.0	+29.3	2,522.1	+106.9	+4.2
GWM 중국공장 출하대수	304.1	-1.0	248.5	+55.6	+22.4	1,320.1	+0.0	1,131.1	+188.9	+16.7
Changan/Chana 중국공장 출하	459.7	+38.7	360.5	+99.2	+27.5	1,998.8	+0.0	1,555.3	+443.6	+28.5
미국 자동차 시장 규모	4,355.2	+2.0	4,131.2	+224.1	+5.4	16,598.2	+4.3	16,253.1	+345.1	+2.1
북미 전기차 업체 미국공장 출하대수	214.9	+10.9	193.8	+21.1	+10.9	812.2	+11.8	750.0	+62.3	+8.3
북미 전기차 업체 중국공장 출하대수	207.9	-14.7	243.8	-35.9	-14.7	888.0	-6.5	981.7	-93.7	-9.5
HL 만도 한국 매출액	756.8	-1.1	737.2	+19.6	+2.7	3,117.4	+2.0	3,055.7	+61.7	+2.0
HL 만도 중국 매출액	465.2	-3.2	483.1	-17.9	-3.7	1,965.2	+0.1	1,998.4	-33.2	-1.7
HL 만도 북미 (미국+멕시코+브라질) 매출액*	522.1	+8.0	490.6	+31.5	+6.4	1,969.2	+3.9	1,950.5	+18.7	+1.0
HL 만도 기타 (멕시코, 브라질 제외) 매출액*	403.3	+12.4	369.5	+33.7	+9.1	1,644.5	+10.9	1,591.2	+53.3	+3.3

자료: HL만도, 현대차, 기아, Marklines, KB증권 추정

2Q24 HL의 매출액은 2.1조원 (+2.9% YoY, +1.9% YoY)를 기록했다. 이는 시장 컨센서스를 1.9% 하회하지만, KB증권의 전망을 3.2% 상회한 것이다.

2Q24 영업이익률 4.17%로 전년동기대비 0.48%p 개선. 매출액 증가에 따른 고정비 레버리지 효과

HL만도의 2Q24 영업이익률은 4.17%로 전년동기대비 0.48%p 개선되었다. 1년 전의 일회성 요인을 제거할 경우 영업이익률 개선폭은 0.02%p다. 이러한 영업이익률 개선은 통상적인 HL만도의 매출액 증가율 변동, 영업이익률 변동의 상관관계에 부합한다. 즉 HL만도의 영업이익률 개선은 HL만도의 매출액 증가에 따른 고정비 레버리지 효과로 충분히 설명 가능하다.

한국, 미주, 기타 지역 매출액은 KB증권 전망을 상회. 중국 지역 매출액은 전망을 하회

지역별 매출액을 살펴보면, 한국 (7,568억원, -1.1% YoY), 미주 (5,221억원, +8.0% YoY), 기타 (유럽, 인디아 등, 4,033억원, +12.4%) 등의 매출액이 KB증권의 기존 전망을 상회했다. 특히 기타 및 미주지역 매출액이 예상보다 9.1%, 6.4% 많았다. 반면 중국 매출액 (4,652억원, -3.2% YoY)은 KB증권의 기존 전망을 3.7% 하회했다.

기타지역 매출액 증가는 VW로의 서스펜션 공급이 늘어나면서 유럽지역 매출액이 크게 늘어났기 때문

기타지역의 매출액 증가가 큰 폭으로 나타난 것은 VW로의 서스펜션 공급이 늘어나면서 유럽 매출액이 전년동기 대비 21% 늘어난 것이 큰 기여를 했기 때문이다. 인디아에서도 현대차그룹에게 납품한 매출액이 전년동기대비 8% 늘고, 인디아 로컬업체에게 대한 매출액도 전년동기대비 13% 늘어난 등 인디아에서의 점유율 확대가 성과를 내고 있는 것으로 보인다.

미주지역은 HMG의 물량 증가에 힘입음

미주지역에서는 주요 전기차 업체로의 매출액이 감소했음에도 불구하고, 현대차그룹의 물량 증가 등에 힘입어 매출액이 전년동기대비 9.8% 증가하면서 매출액이 KB증권의 예상을 상회했다.

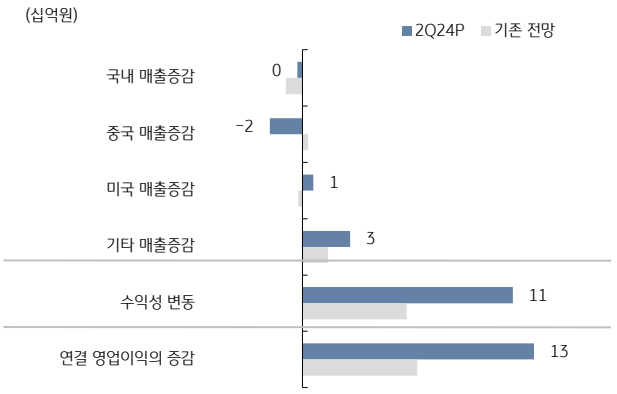
한국에서의 매출액은 내수시장의 부진으로 인해 전년동기대비 1.1% 감소했지만, KB증권의 예상대비로는 2.7% 많았다.

중국 지역은 주요 전기차 업체로의 매출액이 전년동기대비 큰 폭 감소

반면 중국에서는 로컬 업체들을 대상으로 한 매출액이 전년동기대비 31% 증가했음에도 불구하고 주요 전기차 업체로의 매출액이 전년동기대비 37% 감소하면서 매출액이 전년동기대비 감소하고, KB증권의 전망을 상회했다.

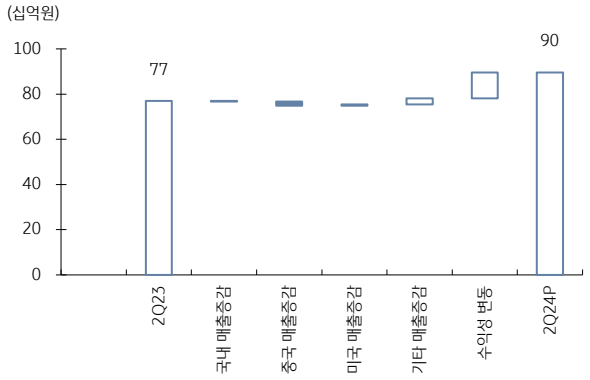
이상을 종합할 때, 유럽에서의 VW으로의 매출액 증가, 중국 로컬향 매출액 증가, 현대차그룹의 미주시장 선전 등으로 인해 매출액이 예상을 상회했고, 이에 따른 고정비 레버리지로 인해 영업이익이 예상을 상회했다고 볼 수 있다.

그림 5. 2Q24 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

그림 6. 2Q24 영업이익 변동요인별 분석 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

2024년 HL만도의 영업이익은 3,493억원 (+25.1% YoY)을 기록할 전망이다. 이는 시장 컨센서스를 0.6% 하회하고, KB증권의 기존 전망을 4.0% 상회하는 것이다.

유럽, 인디아에서의 신규 매출, 중국 로컬 매출 확대, 저가 전기차 출시에 따른 추가 매출, 중국 0.5 tier급 매출 확보 기대

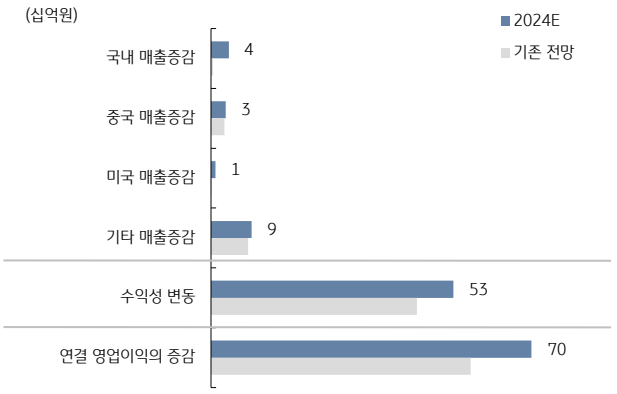
주요 전기차 업체의 부진에도 불구하고, 유럽, 인디아에서의 신규 매출, 중국 로컬 매출 확대등으로 2024년 매출액이 예상보다 1.2% 많을 것으로 예상된다. 2025년에는 주요 전기차 업체의 저가 전기차 출시에 따른 추가 매출 기대, 중국 0.5 tier급 업체를 통한 매출액 확보 등으로 영업이익이 전년동기대비 25.7% 증가할 것으로 예상된다.

표 4. 2024년 만도 실적 전망치 변경 및 각종 비교

(십억원, %)	2024E	전년대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2023	YoY %	컨센서스	차이 %	2024E	차이 %
매출액	8,696	8,393	+3.6	8,828	-1.5	8,596	+1.2
영업이익	349	279	+25.1	352	-0.6	336	+4.0
세전이익	403	226	+78.8	421	-4.2	413	-2.3
지배주주 순이익	238	136	+75.5	288	-17.3	275	-13.5
영업이익률	4.0	3.3		4.0		3.9	
세전이익률	4.6	2.7		4.8		4.8	
지배주주 순이익률	2.7	1.6		3.3		3.2	

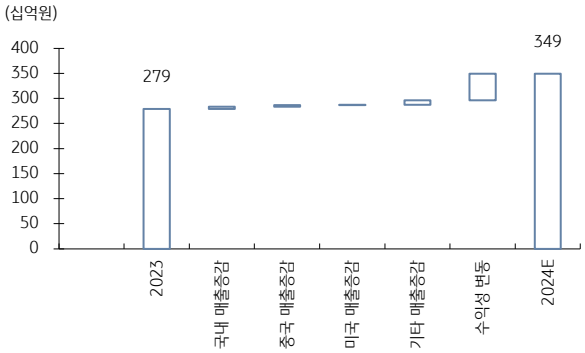
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

그림 7. 2024년 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

그림 8. 2024년 영업이익 변동요인별 분석 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

표 5. 주요 가정치 변동에 따른 영업이익 영향 (2024년 기준)

(십억원)	한국법인 매출액 1% 증가	한국법인 영업이익률 1% 개선	중국법인 매출액 1% 증가	중국법인 영업이익률 1% 개선
영업이익	+8.2	+32.6	+5.0	+20.0

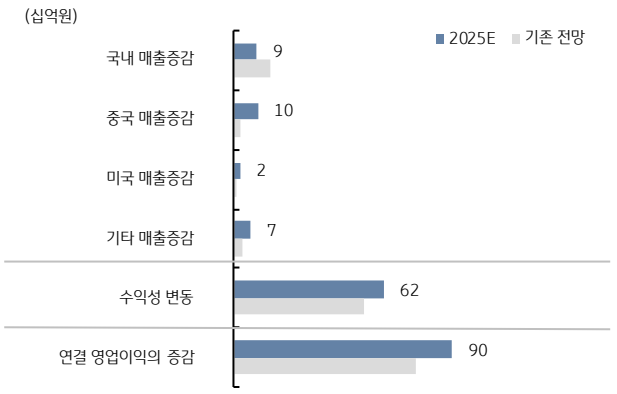
자료: KB증권 추정

표 6. 2025년 만도 실적 전망치 변경 및 각종 비교

(십억원, %)	2025E	전년대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2024	YoY %	컨센서스	차이 %	2025E	차이 %
매출액	9,131	8,696	+5.0	9,614	-5.0	8,962	+1.9
영업이익	439	349	+25.7	430	+2.0	411	+6.9
세전이익	358	403	-11.2	397	-9.8	315	+13.6
지배주주 순이익	250	238	+5.1	274	-8.7	219	+14.4
영업이익률	4.8	4.0		4.5		4.6	
세전이익률	3.9	4.6		4.1		3.5	
지배주주 순이익률	2.7	2.7		2.9		2.4	

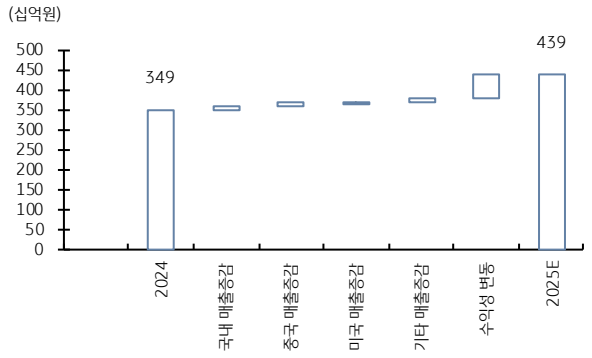
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

그림 9. 2025년 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

그림 10. 2025년 영업이익 변동요인별 분석 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

표 7. 만도 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	**1,997**	**2,087**	**2,119**	**2,190**	**2,107**	**2,147**	**2,188**	**2,253**	**2,251**	**2,302**	**2,263**	**2,315**	**8,393**	**8,696**	**9,131**
한국	756	765	752	783	738	757	794	829	795	850	808	812	3,057	3,117	3,265
중국	416	480	511	555	446	465	514	539	463	469	524	549	1,963	1,965	2,004
미국	368	361	362	355	370	390	370	363	407	418	397	390	1,446	1,494	1,612
기타	457	480	494	497	553	535	510	522	587	565	535	564	1,927	2,119	2,250
영업비용	1,927	2,010	2,038	2,140	2,032	2,058	2,095	2,163	2,146	2,180	2,154	2,212	8,114	8,347	8,692
영업이익	**70**	**77**	**82**	**51**	**76**	**90**	**94**	**90**	**105**	**122**	**109**	**103**	**279**	**349**	**439**
영업이익률	**3.5**	**3.7**	**3.8**	**2.3**	**3.6**	**4.2**	**4.3**	**4.0**	**4.7**	**5.3**	**4.8**	**4.4**	**3.3**	**4.0**	**4.8**
영업외손익	1	-7	-38	-9	140	-40	-10	-35	-24	-17	-18	-22	-54	54	-81
이자손익	-14	-20	-17	-19	-18	-19	-21	-22	-18	-19	-19	-19	-70	-80	-75
외환손익	12	6	-2	-6	6	8	-4	-17	-7	0	0	-6	10	-7	-13
지분법손익	0	0	0	-3	-1	-2	-1	-2	-1	-1	-1	-2	-3	-5	-5
기타영업외손익	3	7	-19	19	153	-27	15	5	3	3	2	5	9	146	12
세전이익	71	69	44	42	215	50	83	55	81	105	91	81	226	403	358
당기순이익	**44**	**51**	**19**	**41**	**146**	**12**	**63**	**42**	**61**	**79**	**69**	**62**	**155**	**262**	**271**
지배주주 당기순이익	**39**	**48**	**13**	**36**	**140**	**4**	**58**	**36**	**56**	**74**	**63**	**56**	**136**	**238**	**250**
매출액 (YoY %)	**18.3**	**24.3**	**7.7**	**0.4**	**5.5**	**2.9**	**3.3**	**2.9**	**6.8**	**7.2**	**3.4**	**2.7**	**11.7**	**3.6**	**5.0**
한국 (YoY %)	15.7	11.4	15.1	-1.7	-2.4	-1.1	5.6	5.8	7.7	12.3	1.8	-2.0	9.5	2.0	4.7
중국 (YoY %)	-1.7	47.1	0.5	0.8	7.2	-3.2	0.6	-2.8	3.7	0.7	1.8	1.8	8.5	0.1	2.0
미국 (YoY %)	29.5	17.1	-2.9	-7.7	0.7	8.0	2.3	2.3	9.8	7.2	7.2	7.2	7.1	3.3	7.9
기타 (YoY %)	39.8	34.5	13.8	10.7	21.0	11.5	3.2	5.0	6.1	5.5	4.9	8.1	23.1	10.0	6.2
영업비용 (YoY %)	19.0	23.0	7.7	0.7	5.5	2.4	2.8	1.1	5.6	5.9	2.8	2.3	11.6	2.9	4.1
영업이익 (YoY %)	**1.8**	**68.5**	**6.4**	**-11.0**	**7.7**	**16.4**	**14.8**	**78.9**	**38.6**	**36.3**	**16.5**	**13.7**	**12.6**	**25.1**	**25.7**
영업이익률 (YoY %p)	**-0.6**	**1.0**	**0.0**	**-0.3**	**0.1**	**0.5**	**0.4**	**1.7**	**1.1**	**1.1**	**0.5**	**0.4**	**0.0**	**0.7**	**0.8**
영업외손익 (YoY %)	흑전	적전	적전	적지	23,429.0	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전
세전이익 (YoY %)	34.3	0.9	-75.7	흑전	204.1	-27.9	90.4	31.7	-62.3	109.3	9.4	47.7	-1.9	78.8	-11.2
당기순이익 (YoY %)	**30.9**	**31.6**	**-85.7**	**흑전**	**234.5**	**-76.8**	**226.7**	**2.6**	**-57.8**	**569.2**	**9.4**	**47.7**	**30.7**	**69.7**	**3.5**
지배주주 당기순이익 (YoY %)	**31.7**	**33.5**	**-90.0**	**흑전**	**255.5**	**-90.7**	**345.5**	**2.2**	**-59.7**	**1,566.9**	**10.3**	**54.8**	**37.9**	**75.5**	**5.1**

자료: DART, KB증권 추정

Appendix. 밸류에이션 주요 가정

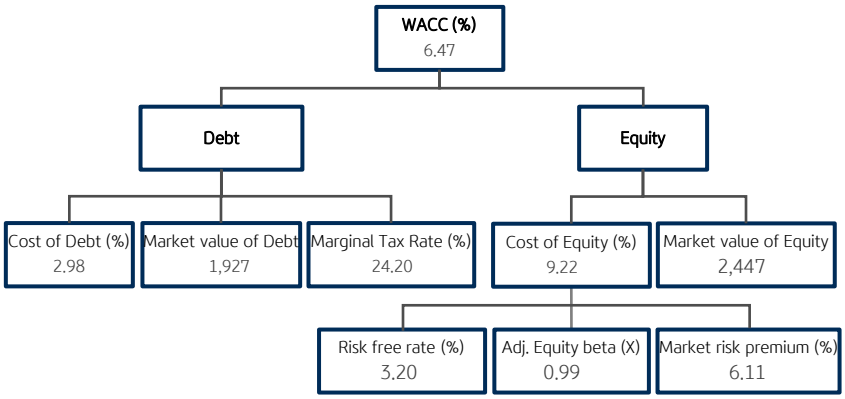
표 8. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(%)	WACC →										
Growth rate ↓	6.0	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
1.5	59,180	57,726	56,332	54,996	53,712	52,480	51,294	50,154	49,055	47,997	46,976
1.6	59,039	57,562	56,147	54,792	53,492	52,245	51,046	49,893	48,784	47,716	46,686
1.7	58,891	57,390	55,954	54,580	53,263	52,000	50,787	49,622	48,502	47,424	46,385
1.8	58,736	57,210	55,753	54,359	53,024	51,745	50,518	49,340	48,209	47,120	46,073
1.9	58,574	57,022	55,542	54,127	52,774	51,479	50,237	49,046	47,903	46,805	45,748

자료: 만도, KB증권 추정

타인자본비용은 현재 발행되어 있는 원화사채의 가중평균 만기수익률. 순차입금 가치는 12개월 포워드 기준. 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 현재 통안채 1년물 금리 3개월 평균. 조정 주식베타는 만도의 104주 베타와 시장베타의 가중평균. 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차. 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출

그림 11. HL만도 WACC 산출과정



자료: DART, KB증권 추정

표 9. 만도 WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (24/4/29)	변경 후	비고
COE (A) = a + b x c	9.45	9.22	
Risk free rate (a)	3.44	3.20	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.98	0.99	104주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	0.96	0.97	
R^2	0.41	0.41	
Risk premium (c = d − e)	6.11	6.11	
Market (d)	9.41	9.41	2001년~2023년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate (e)	3.30	3.30	2001년~2023년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD (B)	2.31	2.98	
적정주주가치	2,448	2,447	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	1,927	1,927	
주식가치 가중치 (f)	55.96	55.95	
차입금 가중치 (g)	44.04	44.05	
WACC = (A x f) + (B x g)	6.30	6.47	

자료: 만도, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	7,516	8,393	8,696	9,131	9,356
매출원가	6,510	7,263	7,468	7,766	7,923
매출총이익	1,006	1,130	1,228	1,365	1,433
판매비와관리비	758	851	879	926	947
영업이익	248	279	349	439	486
EBITDA	587	601	666	777	841
영업외손익	-18	-54	54	-81	-53
이자수익	19	26	37	29	29
이자비용	58	96	91	104	101
지분법손익	-2	-3	-5	-5	-5
기타영업외손익	23	19	113	-1	23
세전이익	230	226	404	358	433
법인세비용	112	71	141	87	105
당기순이익	118	155	262	271	328
지배주주순이익	98	136	238	250	306
수정순이익	98	136	238	250	306

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	22.3	11.7	3.6	5.0	2.5
영업이익 성장률	6.8	12.6	25.1	25.7	10.7
EBITDA 성장률	5.0	2.4	10.9	16.5	8.3
지배기업순이익 성장률	-41.2	37.9	75.5	5.1	22.5
매출총이익률	13.4	13.5	14.1	15.0	15.3
영업이익률	3.3	3.3	4.0	4.8	5.2
EBITDA이익률	7.8	7.2	7.7	8.5	9.0
세전이익률	3.1	2.7	4.6	3.9	4.6
지배기업순이익률	1.3	1.6	2.7	2.7	3.3

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	54	429	356	583	641
당기순이익	118	155	262	271	328
유무형자산상각비	339	322	317	338	355
기타비현금손익 조정	95	132	-43	92	110
운전자본증감	-473	-96	-133	-31	-47
매출채권감소 (증가)	-153	-102	-82	-47	-70
재고자산감소 (증가)	-111	-60	-45	-22	-33
매입채무증가 (감소)	24	198	236	37	55
기타운전자본증감	-233	-132	-243	0	0
기타영업현금흐름	-25	-82	-47	-87	-105
투자활동 현금흐름	-204	-322	-424	-554	-620
유형자산투자감소 (증가)	31	-333	-511	-423	-376
무형자산투자감소 (증가)	-59	-75	-61	-70	-75
투자자산감소 (증가)	-145	51	-39	0	0
기타투자현금흐름	-32	34	187	-61	-168
재무활동 현금흐름	-245	18	233	-29	-21
금융부채 증감	-197	60	178	31	47
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-48	-42	-30	-61	-61
기타재무현금흐름	0	0	85	1	-7
기타현금흐름	35	-2	21	0	0
현금의 증가 (감소)	-360	123	185	0	0
기말현금	492	615	800	800	800
잉여현금흐름 (FCF)	85	97	-155	160	265
순현금흐름	-169	-20	-338	35	126
순현금 (순차입금)	-1,455	-1,475	-1,813	-1,778	-1,651

자료: HL만도, KB증권 추정

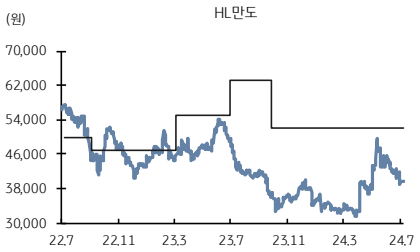
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	5,846	6,287	7,048	7,332	7,700
유동자산	2,980	3,265	3,800	3,934	4,210
현금 및 현금성자산	492	615	800	800	800
단기금융자산	119	66	109	175	348
매출채권	1,495	1,579	1,706	1,753	1,823
재고자산	665	734	795	817	849
기타유동자산	209	271	389	389	389
비유동자산	2,866	3,022	3,248	3,398	3,490
투자자산	267	305	456	456	456
유형자산	2,117	2,176	2,449	2,571	2,635
무형자산	160	197	228	260	294
기타비유동자산	322	344	115	110	105
부채총계	3,572	3,931	4,364	4,445	4,553
유동부채	2,151	2,636	2,895	2,964	3,066
매입채무	989	1,162	1,356	1,393	1,448
단기금융부채	757	1,004	1,427	1,458	1,505
기타유동부채	405	470	113	113	113
비유동부채	1,421	1,295	1,468	1,481	1,487
장기금융부채	1,309	1,152	1,295	1,295	1,295
기타비유동부채	112	142	174	187	192
자본총계	2,274	2,356	2,684	2,887	3,147
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
기타자본항목	3	5	-13	-35	-56
기타포괄손익누계액	222	223	280	280	280
이익잉여금	1,083	1,153	1,345	1,548	1,807
지배지분 계	2,157	2,231	2,461	2,643	2,881
비지배지분	116	125	223	244	266

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	19.3	13.6	7.8	7.4	6.0
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.8	5.0	4.5
EV/EBIT	14.0	12.3	11.1	8.8	7.8
배당수익률	1.2	1.5	3.3	3.3	4.1
EPS	2,093	2,887	5,066	5,327	6,524
BVPS	45,945	47,505	52,413	56,285	61,356
SPS (주당매출액)	160,064	178,739	185,195	194,452	199,241
DPS (주당배당금)	500	600	1,300	1,300	1,600
배당성향 (%)	23.9	20.8	25.7	24.4	24.5
수익성지표					
ROE	4.8	6.2	10.1	9.8	11.1
ROA	2.1	2.6	3.9	3.8	4.4
ROIC	3.7	5.4	6.9	6.7	7.4
안정성지표					
부채비율	157.1	166.8	162.6	154.0	144.7
순차입비율	64.0	62.6	67.5	61.6	52.5
유동비율	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
이자보상배율 (배)	4.3	2.9	3.8	4.2	4.8
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2
매출채권회전율	5.3	5.5	5.3	5.3	5.2
매입채무회전율	7.7	7.8	6.9	6.6	6.6
재고자산회전율	12.4	12.0	11.4	11.3	11.2

투자자 고지 사항



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

HL만도 (204320)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-08-01	Hold	강성진	50,000	6.49	-11.30
22-09-29	Hold	강성진	47,000	-2.01	10.85
23-03-30	Buy	강성진	55,000	-11.60	-2.00
23-07-24	Buy	강성진	63,000	-33.61	-21.43
23-10-23	Buy	강성진	52,000		

투자등급 비율 (2024. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.