HL만도 (204320)

마진 악화는 끝났다. 분산된 고객군과 선도적 시장 지위 강점

더 많은 리포트 보기

2024년 4월 29일

자동차/운송 Analyst 강성진
02-6114-2911 seongjin.kang@kbfg.com

연구원 손민영
02-6114-1664 minyoung.son@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 52,000원 유지

HL만도에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지한다. 2024 및 2025년 영업이익 전망치를 각각 12.4%, 1.8% 하향했으나, WACC 하락 (-0.6%p)을 반영해 목표주가를 전과 같이 유지한다. 목표주가는 DCF방식 (WACC 6.3%, 영구성장률 1.7%)을 적용해 산출했으며, 12개월 포워드 기준 implied P/E 9.5배, implied P/B 0.97배, 4월 29일 종가 기준 상승여력은 35.6%다.

1Q24 영업이익 756억원 (+7.7% YoY), 시장 컨센서스 3.0% 상회

1Q24 HL만도의 영업이익은 756억원 (+7.7% YoY, +49.5% QoQ)을 기록해 시장 컨센서스를 3.0% 상회하고, KB증권의 기존 전망을 7.4% 하회했다. 전기차 수요 부진으로 주요 전기차 고객향 매출은 감소한 것으로 보이나, GM, Ford, 현대차그룹 및 중국 로컬 업체 등으로의 매출액이 늘어나면서 매출액이 예상을 4.2% 상회했다.

투자포인트: 1) 마진 악화 종료, 2) 다각화된 매출구조, 3) ADAS 및 L3 자율주행에서의 선도적 입지

HL만도의 투자포인트는 1) 마진 악화구간이 종료되었다는 점, 2) 매출 포트폴리오가 적절히 분산되어 있다는 점, 3) ADAS 및 자율주행에서 선도적 지위를 확보하고 있다는 점이다. 인플레이션 시기에 악화되던 영업이익률이 안정화되면서, 과거의 매출액-영업이익률 상관관계가 복원된 것으로 보인다. HL만도는 현대차그룹 뿐 아니라, 북미 전기차 선도업체 및 중국 전기차 스타트업들까지 고르게 분포된 매출 구성으로 인해 안정적인 성장동력 확보가 가능하다. 마지막으로 ADAS 사업에서 안정된 매출과 영업이익률을 이미 확보했고, Level 3 제품에 대해서도 선도적 업체로 자리매김할 수 있을 것으로 예상된다.

2024년 영업이익 3,360억원 (+20.3% YoY) 전망

2024년 HL만도의 영업이익은 3,360억원 (+20.3% YoY)을 기록할 전망이다. 이는 시장 컨센서스와 KB증권의 기존 전망을 2.9%, 12.4% 하회하는 것이다. 1Q24 영업이익률에 대한 당사 추정치와 실제치의 차이를 2024년 연간 영업이익 전망에 반영한 것이 주된 이유다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	52,000
Dividend yield* (%)	3.9
Total return (%)	39.5
현재가 (4/29, 원)	38,350
Consensus target price (원)	46,526
시가총액 (조원)	1.8

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

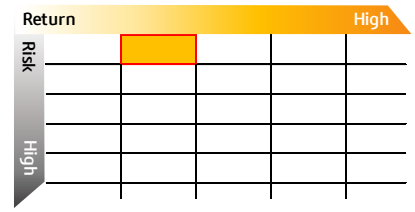
Trading Data

Free float (%)	68.6
거래대금 (3m, 십억원)	10.5
외국인 지분율 (%)	25.8
주요주주 지분율 (%)	에이치앨홀딩스 외 4 인 30.3
	국민연금공단 7.5

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.2	8.0	9.1	-15.8
시장대비 상대수익률	17.7	-0.2	-7.9	-23.2

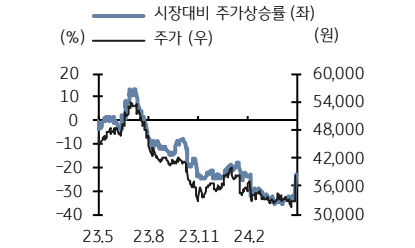
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	8,393	8,596	8,962	9,123
영업이익 (십억원)	279	336	411	444
지배주주순이익 (십억원)	136	274	219	262
EPS (원)	2,887	5,832	4,657	5,585
증감률 (%)	37.9	102.0	-20.1	19.9
P/E (x)	13.6	6.6	8.2	6.9
EV/EBITDA (x)	5.7	4.6	4.0	3.6
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	6.2	11.7	8.6	9.7
배당수익률 (%)	1.5	3.9	3.1	3.7

Stock Price & Relative Performance



자료: HL만도, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	71,000원 (12m fwd P/B 1.32배)
Base-case Scenario (목표주가)	52,000원 (12m fwd P/B 0.97배)
현재주가	38,350원
Bear-case Scenario	33,000원 (12m fwd P/B 0.62배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2024년 HMG 국내 공장 출하 348.5만대
2) 2024년 평균 원/달러 환율 1,329원

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2024년 HMG 국내 공장 출하 348.5만대 상회
2) 2024년 평균 원/달러 환율 1,329원 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2024년 HMG 국내 공장 출하 348.5만대 하회
2) 2024년 평균 원/달러 환율 1,329원 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,576	8,819	8,596	8,962	0.2	1.6
영업이익	384	418	336	411	-12.4	-1.8
지배주주순이익	208	249	274	219	31.6	-12.3

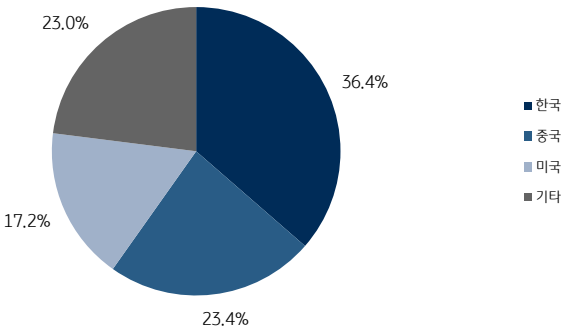
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,596	8,962	8,806	9,539	-2.4	-6.1
영업이익	336	411	347	405	-3.1	1.5
지배주주순이익	274	219	264	257	3.8	-15.0

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2023, %)



자료: Dart, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF valuation

2) 목표주가 산정:
목표 유통주식 가치 2.4조원 (WACC 6.3%, 영구성장률 1.7%)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
71,000원 ~ 33,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12m fwd P/B 0.97배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	-6.3	-8.0
금리 1%p 상승 시	+1.4	+1.7

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	1,116	7.0	14.0	1.0	10.2	4.0	10.7
한온시스템	2,055	12.1	93.5	1.2	9.9	6.3	6.2
Denso	56,421	14.1	23.6	1.6	11.3	7.9	10.0
Aisin	11,472	9.4	76.0	0.8	8.6	4.4	12.9
Magna	14,143	7.7	25.6	1.1	13.8	4.4	3.6
Continental	13,488	7.1	28.2	0.8	11.9	3.4	10.8
Valeo	3,151	7.8	49.7	0.8	9.6	2.7	6.1

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

I. Valuation & Recommendation

목표주가 52,000원, 투자의견 Buy 유지

HL만도에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지한다. 2024 및 2025년 영업이익 전망치를 각각 12.4%, 1.8% 하향했으나, WACC 하락 (-0.6%p)을 반영해 목표주가를 전과 같이 유지한다.

목표주가는 DCF방식 (WACC 6.3%, 영구성장률 1.7%)을 적용해 산출했으며, 12개월 포워드 기준 implied P/E 9.5배, implied P/B 0.97배, 4월 29일 종가 기준 상승여력은 35.6%다.

표 1. 만도 목표주가 산출내역 (DCF)

(원, 십억원, 천주, X, %)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E~
현금흐름추정							
FCF	89	-10	141	236	282	287	158
세후영업이익	208	219	334	354	379	405	257
감가상각비	299	318	344	361	374	387	394
설비투자	-407	-609	-490	-450	-461	-476	-437
운전자본 감소 (증가)	380	35	-44	-40	-16	-36	-18
기타	-391	28	-2	11	5	7	-38
현금흐름의 현재가치							
가중평균자본비용 (WACC, %)		6.3					
영구성장률 (%)		1.7					
Terminal Value							3,407
할인율 (%)		0.0	4.2	10.8	17.8	25.2	25.2
현재가치		0	91	213	240	229	2,721
Valuation (12m fwd)							
현금흐름 합산 (현재가치)		3,494					
순현금		-1,046					
적정 유통주식 가치		2,448					
유통주식수 (천주)		46,825					
목표주가		52,000					
현재주가 (4/29 기준)		38,350					
상승여력		35.6					
12개월 포워드 EPS	3,880	5,456	4,981	5,755	6,227	6,541	6,809
12개월 포워드 BVPS	49,337	53,735	57,157	61,488	66,123	70,973	76,024

자료: KB증권 추정

목표주가의 12개월 포워드 Implied P/E는 9.5배

그림 1. 만도 P/E Band

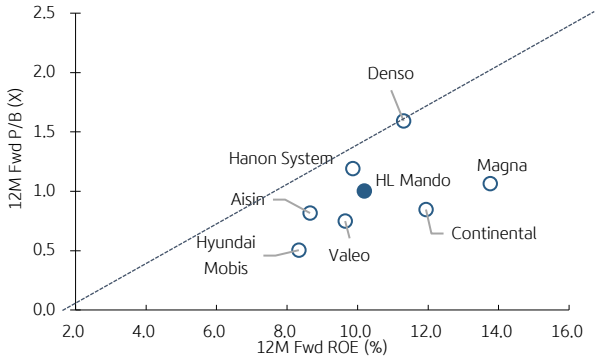
자료: Quantiwise, KB증권 추정

목표주가의 12개월 포워드 Implied P/B는 0.97배

그림 2. 만도 P/B Band

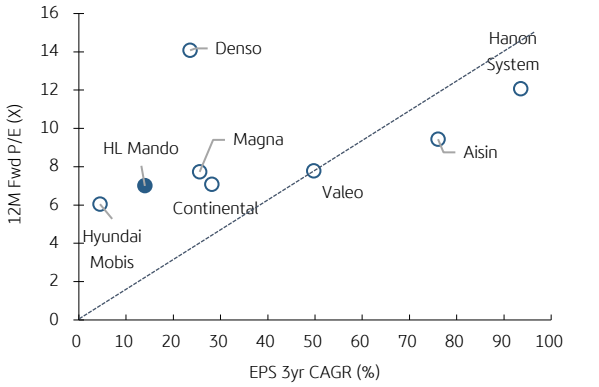
자료: Quantiwise, KB증권 추정

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

HL만도의 투자포인트는 다음 같다.

마진 악화 구간 종료

첫째, 마진 악화구간이 종료된 것으로 보인다. HL만도의 영업이익은 매출액과 높은 상관성을 보이며 변동한다. 2021년 4분기 이후 비용 증가분이 판가에 잘 전가되지 않으면서 영업이익률의 추가 악화가 나타났으나, 최근 2개 분기 연속으로 기존의 매출액-영업이익률 상관관계가 예전 수준에 회귀한 것으로 보인다. 이는 최근 들어 발생한 비용에 대해 HL만도와 납품처 간의 배분 비율이 예전 수준으로 돌아갔음을 의미한다.

고르게 분산된 고객 포트폴리오

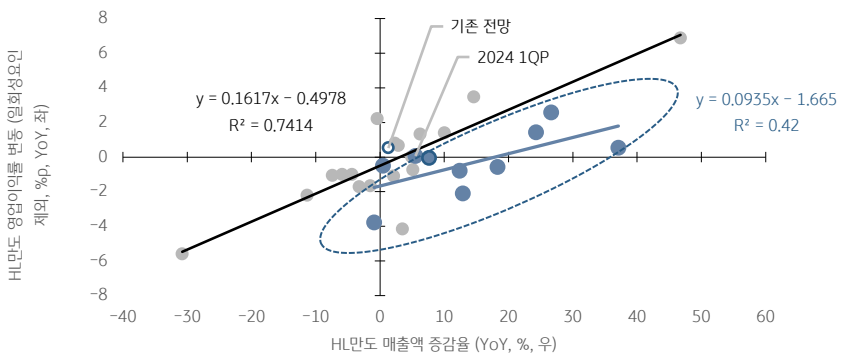
둘째, HL만도는 고객 포트폴리오가 잘 분산되어 있다. HL만도 매출의 상당부분은 현대차그룹으로 발생하지만, 그 외에도 HL만도의 매출처는 북미 전기차 선도 업체 및 일부 중국 전기차 스타트업체들까지 고르게 분포되어 있다. 전기차의 경우 북미 및 중국 업체들이 시장을 주도하고 있어, 이들에 대한 계속된 부품 공급은 성장에 대한 기대를 높이고 있다.

ADAS에서의 안정적 수익성과 확장성

셋째, ADAS에서 안정적 수익성과 확장성을 확보하고 있다. 1Q24 기준 HL만도 연결 매출의 10.6%가 ADAS에서 발생하고 있으며, 기존 사업 매출 대비 높은 수익성을 유지하고 있는 것으로 보인다. ADAS보다 단가가 높은 Level 3 제품에 관해서도 기술적 개발 및 양산준비가 완료된 상태로, 납품처의 결정에 따라 매출이 발생이 지연되고 있다. Level 3 납품이 시작될 경우 Level 3의 선도적 업체로 자리매김할 수 있을 것으로 예상된다

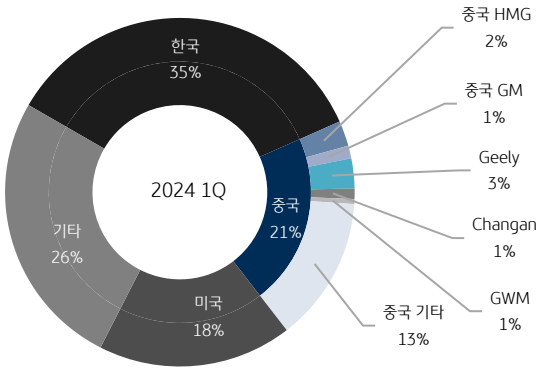
HL만도의 과거 영업이익률은 매출액 증감율에 대해 높은 상관성을 보였으나, 인플레이션 압력이 심해진 4Q21년부터 매출액이 증가하더라도 영업이익률이 과거와 같이 개선되지 않는 모습 (파란색 동그라미 친 부분). 그러나 최근 2개 분기의 매출액 변동률과 영업이익률 변동률은 과거의 상관성을 회복

그림 5. HL만도 매출액 변동액과 영업이익률 변동 추이 및 전망



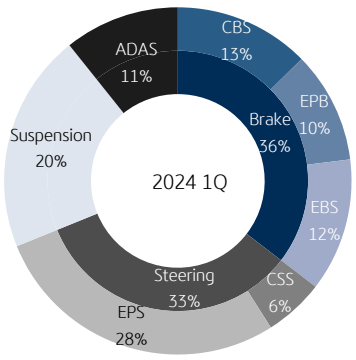
자료: HL만도, KB증권 추정

그림 6. HL만도 지역별 매출액 비중



자료: HL만도, KB증권

그림 7. HL만도 상품군별 매출액 비중



자료: HL만도, KB증권

II. 1Q24 영업손익 리뷰

1Q24 HL만도의 영업이익은 756억원 (+7.7% YoY, +49.5% QoQ)을 기록했다. 이는 시장 컨센서스를 3.0% 상회하고, KB증권의 기존 전망을 7.4% 하회하는 것이다.

표 2. 1Q24 만도 실적 및 각종 비교

(십억원, %)	1Q24P	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		1Q23	YoY %	4Q23	QoQ %	컨센서스	차이 %	1Q24E	차이 %
매출액	2,107	1,997	+5.5	2,190	-3.8	2,073	+1.6	2,023	+4.2
영업이익	76	70	+7.7	51	+49.5	73	+3.0	82	-7.4
세전이익	215	71	+204.1	42	+415.4	65	+233.0	54	+296.8
지배주주 순이익	140	39	+255.5	36	+293.1	43	+222.7	37	+281.4
영업이익률	3.6	3.5	0.1	2.3	1.3	3.5	0.0	4.0	
세전이익률	10.2	3.5		1.9		3.1		2.7	
지배주주 순이익률	6.6	2.0		1.6		2.1		1.8	

자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

표 3. 실적 추정의 주요 가정치 변경

(천 대, 십억원)	1Q24P					2024E			
	본 보고서	YoY	직전	차이	차이 (%)	본 보고서	직전	차이	차이 (%)
HMG 한국공장 출하대수	846.1	-7.8	829.9	+16.2	+2.0	3,485.0	3,447.5	+37.4	+1.1
HMG 중국공장 출하대수	81.1	-2.4	92.3	-11.2	-12.2	332.9	393.3	-60.3	-15.3
HMG 미국공장 출하대수	173.5	-5.0	200.8	-27.3	-13.6	768.0	834.7	-66.7	-8.0
GM 중국공장 출하대수	167.6	+2.4	471.1	-303.5	-64.4	811.3	2,278.3	-1,467.0	-64.4
Geely 중국공장 출하대수	538.7	+2.4	488.3	+50.4	+10.3	2,522.1	2,278.1	+244.0	+10.7
GWM 중국공장 출하대수	247.8	+10.6	388.1	-140.3	-36.1	1,131.1	1,835.1	-703.9	-38.4
Changan/Chana 중국공장 출하	364.9	-23.4	287.9	+77.0	+26.7	1,555.3	1,181.2	+374.0	+31.7
미국 자동차 시장 규모	3,855.5	+2.4	3,738.4	+117.1	+3.1	16,253.1	16,014.9	+238.2	+1.5
북미 전기차 업체 미국공장 출하대수	175.3	+15.4	151.9	+23.5	+15.4	750.0	770.1	-20.1	-2.6
북미 전기차 업체 중국공장 출하대수	245.6	+12.4	237.2	+8.4	+3.5	981.7	946.1	+35.6	+3.8
HL 만도 한국 매출액	737.9	-2.4	713.7	+24.2	+3.4	3,055.7	2,953.2	+102.4	+3.5
HL 만도 중국 매출액	446.4	+7.2	449.0	-2.5	-0.6	1,998.4	2,125.4	-127.0	-6.0
HL 만도 북미 (미국+멕시코+브라질) 매출액*	504.0	+3.0	-	-	-	1,950.5	-	-	-
HL 만도 기타 (멕시코, 브라질 제외) 매출액*	419.0	+23.4	-	-	-	1,591.2	-	-	-
HL 만도 미국 매출액**	378.6	+3.0	368.8	+9.8	+2.7	1,455.5	1,507.5	-52.0	-3.4
HL 만도 기타 매출액**	544.4	+19.2	491.1	+53.3	+10.9	2,086.2	1,990.1	+96.1	+4.8

자료: KB증권 추정 / 주: *표시된 수치는 새로 제시된 구분이어서 직전 추정치 없음, **표시된 수치는 추정치

1Q24 HL만도의 매출액은 2조 1,073억원 (+5.5% YoY, -3.8% QoQ)을 기록했다. 이는 시장 컨센서스를 1.6% 상회하고, KB증권의 기존 전망을 4.2% 상회하는 것이다.

레거시 고객들 위주로 미주 매출액 전년대비 2.8% 증가

1Q24 미주 매출액은 5,040억원으로 1년 전 대비 2.8% 늘었다. 미주에서 전기차 선도업체로의 매출액이 전년대비 12% 감소한 반면, GM, Ford, 현대차그룹으로의 매출액은 각각 전년동기대비 11%, 123%, 1.6% 증가했다.

로컬업체 위주로 중국 매출액 전년대비 7.2% 증가

1Q24 중국 매출액은 전년동기대비 7.2% 늘어난 4,464억원을 기록했다. Geely, Nio, GWM으로의 매출액이 전년동기대비 59%, 10%, 22% 증가하는 등, 중국 로컬업체로의 매출액이 전년동기대비 25% 증가한 결과다.

기타지역 매출액 전년대비 19.2% 증가

1Q24 기타지역 매출액은 5,444억원으로 1년 전 대비 19.2% 늘었다. 유럽 매출액은 VW으로의 서스펜션 공급이 늘어난 것이 주된 원인으로 전년동기대비 39.2% 증가한 2,081억원을 기록했다. 인디아 매출액은 현대차그룹 및 로컬업체로의 매출액이 각각 12%, 6% 증가한 결과 전년동기대비 14.2% 늘어난 6,110억원을 기록했다.

HL만도의 수익성은 인플레이션으로부터 정상화됨

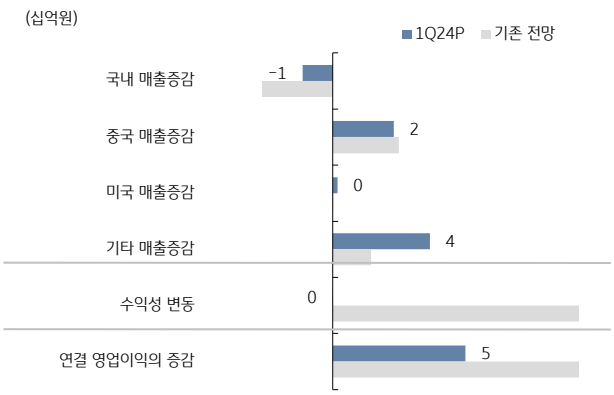
HL만도의 수익성은 인플레이션의 충격에서 상당히 정상화된 것으로 보인다. 1Q24 HL만도의 영업이익률은 3.6%를 기록해 전년동기대비 0.1%p 상승했다. HL만도의 과거 영업이익률은 매출액 증감율에 대해 높은 상관성을 보였으나, 인플레이션 압력이 심해진 4Q21년부터 매출액이 증가하더라도 영업이익률이 과거와 같이 개선되지 않는 모습을 보여왔다. 그러나 최근 2개 분기의 매출액 변동률과 영업이익률 변동률은 과거의 상관성을 회복한 모습이다. 즉, 현재의 매출액 성장은 지난 3년간 보여준 것과 달리 실제 수익성 개선으로 이어질 수 있다

1Q24 1,480억원 평가이익 발생

한편 HL만도의 연결자회사인 HL클레무브가 투자한 중국 자율주행 관련 업체의 주가가 상승함에 따라 1Q24중 1,480억원의 평가이익이 발생했다. 이에 힘입어 1Q24 HL만도의 당기순이익은 시장 컨센서스와 KB증권의 전망치를 각각 222.7%, 239.6% 상회한 1,396억원 (+255.5% YoY, +293.1% QoQ)을 기록했다.

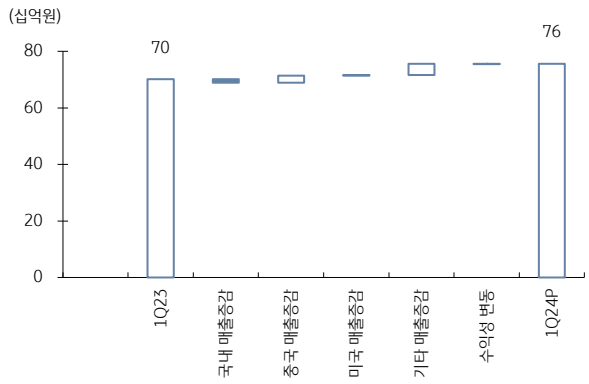
1Q24 신규 수주는 6.2조원으로 연간 신규 수주의 41%에 해당한다.

그림 8. 1Q24 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

그림 9. 1Q24 영업이익 변동요인별 분석 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

2024년 HL만도의 영업이익은 3,360억원 (+20.3% YoY)을 기록할 전망이다. 이는 시장 컨센서스를 2.9% 하회하고, KB증권의 기존 전망을 12.4% 하회하는 것이다.

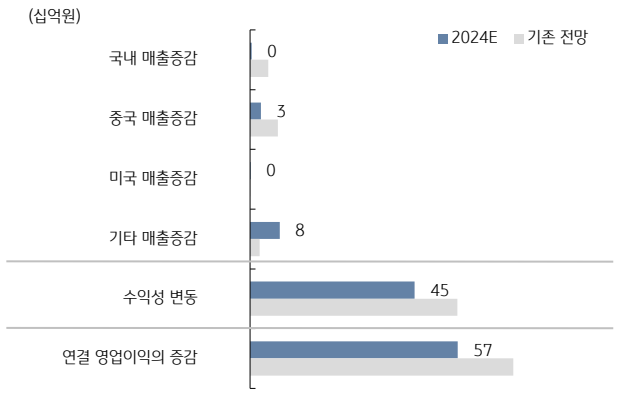
HL만도의 영업이익 전망치를 낮춘 것은 1Q24에 나타난 영업이익률과 추정치와의 차이를 반영해 영업이익률 전망치를 0.6%p 낮추어 적용한 것이 주된 이유다.

표 4. 2024년 만도 실적 전망치 변경 및 각종 비교

(십억원, %)	2024E	전년대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2023	YoY %	컨센서스	차이 %	2024E	차이 %
매출액	8,596	8,393	+2.4	8,788	-2.2	8,576	+0.2
영업이익	336	279	+20.3	346	-2.9	384	-12.4
세전이익	413	226	+82.9	303	+36.2	299	+38.0
지배주주 순이익	274	136	+102.0	212	+29.1	208	+31.6
영업이익률	3.9	3.3		3.9		4.5	
세전이익률	4.8	2.7		3.4		3.5	
지배주주 순이익률	3.2	1.6		2.4		2.4	

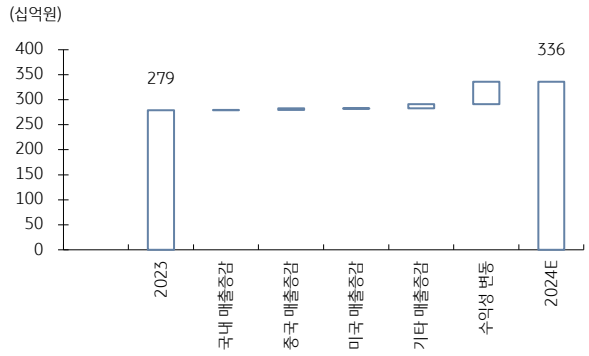
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

그림 10. 2024년 추정요소별 이익 증감 기여 (YoY)



자료: HL만도, KB증권 추정

그림 11. 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	+7.6	+30.6	+5.0	+20.0

자료: KB증권 추정

표 6. 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**	**2,080**	**2,147**	**2,261**	**2,197**	**2,209**	**2,211**	**2,344**	**8,393**	**8,596**	**8,962**
한국	756	765	752	783	738	737	773	807	792	856	822	843	3,057	3,056	3,313
중국	416	480	511	555	446	483	515	554	446	479	519	570	1,963	1,998	2,013
미국	368	361	362	355	379	350	359	367	393	340	357	379	1,446	1,456	1,469
기타	457	480	494	497	544	510	500	532	567	534	514	552	1,927	2,086	2,167
영업비용	1,927	2,010	2,038	2,140	2,032	1,997	2,062	2,169	2,104	2,099	2,113	2,235	8,114	8,260	8,552
영업이익	**70**	**77**	**82**	**51**	**76**	**83**	**85**	**92**	**94**	**110**	**98**	**109**	**279**	**336**	**411**
영업이익률	**3.5**	**3.7**	**3.8**	**2.3**	**3.6**	**4.0**	**4.0**	**4.1**	**4.3**	**5.0**	**4.4**	**4.6**	**3.3**	**3.9**	**4.6**
영업외손익	1	-7	-38	-9	140	-9	-15	-38	-23	-22	-23	-27	-54	77	-95
이자손익	-14	-20	-17	-19	-18	-26	-23	-24	-20	-20	-21	-21	-70	-91	-82
외환손익	12	6	-2	-6	13	3	-5	-15	-2	0	0	-5	10	-4	-7
지분법손익	0	0	0	-3	-1	0	0	-2	-1	-1	-1	-1	-3	-4	-4
기타영업외손익	3	7	-19	19	146	14	13	2	0	-1	-2	0	9	176	-2
세전이익	71	69	44	42	215	74	70	54	71	88	75	82	226	413	315
당기순이익	**44**	**51**	**19**	**41**	**146**	**56**	**53**	**41**	**54**	**67**	**57**	**62**	**155**	**296**	**239**
지배주주 당기순이익	**39**	**48**	**13**	**36**	**140**	**51**	**48**	**36**	**49**	**62**	**51**	**57**	**136**	**274**	**219**
매출액 (YoY %)	**18.3**	**24.3**	**7.7**	**0.4**	**5.5**	**-0.3**	**1.3**	**3.2**	**4.3**	**6.2**	**3.0**	**3.7**	**11.7**	**2.4**	**4.3**
한국 (YoY %)	15.7	11.4	15.1	-1.7	-2.4	-3.7	2.8	3.0	7.3	16.1	6.3	4.5	9.5	0.0	8.4
중국 (YoY %)	-1.7	47.1	0.5	0.8	7.2	0.6	0.7	-0.2	-0.2	-1.0	0.8	2.8	8.5	1.8	0.7
미국 (YoY %)	29.5	17.1	-2.9	-7.7	3.0	-3.0	-0.8	3.4	3.8	-2.9	-0.7	3.3	7.1	0.7	0.9
기타 (YoY %)	39.8	34.5	13.8	10.7	19.2	6.2	1.2	7.2	4.1	4.9	2.9	3.6	23.1	8.2	3.9
영업비용 (YoY %)	19.0	23.0	7.7	0.7	5.5	-0.6	1.2	1.4	3.5	5.1	2.5	3.1	11.6	1.8	3.5
영업이익 (YoY %)	**1.8**	**68.5**	**6.4**	**-11.0**	**7.7**	**8.2**	**4.4**	**81.9**	**23.8**	**32.1**	**15.2**	**18.4**	**12.6**	**20.3**	**22.2**
영업이익률 (YoY %p)	**-0.6**	**1.0**	**0.0**	**-0.3**	**0.1**	**0.3**	**0.1**	**1.8**	**0.7**	**1.0**	**0.5**	**0.6**	**0.0**	**0.6**	**0.7**
영업외손익 (YoY %)	흑전	적전	적전	적지	23,429	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전
세전이익 (YoY %)	34.3	0.9	-75.7	흑전	204.1	6.1	60.5	28.9	-67.1	19.5	6.7	51.4	-1.9	82.9	-23.6
당기순이익 (YoY %)	**30.9**	**31.6**	**-85.7**	**흑전**	**234.5**	**9.4**	**175.3**	**0.4**	**-63.2**	**19.5**	**6.7**	**51.4**	**30.7**	**91.2**	**-19.2**
지배주주 당기순이익 (YoY %)	**31.7**	**33.5**	**-90.0**	**흑전**	**255.5**	**6.2**	**270.2**	**0.2**	**-65.1**	**21.5**	**7.6**	**59.3**	**37.9**	**102.0**	**-20.1**

자료: DART, KB증권 추정

Appendix. 밸류에이션 주요 가정

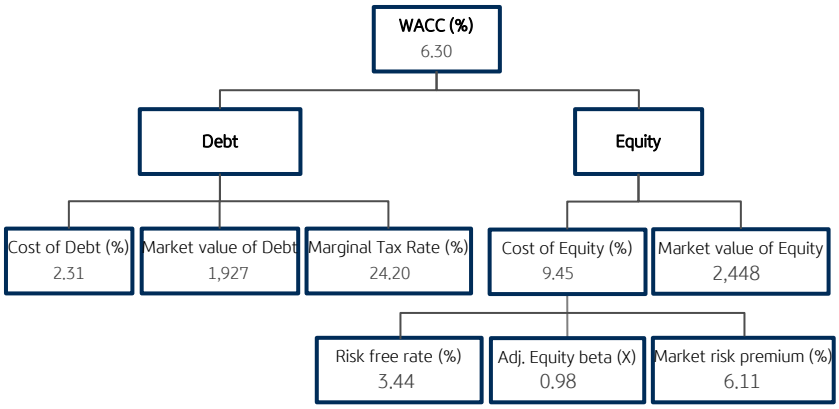
표 7. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(%)	WACC →										
Growth rate ↓	5.8	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5	6.6	6.7	6.8
1.5	60,154	58,395	56,713	55,102	53,559	52,079	50,658	49,294	47,981	46,719	45,503
1.6	60,270	58,473	56,758	55,117	53,546	52,040	50,597	49,211	47,879	46,599	45,367
1.7	60,391	58,556	56,805	55,132	53,532	52,000	50,532	49,125	47,773	46,475	45,227
1.8	60,518	58,642	56,854	55,147	53,517	51,958	50,465	49,035	47,663	46,346	45,081
1.9	60,651	58,732	56,905	55,164	53,502	51,914	50,395	48,941	47,548	46,211	44,928

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 12. HL만도 WACC 산출과정



자료: DART, KB증권 추정

표 8. 만도 WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (23/10/23)	변경 후	비고
COE (A) = a + b x c	10.08	9.45	
Risk free rate (a)	3.73	3.44	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.17	0.98	104주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	1.42	0.96	
R^2	0.41	0.41	
Risk premium (c = d − e)	5.41	6.11	
Market (d)	8.72	9.41	2001년~2023년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate (e)	3.32	3.30	2001년~2023년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD (B)	2.77	2.31	
적정주주가치	2,457	2,448	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	1,927	1,927	
주식가치 가중치 (f)	56.05	55.96	
차입금 가중치 (g)	43.95	44.04	
WACC = (A x f) + (B x g)	6.87	6.30	

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	8,596	8,962	9,123
매출원가	6,510	7,263	7,381	7,636	7,749
매출총이익	1,006	1,130	1,214	1,326	1,374
판매비와관리비	758	851	878	915	931
영업이익	248	279	336	411	444
EBITDA	587	601	654	754	805
영업외손익	-18	-54	77	-95	-71
이자수익	19	26	35	36	36
이자비용	58	96	126	118	109
지분법손익	-2	-3	-4	-4	-4
기타영업외손익	23	19	172	-9	6
세전이익	230	226	413	315	373
법인세비용	112	71	117	76	90
당기순이익	118	155	296	239	283
지배주주순이익	98	136	274	219	262
수정순이익	98	136	274	219	262

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	22.3	11.7	2.4	4.3	1.8
영업이익 성장률	6.8	12.6	20.3	22.2	8.1
EBITDA 성장률	5.0	2.4	8.8	15.3	6.7
지배기업순이익 성장률	-41.2	37.9	102.0	-20.1	19.9
매출총이익률	13.4	13.5	14.1	14.8	15.1
영업이익률	3.3	3.3	3.9	4.6	4.9
EBITDA이익률	7.8	7.2	7.6	8.4	8.8
세전이익률	3.1	2.7	4.8	3.5	4.1
지배기업순이익률	1.3	1.6	3.2	2.4	2.9

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	54	429	656	543	607
당기순이익	118	155	296	239	283
유무형자산상각비	339	322	318	344	361
기타비현금손익 조정	95	105	121	80	94
운전자본증감	-473	-69	39	-44	-40
매출채권감소 (증가)	-153	-80	-51	-60	-55
재고자산감소 (증가)	-111	-60	-24	-28	-26
매입채무증가 (감소)	24	198	37	44	41
기타운전자본증감	-233	-127	76	0	0
기타영업현금흐름	-25	-83	-117	-76	-90
투자활동 현금흐름	-204	-322	-714	-512	-586
유형자산투자감소 (증가)	31	-333	-525	-401	-353
무형자산투자감소 (증가)	-59	-75	-84	-90	-97
투자자산감소 (증가)	-145	51	0	0	0
기타투자현금흐름	-32	34	-106	-21	-136
재무활동 현금흐름	-245	18	573	-31	-22
금융부채 증감	-197	60	81	44	40
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-48	-42	-28	-70	-56
기타재무현금흐름	0	0	520	-4	-6
기타현금흐름	35	-2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-360	123	515	0	0
기말현금	492	615	1,130	1,130	1,130
잉여현금흐름 (FCF)	85	97	131	142	254
순현금흐름	-169	-20	472	-18	100
순현금 (순차입금)	-1,455	-1,475	-1,003	-1,021	-922

자료: HL만도, KB증권 추정

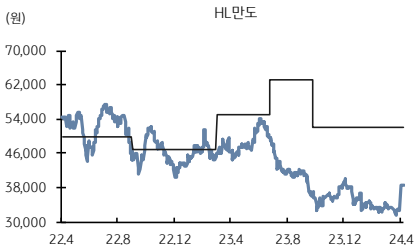
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	5,846	6,287	7,339	7,595	7,900
유동자산	2,980	3,265	3,959	4,072	4,292
현금 및 현금성자산	492	615	1,130	1,130	1,130
단기금융자산	119	66	105	130	270
매출채권	1,495	1,579	1,630	1,690	1,745
재고자산	665	734	758	785	811
기타유동자산	209	271	337	337	337
비유동자산	2,866	3,022	3,380	3,523	3,608
투자자산	267	305	305	305	305
유형자산	2,117	2,176	2,421	2,524	2,569
무형자산	160	197	242	286	329
기타비유동자산	322	344	412	408	404
부채총계	3,572	3,931	4,696	4,790	4,876
유동부채	2,151	2,636	2,896	2,984	3,065
매입채무	989	1,162	1,200	1,244	1,284
단기금융부채	757	1,004	1,085	1,128	1,168
기타유동부채	405	470	612	612	612
비유동부채	1,421	1,295	1,799	1,806	1,812
장기금융부채	1,309	1,152	1,152	1,152	1,152
기타비유동부채	112	142	647	654	659
자본총계	2,274	2,356	2,643	2,804	3,024
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
기타자본항목	3	5	-17	-37	-57
기타포괄손익누계액	222	223	223	223	223
이익잉여금	1,083	1,153	1,413	1,574	1,793
지배지분 계	2,157	2,231	2,469	2,610	2,809
비지배지분	116	125	174	194	215

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	19.3	13.6	6.6	8.2	6.9
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.9	5.7	4.6	4.0	3.6
EV/EBIT	14.0	12.3	8.9	7.3	6.6
배당수익률	1.2	1.5	3.9	3.1	3.7
EPS	2,093	2,887	5,832	4,657	5,585
BVPS	45,945	47,505	52,581	55,585	59,815
SPS (주당매출액)	160,064	178,739	183,055	190,857	194,288
DPS (주당배당금)	500	600	1,500	1,200	1,400
배당성향 (%)	23.9	20.8	25.7	25.8	25.1
수익성지표					
ROE	4.8	6.2	11.7	8.6	9.7
ROA	2.1	2.6	4.3	3.2	3.7
ROIC	3.7	5.4	8.8	7.0	7.4
안정성지표					
부채비율	157.1	166.8	177.7	170.8	161.3
순차입비율	64.0	62.6	37.9	36.4	30.5
유동비율	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
이자보상배율 (배)	4.3	2.9	2.7	3.5	4.1
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
매출채권회전율	5.3	5.5	5.4	5.4	5.3
매입채무회전율	7.7	7.8	7.3	7.3	7.2
재고자산회전율	12.4	12.0	11.5	11.6	11.4

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
22-05-02	Hold	강성진	50,000	4.84	-11.50
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. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

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.