



HL만도 (204320)

[3Q24 Preview] 지역/고객 포트폴리오 다양화 효과 지속

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 02-3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(하향): 58,000원

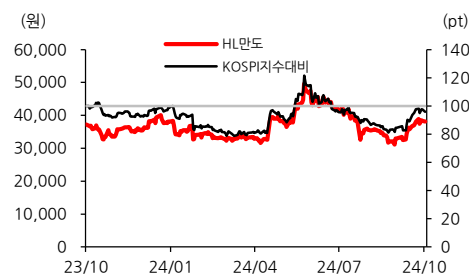
현재 주가(10/15)	39,000원
상승여력	▲ 48.7%
시가총액	18,313억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	49,600 / 31,100원
90 일 일평균 거래대금	80.15억원
외국인 지분율	27.4%
주주 구성	
에이치엘홀딩스 (외 5 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
T.RowePriceHongKongLimited	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.2	-5.9	18.0	4.7
상대수익률(KOSPI)	15.9	2.0	19.4	-2.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,516	8,393	8,756	9,684
영업이익	248	279	337	413
EBITDA	587	601	668	764
지배주주순이익	98	136	221	207
EPS	2,093	2,887	4,696	4,401
순차입금	1,530	1,486	1,596	1,561
PER	19.3	13.6	8.1	8.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.8	5.5	5.1	4.4
배당수익률	1.2	1.5	1.8	2.1
ROE	4.8	6.2	9.5	8.3

주가 추이



3Q 매출액 2,2조원(+4.0% YoY), 영업이익 944억원(+15.8% YoY) 전망

동사 3Q 매출은 중국 매출 확대, 미국에서의 현대/기아 등 주요 고객사의 전통 화 부품 수요 확대에 증가세 기록 예상. 3Q 중국 정부의 경기부양 정책 등에 따른 중국 현지 완성차 수요 확대와 북미 선도 EV사의 미국/중국 3Q 인도량 회복 등에 기인 또한, 현대차/기아 및 GM 등 주요 고객사 xEV 물량 증가도 동사 매출 증가세에 기여. 수익성 측면에서는 매출 대비 제조원가 및 판매비 비중이 안정적으로 유지되며 OPM 4.3%(+0.5%p YoY) 기록 전망.

북미, 중국, 인도 등 주요 권역에서 전자화 사시 공급 수혜 확대

동사는 글로벌 완성차업체들의 기존 컨벤셔널 사시(Conventional Chassis) 시스템에서 점진적으로 SW 연동이 용이한 모터 기반 전자화 사시(E-Chassis) 시스템 전환 기조에 따라 IDB, EPS 등 공급 등을 통해 수혜 확대 중. 우선 xEV 보급 속도가 가장 빠른 중국 시장 내에서 글로벌 완성차 업체(GM, 현대차/기아 등) 의존도를 줄이고(19년 45.9% → 2Q24 15%), 중국 로컬업체 중심으로 고객 포트폴리오를 확대(19년 39.2% → 2Q24 82.5%)한 점이 주효. 동사는 Geely Aito, NIO 등 다양한 중국 로컬업체 대상 수주 확대에 매출의 24% 비중 이상 유지 및 확대 지속할 것으로 전망.

또한, 북미, 인도 등 주요 권역에서 고른 매출 비중을 유지/확대하고 있는 점도 긍정적. 북미에서는 현대차/기아 물량 확대와 더불어 북미 선도 EV사, GM, 포드 등 적극적인 SDV/xEV 전환 추진 중인 다양한 업체 통해 견조한 매출 성장 기록(미국 비중 17.4%, 북미 비중 23.1%) 예상되며, 인도는 마힌드라, 타타 등 인도 현지 업체에 전자화 시스템부터 컨벤셔널 시스템까지 사시 부품 공급 확대를 통해 매출 성장세 지속(인도 비중 9.4%) 전망.

글로벌 수요 불확실성 고려하여 TP 58,000원 하향, 투자의견 Buy 유지

차량 SDV 전환에 따른 전자화 시스템 수요 확대에 동사 신규 수주 물량 또한 지속 증가 중으로 연간 신규 수주 계획(15.1조원) 대비 달성률은 8월까지 90% 이상 기록. 현 기조 유지 시 연 내 100% 이상 초과 달성 충분히 가능할 전망. 다만, 글로벌 수요 불확실성 우려에 따라 8월 이후 자동차업종 Multiple 전반적인 하향 조정 추세로 동사 밸류에이션 조정 불가피. 기존 동사의 5개년 12M FWD PBR 1.2에서 10% 디스카운트 적용한 PBR 1.08 적용한 목표 주가 58,000원 제시(기존 TP 65,000원 대비 10.8% 하향). 여전히 57% 이상의 상승 여력 충분 판단.

[표1] HL 만도 실적 추정치 및 목표주가 변동 내역

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전	변동	변동률	설명
매출액(FY1)	8,762	8,756	-0.1	연결기준(단위: 십억원)
영업이익(FY1)	323	337	4.3	- 영업외비용(이자비용, 외환환산손실 등)
지배주주순이익(FY1)	228	221	-3.1	추정치 조정 등 고려
BPS(FY1)	51,614	51,451	-0.3	지배주주순이익, 보통주 기준
BPS(12M FWD)	54,408	53,937	-0.9	(단위: 원)
Target PBR	1.2	1.08	-	동사 최근 5개년 12M FWD PBR 밴드 중단 -8월 이후 Multiple 하향(10%) 반영
적정주가	65,290	58,252	-10.8	
목표주가	65,000	58,000	-10.8	
현주가	36,950			24/10/14 종가 기준
상승여력	57.0			

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] HL 만도 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

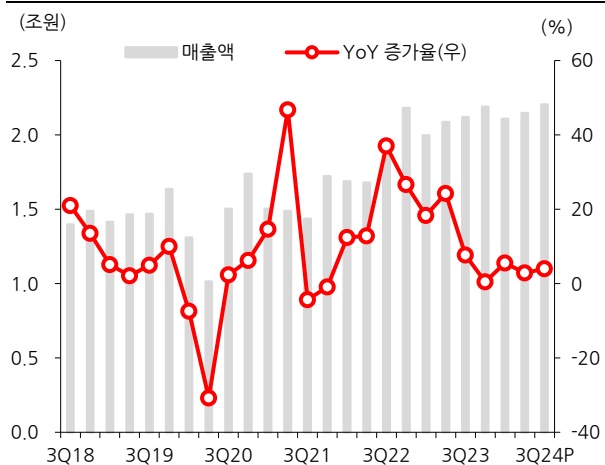
[표2] HL 만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,997	2,087	2,119	2,190	2,107	2,147	2,204	2,297	8,393	8,756	9,684
한국	756	765	752	783	738	757	740	766	3,057	3,001	3,084
중국	416	480	511	555	446	465	525	569	1,963	2,006	2,264
미국	368	361	362	355	370	374	383	381	1,446	1,508	1,736
인도	185	183	204	195	211	197	207	221	767	836	935
매출 비중											
한국	37.9	36.7	35.5	35.8	35.0	35.2	33.6	33.3	36.4	34.3	31.8
중국	20.9	23.0	24.1	25.3	21.2	21.7	23.8	24.8	23.4	22.9	23.4
미국	18.4	17.3	17.1	16.2	17.6	17.4	17.4	16.6	17.2	17.2	17.9
인도	9.3	8.8	9.6	8.9	10.0	9.2	9.4	9.6	9.1	9.5	9.7
매출총이익	275	275	302	278	295.5	299.8	319.5	313.0	1,130	1,228	1,392
영업이익	70.2	77.0	81.5	50.6	75.6	89.6	94.4	77.7	279	337	413
세전이익	71	69	44	42	215.2	50.1	63.1	44.7	226	373	311
지배주주순이익	39	48	13	36	139.6	4.5	44.8	31.7	136	221	207
GPM	13.7	13.2	14.3	12.7	14.0	14.0	14.5	13.6	13.5	14.0	14.4
OPM	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	4.2	4.3	3.4	3.3	3.9	4.3
NPM	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	0.2	2.0	1.4	1.6	2.5	2.1
% YoY											
매출액	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	2.9	4.0	4.9	11.7	4.3	10.6
영업이익	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	16.4	15.8	53.6	12.6	20.8	22.5
지배주주순이익	31.7	33.5	-90.0	흑전	255.5	-90.7	246.5	-10.7	37.9	62.7	-6.3

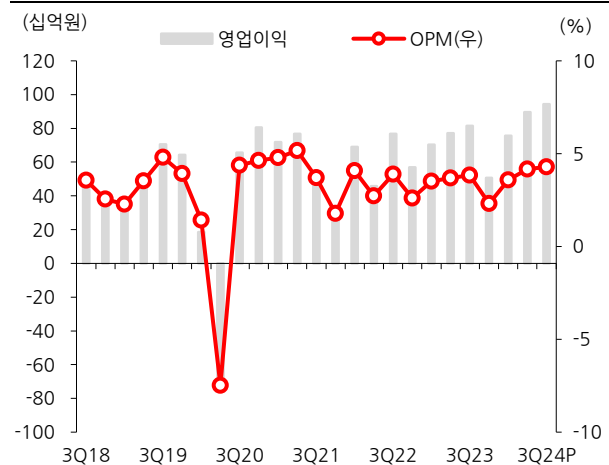
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] HL 만도 매출액 추이 및 전망



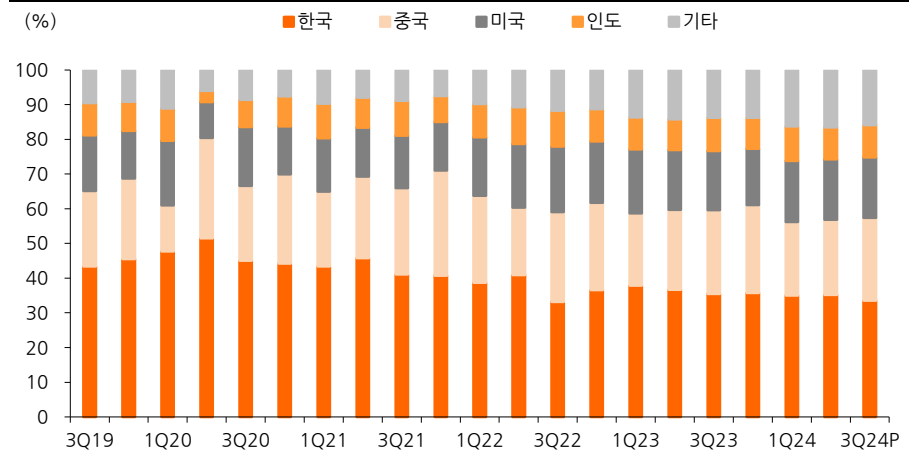
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HL 만도 영업이익 추이 및 전망



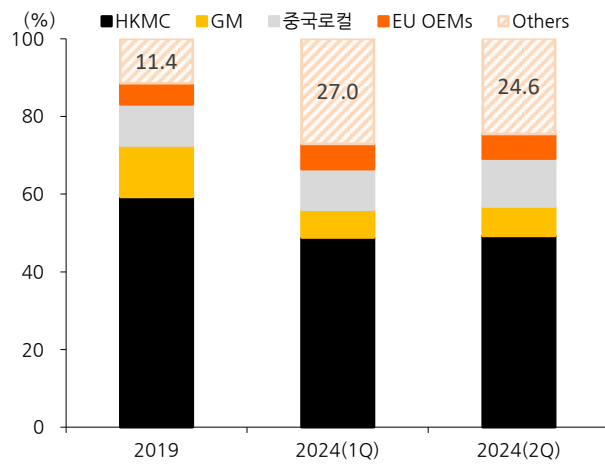
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] HL 만도 지역별 매출 비중 추이



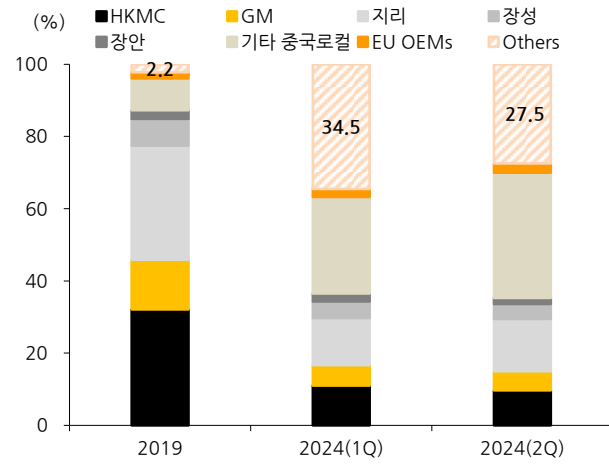
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] HL 만도 글로벌 고객별 매출 비중 추이 - Others 비중 확대 : 북미 주요 EV 업체, 인도 주요업체 등 다변화



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] HL 만도 중국 내 고객별 매출 비중 추이 - Others 비중 확대 : 신흥 중국 로컬 EV 업체 중심 고객 다변화



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,147	7,516	8,393	8,756	9,684
매출총이익	901	1,006	1,130	1,228	1,392
영업이익	232	248	279	337	413
EBITDA	559	587	601	668	764
순이자손익	-43	-38	-69	-48	-60
외화관련손익	38	96	78	62	50
지분법손익	13	6	-2	-4	-4
세전계속사업손익	228	230	226	373	311
당기순이익	179	118	155	242	227
지배주주순이익	167	98	136	221	207
증가율(%)					
매출액	n/a	22.3	11.7	4.3	10.6
영업이익	n/a	6.8	12.6	20.8	22.5
EBITDA	n/a	5.0	2.4	11.1	14.3
순이익	n/a	-33.8	30.7	56.3	-6.0
이익률(%)					
매출총이익률	14.7	13.4	13.5	14.0	14.4
영업이익률	3.8	3.3	3.3	3.9	4.3
EBITDA 이익률	9.1	7.8	7.2	7.6	7.9
세전이익률	3.7	3.1	2.7	4.3	3.2
순이익률	2.9	1.6	1.8	2.8	2.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	413	54	429	442	556
당기순이익	179	118	155	242	227
자산상각비	327	339	322	331	350
운전자본증감	-140	-473	-96	-11	-126
매출채권 감소(증가)	0	-153	-102	-38	-243
재고자산 감소(증가)	-159	-111	-60	-44	-112
매입채무 증가(감소)	-62	24	198	265	236
투자현금흐름	-377	-204	-322	-513	-491
유형자산처분(취득)	-169	31	-333	-365	-414
무형자산 감소(증가)	-34	-59	-75	-57	-61
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-3
재무현금흐름	229	-245	18	13	39
차입금의 증가(감소)	238	-197	60	53	72
자본의 증가(감소)	-9	-48	-42	-28	-33
배당금의 지급	-9	-48	-42	-28	-33
총현금흐름	596	552	608	443	682
(-)운전자본증가(감소)	263	381	-87	56	126
(-)설비투자	207	312	338	366	414
(+)자산매각	5	285	-70	-56	-61
Free Cash Flow	131	144	287	-35	80
(-)기타투자	52	269	98	43	12
잉여현금	79	-125	189	-79	68
NOPLAT	182	128	191	218	302
(+) Dep	327	339	322	331	350
(-)운전자본투자	263	381	-87	56	126
(-)Capex	207	312	338	366	414
OpFCF	39	-227	262	127	111

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,944	2,980	3,265	3,502	3,976
현금성자산	870	537	670	672	779
매출채권	1,412	1,630	1,730	1,737	1,980
재고자산	544	665	734	806	918
비유동자산	2,760	2,866	3,022	3,370	3,503
투자자산	453	589	649	815	823
유형자산	2,193	2,117	2,176	2,330	2,429
무형자산	114	160	197	225	251
자산총계	5,704	5,846	6,287	6,872	7,479
유동부채	2,130	2,151	2,636	2,617	2,801
매입채무	1,282	1,296	1,526	1,687	1,922
유동성이자부채	725	757	1,004	806	750
비유동부채	1,531	1,421	1,295	1,700	1,949
비유동이자부채	1,441	1,309	1,152	1,462	1,590
부채총계	3,660	3,572	3,931	4,317	4,750
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	915	1,083	1,153	1,338	1,512
자본조정	389	425	428	229	229
자기주식	-2	-2	0	0	0
자본총계	2,044	2,274	2,356	2,555	2,729

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,559	2,093	2,887	4,696	4,401
BPS	41,624	45,945	47,505	51,451	55,152
DPS	800	500	600	700	800
CFPS	12,689	11,759	12,947	9,437	14,524
ROA(%)	3.1	1.7	2.2	3.4	2.9
ROE(%)	9.3	4.8	6.2	9.5	8.3
ROIC(%)	6.2	3.8	5.3	5.9	7.8
Multiples(x, %)					
PER	17.8	19.3	13.6	8.1	8.7
PBR	1.5	0.9	0.8	0.7	0.7
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	5.0	3.4	3.0	4.0	2.6
EV/EBITDA	7.6	5.8	5.5	5.1	4.4
배당수익률	1.3	1.2	1.5	1.8	2.1
안정성(%)					
부채비율	179.0	157.1	166.8	168.9	174.1
Net debt/Equity	63.4	67.3	63.1	62.5	57.2
Net debt/EBITDA	231.7	260.7	247.3	239.0	204.4
유동비율	138.3	138.6	123.9	133.8	141.9
이자보상배율(배)	4.6	4.3	2.9	4.2	4.4
자산구조(%)					
투하자본	70.4	76.1	73.2	71.9	71.2
현금+투자자산	29.6	23.9	26.8	28.1	28.8
자본구조(%)					
차입금	51.4	47.6	47.8	47.0	46.2
자기자본	48.6	52.4	52.2	53.0	53.8

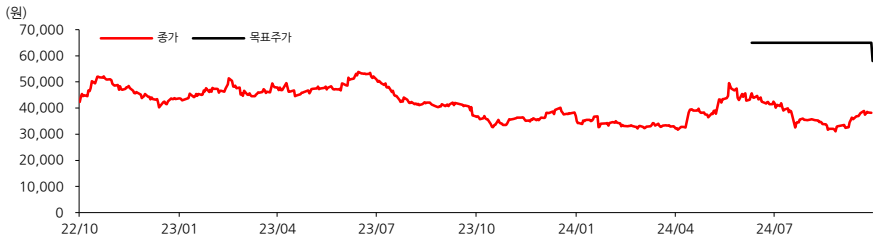
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 10월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[HL만도 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.06.26	2024.06.26	2024.07.08	2024.07.29	2024.10.16
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	65,000	65,000	65,000	58,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.26	Buy	65,000	-42.39	-29.85
2024.10.16	Buy	58,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%