

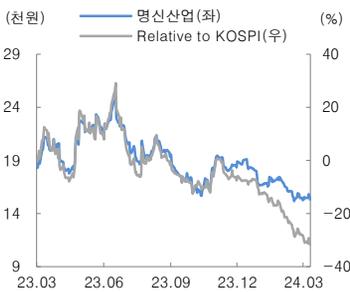
명신산업 (009900)

김귀연 gwilyeon.kim@daiashin.com

투자 의견 **BUY**
 매수, 신규
 6개월 목표주가 **20,000** 신규
 현재주가 **15,310**
 (24.03.29) 자동차업종

KOSPI	2,746.63
시가총액	803십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	26십억원
52주 최고/최저	24,950원 / 15,160원
120일 평균거래대금	37억원
외국인지분율	6.56%
주요주주	엠에스오토텍 외 2인 45.46% 국민연금공단 7.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	-19.5	-14.9	-25.7
상대수익률	-8.6	-22.1	-23.7	-33.9



원앤온리 테슬라

- 금리, 사이버트럭, 멕시코 모멘텀 감안 시, 2H24 관심 높일 필요
- BEV 업황 부진에도 완성차 OEM의 투자 및 라인업 확장 지속
- 2024년 비용안정화 지속되며 두 자릿수 OPM 재차 달성 전망

투자 의견 매수, 목표주가 20,000원 제시

TP 2.0만원은 2024년 EPS 2,860원에 Target PER 7.2배 적용. 목표배수는 2022~23년 평균 밸류에이션에 고객사 성장률 둔화 감안하여 20% 할인 적용. '20년 상장 이후, 고밸류 및 전방 수요 둔화 우려에 주가 하락 지속. 1) 2H24 금리 인하에 따른 BEV 수요 반등 가능성, 2) 테슬라 Cybertruck 가동률 개선, 3) 멕시코 공장 추가 수주 가시성에 따른 주가 반등 가능할 것으로 판단. 하반기로 가면서 관심 높일 필요

결국, 테슬라가 이끌어줄 실적과 주가

2023년 기준, 테슬라향 매출비중 70%로 테슬라 업황/주가 연동성 클 수밖에 없음. 최근 전기차 수요/신차 공백으로 테슬라 비롯한 전기차 업황 부진. 하지만, 레거시&BEV업체의 BEV 투자와 라인업 확장 지속. 2H24 1) 테슬라 사이버트럭 생산 본격화, 2) 모델3/Y F/L Q 반영, 3) 멕시코 공장 수주, 4) CID 행사 일정 예정. 테슬라의 주가 및 업황 반등 시그널 포착 시, 명신산업 주가 모멘텀 또한 발현 예상

2024년 매출 1.8조(+5%), OP 2,121억(+2%), OPM 11.6% 전망

2024년 테슬라 인도량 190만대(+8%, 북미 +6%/중국 +17%) 예상. 1) 2024년 (+) 성장 문제없고, 2) 추가 가능성 제한적이라 판단. Q 성장 둔화 및 신규 공장 수주 감안하여, 이익 레버리지 강도를 보수적으로 가정. 그럼에도, 2024년 비용안정화 지속되며 두 자릿수 OPM 재차 달성 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,515	1,739	1,821	1,933	2,072
영업이익	127	208	212	223	246
세전순이익	123	200	197	209	233
총당기순이익	86	153	150	159	177
지배지분순이익	86	153	150	159	177
EPS	1,634	2,909	2,860	3,029	3,380
PER	8.8	6.5	5.4	5.1	4.5
BPS	7,315	10,199	12,961	15,892	19,174
PBR	2.0	1.9	1.2	1.0	0.8
ROE	25.2	33.2	24.7	21.0	19.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

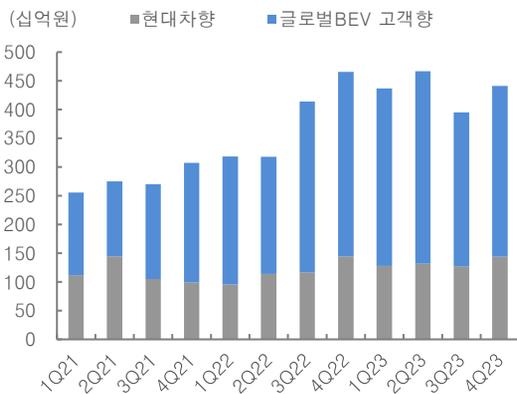
I. 투자포인트

원앤오리 투자포인트, 테슬라

명신산업의 고객사별 매출비중은 현대차 30%/테슬라 70% 수준으로, 테슬라 익스포저가 압도적이다. 때문에 명신산업의 실적/주가는 결국 테슬라에 연동된다.

2H23 이후 글로벌 BEV 수요 둔화 우려에 따른 테슬라 실적/주가 눈높이 또한 지속 하락되었다. 테슬라의 주가 저점 확인됨에 따라 명신산업 주가 모멘텀 발현 또한 가능할 것으로 판단한다. 이에 1) 2H24 금리 인하 기대, 2) 레저시 업체의 BEV 투자/신차출시, 3) 테슬라 4680배터리 가동률에 따른 사이버트럭 가동률 개선에 주목할 필요있겠다.

그림 1. 고객사별 매출



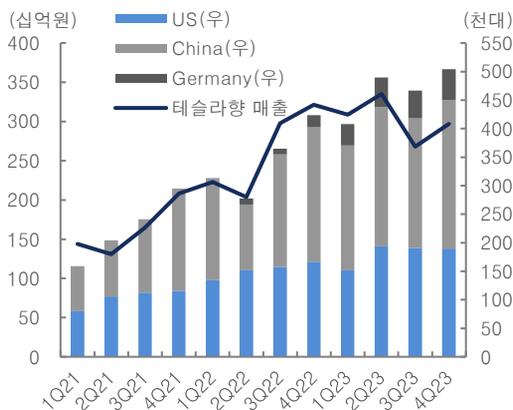
자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

그림 2. 명신산업-테슬라 시총: 동행



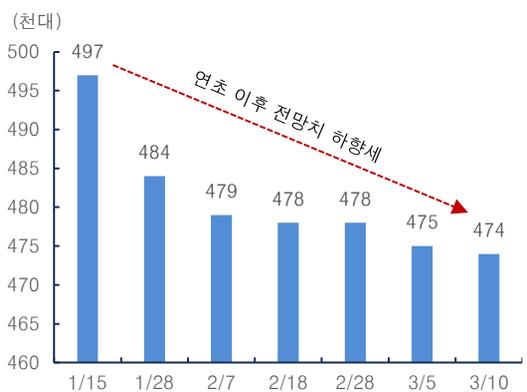
자료: QuantWise, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 글로벌 BEV 향 매출 - 테슬라 지역별 생산



자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

그림 4. 테슬라 1Q24 인도량 전망: 하락세



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

최근 전기차 업황은 수요/신차 공백으로 부진한 흐름 이어지고 있다. 하지만, 신규 BEV업체와 레거시 업체들의 신차개발 및 라인업 확장은 여전히 진행중이다. 현대차그룹을 비롯하여 GM/VW/Stellantis 등 업체들은 2024년 BEV 신차 라인업을 공개/확장 지속하고 있다. 2025년 중장기 전기차 수요 기대감은 유효하다는 판단이다. 테슬라는 2024년 Cybertruck 생산 본격화, Model 3/Y 페이스리프트, 유연한 판매 전략 통해 물량 방어한다는 전략이다.

산업자료에 따르면, 2024년 테슬라 인도량은 194만대(YoY +7.9%)로 예상된다. 2023년 대비 성장률(인도량 +38%/생산량 +35%) 둔화는 불가피하나, 산업(+2.7%) 대비 초과 성장은 지속된다. 2H23이후 수요 우려 지속됐던 상황에서 2H24 금리인하 기대감에 따른 BEV 수요 개선 가능성 존재한다. 미국 대선 노이즈만 제외하면 추가 우려 반영보다 업황 저점 확인에 따른 추가 반등 시점에 더 주목해야 한다는 판단이다. 수요 바닥 확인 이후, 중장기 성장 모멘텀은 1) 사이버트럭 양산 본격화, 2) 멕시코 기가팩토리 증설 본격화(2026년 초 양산 전망), 3) 모델Y 페이스리프트(2024.07월)에 주목할 필요있겠다.

표 1. 테슬라 생산개파 현황

지역	모델	Capa(천대)	상황
캘리포니아	Model S/Y	100	생산중
	Model 3/Y	550	생산중
상해	Model 3/Y	>950	생산중
베를린	Model Y	375	생산중
텍사스	Model Y	>250	생산중
	Cybertruck	>125	생산중
네바다	Tesla Semi	-	시험 가동중
검토중	차세대 플랫폼	-	검토중
미정	Readster	-	검토중

자료: 테슬라, 대신증권 Research Center

표 2. 2024년 테슬라 지역별 인도량 전망: YoY +7.9%

(단위: 천대)

	미국	캐나다	유럽	중국	기타	합산
2023	650.7	52.9	357.0	608.5	129.3	1,798.4
ModelS/X	44.6	3.1	0.9	6.8	5.2	60.6
Cybertruck	0.1	-	-	-	-	0.1
Model3	209.3	25.4	100.9	147.3	31.4	514.3
ModelY	396.7	24.4	255.2	454.4	92.7	1,223.4
2024E	683.2	63.3	362.4	704.1	127.0	1,939.9
ModelS/X	49.0	4.0	7.7	7.2	4.1	72.0
Cybertruck	29.8	1.9	-	-	-	31.7
Model3	184.4	27.4	123.0	164.6	45.1	544.5
ModelY	420.0	30.0	231.7	532.2	77.8	1,291.7
YoY	5.0%	19.6%	1.5%	15.7%	-1.8%	7.9%
ModelS/X	9.7%	29.9%	751.8%	5.8%	-20.7%	18.8%
Cybertruck	28027.4%	-	-	-	-	29782.1%
Model3	-11.9%	7.9%	21.9%	11.8%	43.3%	5.9%
ModelY	5.9%	23.0%	-9.2%	17.1%	-16.1%	5.6%

자료: 산업자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 2024년 GM 전기차 신차 라인업



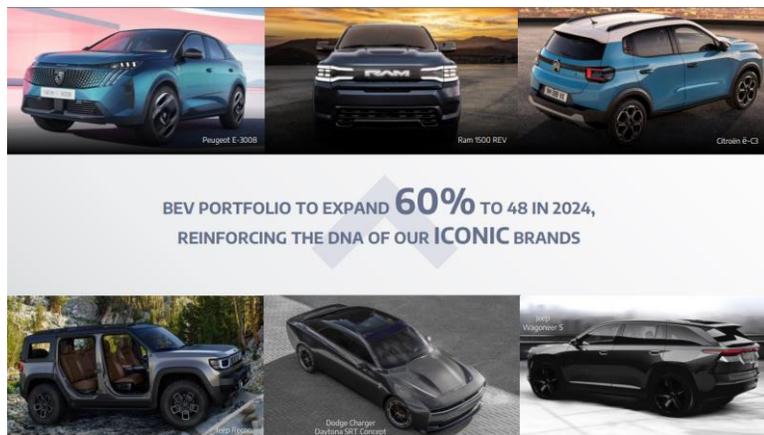
자료: GM, 대신증권 Research Center

그림 6. VW PPE 플랫폼 기반의 포르쉐 마칸 e/아우디 Q6 e-tron 출시 예정



자료: VW, 대신증권 Research Center

그림 7. 스텔란티스, 2024년 BEV 확장 전략 지속



자료: Stellantis, 대신증권 Research Center

II. 실적 및 밸류에이션

2024년 매출 1.8 조(YoY +4.7%), OP 2,121 억(+2.0%), OPM 11.6% 전망

글로벌 전기차 수요 둔화 우려에도 2024년 테슬라 인도량은 190만대로 YoY +8%(북미 +6%/중국 +17%)의 Q성장 가능할 것으로 예상된다. 연초 이후 전망 하향된 점은 부담이나 1) 2024년 (+) 성장 문제 없고, 2) 추가 둔화폭 제한적이라 판단한다.

안정적인 외형 기반으로 연간 10%대의 OPM 달성 가능할 것으로 전망한다. 고객사 성장 둔화 및 신규 공장 수주 일정 감안하여, 2024년 ASP/이익 레버리지 강도 보수적으로 가정했다. 그럼에도 2024년에도 안정적인 운임/원재료 움직임 예상됨에 따라 투자릿수 OPM 재차 달성 가능할 것으로 예상된다.

표 3. 명신산업 실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	436.7	466.5	394.7	441.0	433.5	475.2	439.3	472.5	1,738.9	1,820.5	1,933.0
YoY	37.2%	47.0%	-4.7%	-5.3%	-0.7%	1.9%	11.3%	7.1%	14.8%	4.7%	6.2%
QoQ	-6.2%	6.8%	-15.4%	11.7%	-1.7%	9.6%	-7.6%	7.6%			
별도매출	45.9	43.3	40.1	37.7	43.5	43.4	39.8	37.9	167.0	164.7	167.7
심원개발	101.1	103.8	95.8	108.6	96.7	104.9	95.3	109.6	409.3	406.5	413.9
심원테크	92.8	120.1	81.2	107.0	97.4	126.1	85.2	112.4	401.1	421.2	442.3
미국_테슬라	232.2	246.6	182.6	211.1	222.4	233.6	235.6	238.0	872.5	929.7	994.7
중국_테슬라	132.3	143.7	128.7	145.1	140.2	159.5	148.0	165.5	549.8	613.2	699.0
연결조정	-167.6	-191.0	-133.6	-168.5	-166.7	-192.4	-164.7	-190.9	-660.8	-714.7	-784.6
영업이익	47.7	77.4	40.7	42.2	46.7	57.0	51.8	56.6	208.0	212.1	222.7
OPM	10.9%	16.6%	10.3%	9.6%	10.8%	12.0%	11.8%	12.0%	12.0%	11.6%	11.5%
YoY	118.8%	263.4%	11.8%	-11.0%	-2.2%	-26.4%	27.3%	34.1%	63.9%	2.0%	5.0%
QoQ	0.6%	62.3%	-47.4%	3.7%	10.6%	22.1%	-9.1%	9.2%			
당기순이익	36.6	65.3	25.9	24.9	32.7	40.6	36.6	40.2	152.7	150.1	158.9
지배순이익	36.6	65.3	25.9	24.9	32.7	40.6	36.6	40.2	152.7	150.1	158.9
NPM	8.4%	14.0%	6.6%	5.6%	7.5%	8.5%	8.3%	8.5%	8.8%	8.2%	8.2%
YoY	134.6%	144.6%	-24.0%	164.9%	-10.7%	-37.9%	41.3%	61.6%	78.0%	-1.7%	5.9%
QoQ	289.4%	78.4%	-60.3%	-3.9%	31.3%	24.1%	-9.7%	9.9%			

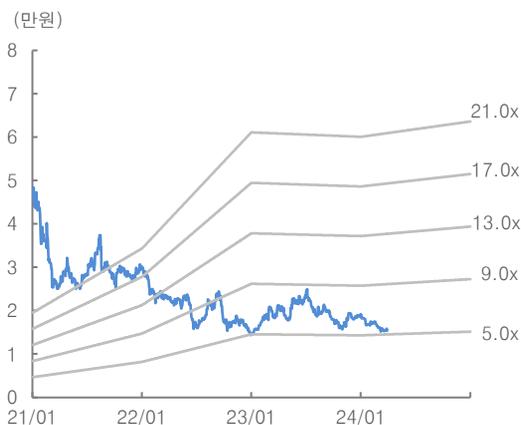
자료: 대신증권 Research Center

표 4. 명신산업 Valuation

구분	비고	
'23년 EPS	2,909.3 원	
'24년 EPS	2,860.1 원	
'25년 EPS	3,028.8 원	
2024년 EPS	2,860.1 원	
Target PER	7.2 배	상장 이후, 22~23년 평균배에 고객사 성장 둔화 우려 반영하여 20% 할인
목표주가	20,000.0 원	
현재주가	15,310.0 원	2024.03.29 종가 기준
상승여력	30.6 %	

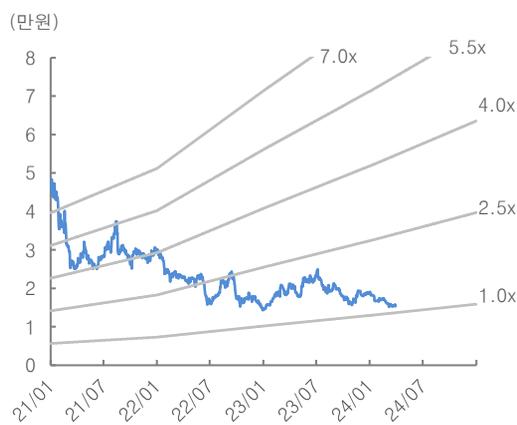
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 명신산업 12MF PER Band



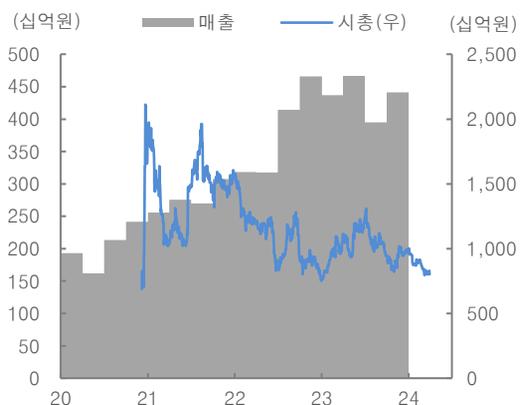
자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

그림 9. 명신산업 12MF PBR Band



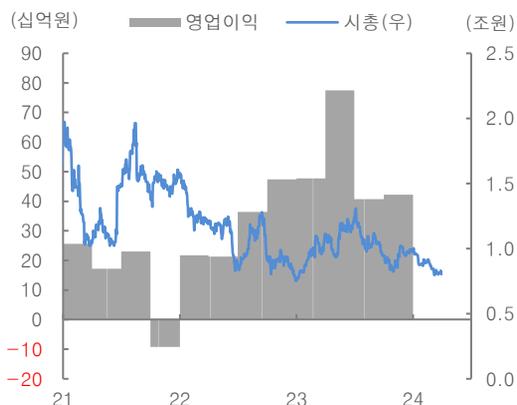
자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

그림 10. 명신산업 매출 - 주가



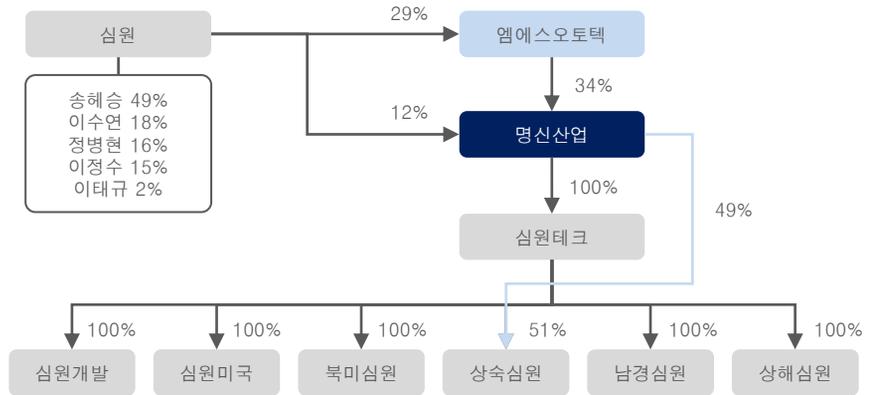
자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

그림 11. 명신산업 OP - 주가



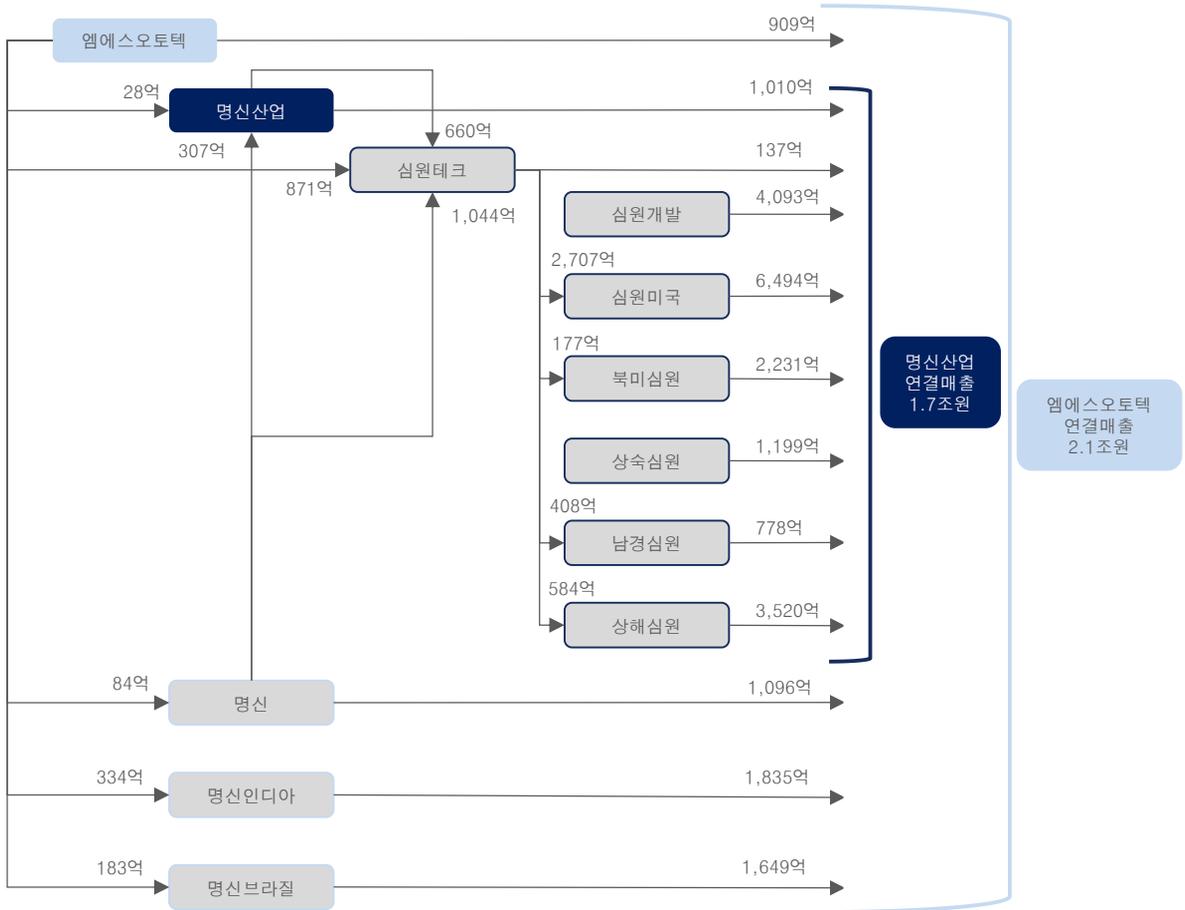
자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

그림 12. 엠에스오토텍 지배구조



자료: Stellantis, 대신증권 Research Center

그림 13. 엠에스오토텍/명신산업의 매출 발생 구조



주1: 업체별 매출은 전자공시시스템 2023년 사업보고서/감사보고서 참고하여 작성. 연결조정 금액 차이로 공시 매출과 위의 합산수치 차이 발생

주2: 명신인디아는 2024.02월 매각

자료: 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

표 5. 명신산업 글로벌 피어그룹 테이블

(십억달러)

		명신산업	마그나 인터내셔널	콘티넨탈	아이신 정기	합산/평균
시가총액		596.8	15,653.8	14,436.1	12,114.5	42,801.3
수익률	1M	-4.3	-1.3	-9.7	11.8	
	3M	-18.9	-4.9	-13.0	28.0	
	6M	-14.4	3.1	0.2	11.7	
	1Y	-27.3	5.5	-0.6	75.6	
매출액	2021	967.9	36,242.0	39,936.4	34,887.2	112,033.4
	2022	1,176.1	37,840.0	41,508.5	32,394.9	112,919.5
	2023E	1,319.0	42,731.7	45,148.4	33,384.9	122,584.0
	2024E	1,568.5	44,626.4	46,077.1	34,376.1	126,648.2
영업이익	2021	49.4	1,916.0	2,118.3	1,620.9	5,704.6
	2022	98.5	1,573.0	765.2	722.5	3,159.1
	2023E	160.3	2,190.9	2,766.1	1,113.7	6,231.0
	2024E	188.5	2,481.2	2,987.9	1,658.7	7,316.4
EBITDA	2021	70.8	4,008.0	4,940.3	3,924.1	12,943.1
	2022	128.5	3,505.0	3,129.4	2,722.4	9,485.3
	2023E	205.6	3,703.7	4,973.0	2,924.1	11,806.3
	2024E	228.8	4,124.3	5,356.1	3,425.1	13,134.4
당기순익	2021	39.6	1,514.0	1,697.5	1,264.1	4,515.2
	2022	66.5	592.0	70.1	502.6	1,231.3
	2023E	116.2	1,582.8	1,449.0	737.1	3,885.2
	2024E	129.5	1,726.8	1,854.9	1,079.5	4,790.7
PER	2021	31.5	16.2	14.6	8.0	17.6
	2022	8.8	13.4	169.6	24.2	54.0
	2023E	5.0	9.9	9.7	15.4	10.0
	2024E	4.8	9.0	7.8	10.3	8.0
PBR	2021	5.3	2.0	1.5	0.6	2.4
	2022	2.0	1.5	0.8	0.9	1.3
	2023E	1.5	1.3	0.9	0.9	1.2
	2024E	1.1	1.2	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA	2021	20.9	6.8	5.5	4.2	9.3
	2022	5.4	4.8	3.9	6.2	5.1
	2023E	3.0	5.9	3.9	5.8	4.7
	2024E	2.5	5.2	3.5	4.5	3.9
ROE	2021	18.9	13.0	11.7	8.6	13.1
	2022	25.2	5.2	0.5	3.9	8.7
	2023E	34.3	14.0	10.4	6.3	16.3
	2024E	26.6	13.8	11.9	8.8	15.3
배당성향	2021	0.0	33.9	34.4	32.3	25.2
	2022	0.0	86.8	450.5	65.3	150.6
	2023E	0.0	33.7	28.1	42.4	26.0
	2024E	0.0	31.6	30.0	31.0	23.2

주: 2024/03/29일 증가 기준(미국/유럽 상장사는 2024/03/28일 증가 기준)

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,515	1,739	1,821	1,933	2,072
매출원가	1,314	1,454	1,532	1,631	1,741
매출총이익	202	285	289	302	331
판매비와관리비	75	77	77	79	85
영업이익	127	208	212	223	246
영업이익률	8.4	12.0	11.6	11.5	11.9
EBITDA	166	252	258	269	292
영업외손익	-4	-8	-15	-14	-13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	47	25	20	20	20
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-52	-37	-39	-38	-37
외환관련손실	39	22	15	15	15
기타	2	4	4	4	4
법인세비용차감전순손익	123	200	197	209	233
법인세비용	37	48	47	50	55
계속사업순손익	86	153	150	159	177
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	153	150	159	177
당기순이익률	5.7	8.8	8.2	8.2	8.6
비재분순이익	0	0	0	0	0
재분순이익	86	153	150	159	177
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	87	151	149	158	176
비재분포괄이익	0	0	0	0	0
재분포괄이익	87	151	149	158	176

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,634	2,909	2,860	3,029	3,380
PER	8.8	6.5	5.4	5.1	4.5
BPS	7,315	10,199	12,961	15,892	19,174
PBR	2.0	1.9	1.2	1.0	0.8
EBITDAPS	3,155	4,800	4,913	5,120	5,566
EV/EBITDA	5.5	3.9	2.6	2.1	1.4
SPS	28,878	33,141	34,696	36,839	39,483
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
CFPS	3,528	5,049	5,098	5,305	5,752
DPS	0	100	100	100	100

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	36.8	14.8	4.7	6.2	7.2
영업이익 증가율	124.6	64.1	1.9	5.0	10.4
순이익 증가율	89.1	78.1	-1.7	5.9	11.6
수익성					
ROC	19.9	30.1	29.3	29.3	30.5
ROA	15.4	21.1	19.0	17.6	17.2
ROE	25.2	33.2	24.7	21.0	19.3
안정성					
부채비율	142.1	95.2	74.3	60.9	51.0
순차입금비율	39.2	-1.4	-18.7	-29.9	-38.0
이자보상배율	11.4	14.1	9.2	10.0	11.6

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	563	647	770	906	1,057
현금및현금성자산	136	253	360	473	597
매출채권 및 기타채권	221	218	228	242	259
재고자산	167	131	137	146	156
기타유동자산	39	45	45	45	45
비유동자산	366	398	415	436	461
유형자산	306	355	372	392	417
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	60	43	43	44	44
자산총계	929	1,045	1,185	1,342	1,519
유동부채	375	327	296	273	251
매입채무 및 기타채무	214	215	223	234	248
차입금	81	46	11	-24	-60
유동성채무	36	17	13	13	13
기타유동부채	45	48	49	49	50
비유동부채	170	183	209	235	261
차입금	92	102	128	154	180
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	78	82	82	82	82
부채총계	545	510	505	508	513
자배지분	384	535	680	834	1,006
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	262	148	148	148	148
이익잉여금	113	378	523	677	849
기타자본변동	-17	-18	-17	-17	-17
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	384	535	680	834	1,006
순차입금	150	-7	-127	-249	-382

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	98	246	197	203	219
당기순이익	86	153	150	159	177
비현금항목의 가감	99	112	117	119	124
감가상각비	39	44	46	46	46
외환손익	12	3	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	49	65	74	76	81
자산부채의 증감	-63	36	-2	-5	-8
기타현금흐름	-25	-55	-68	-70	-75
투자활동 현금흐름	-69	-61	-70	-74	-79
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산					-72
기타	4	-5	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	7	-69	71	75	75
단기차입금	-22	-35	-35	-35	-35
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	73	26	26	26	26
유상증자	0	-113	0	0	0
현금배당	0	0	-5	-5	-5
기타	-45	53	85	89	89
현금의 증감	137	253	107	113	124
기초 현금	101	136	253	360	473
기말 현금	238	389	360	473	597
NOPLAT	88	159	162	170	187
FOF	54	145	144	148	161

자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

명신산업(009900) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	240401
투자의견	Buy
목표주가	20,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240327)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상