



HL만도 (204320)

자동차부품



이현수
02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	73,000원 (I)
현재주가 (7/10)	53,100원
상승여력	37%

시가총액	24,934억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	276,864주
52주 고	57,500원
52주 저	40,300원
외인지분율	25.94%
주요주주	한라홀딩스 외 3인 30.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.4	15.4	9.5
상대	17.8	15.0	2.1
절대(달려환산)	11.1	16.6	9.0

어제보다 나은 오늘, 오늘보다 나은 내일

자동차 부품 산업 부문 전망은 금일 발간된 별도 보고서 참고 요망

긴 시간 어려웠던 시기는 지나간 듯 보여

동사는 2014년 인적분할 이후 2015~2016년 5%대의 OPM을 기록했지만 2017~2022년, 6년 동안은 연간 기준 4% OPM을 달성한 해를 찾아볼 수 없어. 이 기간 동안 수익성에 부정적 영향을 미친 주요 요인을 살펴본다면 1) 2017~2019년: 2016년 기준 중국 매출에서 약 50%를 차지하던 HMG향 판매 급감, 2) 2020년: COVID-19, 3) 2021~2022년: 원가 부담 증가로 정리해볼 수 있어.

중국 시장의 경우 2017년 직후에는 자의 반 타의 반으로 매출처 다변화를 위해 수익성을 일부 양보했을 것으로 사료되나 2020년부터는 매출처 다변화에 따른 효과가 매출액 증가 및 수익성 회복에 도움을 주고 있는 것으로 관측. 2021~2022년은 M&A 및 완성차 업황 개선 등에 따라 2년 연속 두 자릿수 이상의 매출액 증가를 나타냈으나 원가 부담에 따라 의미 있는 수익성 회복은 이루지 못한 것으로 판단. 하지만 2023년 하반기부터는 원가 부담 감소가 예상되는 바 4% 수준의 OPM 달성이 가능할 것으로 추정.

성장과 수익성, 두 마리 토끼 노리는 중

지역별로는 인도 시장의 성장세가 이어지고 있어. 2019년까지 꾸준한 성장세를 이어가던 인도 시장은 2020년 COVID-19로 인해 매출이 감소했으나 2021~2022년, 2년 연속 30%를 상회하는 매출 증가(연결조정 후 기준) 나타내. 수익성(OPM) 측면에서도 타 지역 대비 높은 수준으로 추정되는 바 매출액 증가가 전체 OPM 개선에도 긍정적 영향을 미치고 있는 중. 2017년 중국 시장에서는 외부 환경에 의해 매출처 다변화가 진행했다면 인도 시장은 선제적으로 매출처 다변화를 가져갈 예정으로 현재 주요 매출처 및 현지 시장의 성장보다 더 빠른 매출 증가가 나타날 것으로 판단.

ADAS 부문(HL클레무브)은 높은 성장성을 지닌 산업 특성에도 불구하고 해외 현지 생산공장 부재 등으로 매출이 정체되는 모습을 보였으나 2022년 하반기 투자를 시작한 멕시코 공장이 2024년 상반기부터 가동될 것으로 예상됨에 따라 신규 성장 동력을 확보할 것으로 예상. 2023년 하반기부터 외형 성장과 수익성 개선이 예상됨에 따라 동사에 대해 Target PER(2024E EPS) 12.0배를 적용하여 목표주가 73,000원, 투자 의견 BUY로 분석 개시.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	21,202	26.3	6.2	21,060	0.7
영업이익	802	75.4	14.2	797	0.6
세전계속사업이익	851	23.6	20.2	804	5.8
지배순이익	625	74.2	59.1	564	10.8
영업이익률 (%)	3.8	+1.1 %pt	+0.3 %pt	3.8	0
지배순이익률 (%)	2.9	+0.8 %pt	+0.9 %pt	2.7	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	61,474	75,162	84,726	90,851
영업이익	2,323	2,481	3,347	4,059
지배순이익	1,671	983	2,184	2,845
PER	18.0	24.1	11.4	8.8
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.8	6.7	5.9	5.1
ROE	9.3	4.8	9.6	11.2

자료: 유안타증권

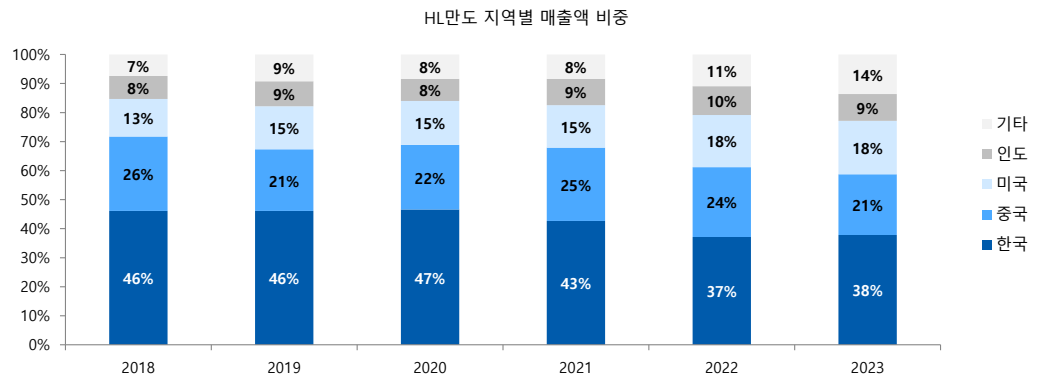
[표-1] HL 만도 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	QoQ	YoY	3Q23E	4Q23E
매출액	7,516	8,473	9,085	1,688	1,679	1,968	2,181	1,997	2,120	6.2%	26.3%	2,150	2,206
HL 클럽무브(연결)	1,366	1,502	1,621	307	325	340	394	365	374	2.4%	15.1%	378	385
HL 클럽무브 외	6,150	6,970	7,464	1,381	1,354	1,628	1,787	1,632	1,746	7.0%	29.0%	1,771	1,821
지역별 비중													
한국	37%	38%	-	39%	41%	33%	37%	38%	-	-	-	-	-
중국	24%	21%	-	25%	19%	26%	25%	21%	-	-	-	-	-
북미	23%	23%	-	22%	23%	24%	22%	23%	-	-	-	-	-
인도	10%	9%	-	10%	11%	10%	9%	9%	-	-	-	-	-
기타	6%	9%	-	5%	6%	7%	7%	9%	-	-	-	-	-
고객사별 비중													
HMG	51%	50%	-	50%	55%	49%	49%	50%	-	-	-	-	-
GM	9%	7%	-	9%	9%	9%	8%	7%	-	-	-	-	-
China Local	12%	9%	-	12%	11%	13%	12%	9%	-	-	-	-	-
Europe	4%	5%	-	4%	4%	3%	3%	5%	-	-	-	-	-
기타	25%	29%	-	25%	21%	26%	27%	29%	-	-	-	-	-
영업이익	248	335	406	69	46	77	57	70	80	14.2%	75.4%	87	97
이익률	3.3%	4.0%	4.5%	4.1%	2.7%	3.9%	2.6%	3.5%	3.8%	0.3%p	1.1%p	4.1%	4.4%
세전이익	230	313	387	53	69	180	-72	71	85	20.2%	23.6%	87	70
이익률	3.1%	3.7%	4.3%	3.1%	4.1%	9.1%	-3.3%	3.5%	4.0%	0.5%p	-0.1%p	4.0%	3.2%
지배순이익	98	218	284	30	36	129	-97	39	62	59.1%	74.2%	65	52
이익률	1.3%	2.6%	3.1%	1.8%	2.1%	6.6%	-4.4%	2.0%	2.9%	1.0%p	0.8%p	3.0%	2.4%

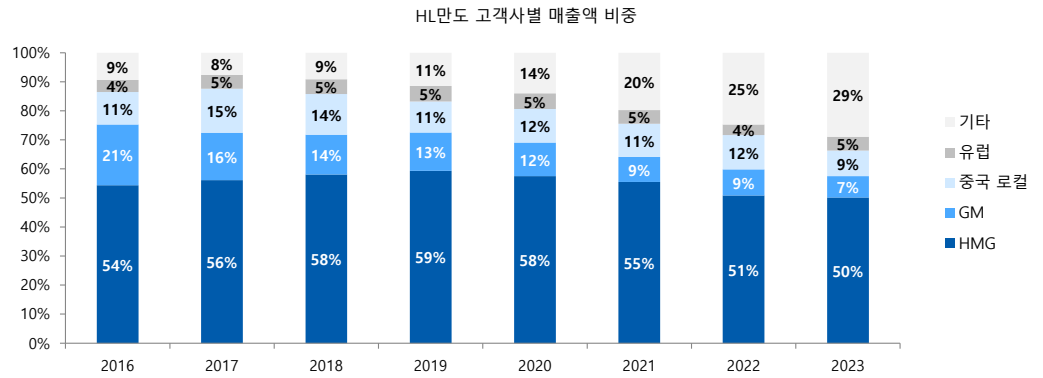
자료: 유안타증권, 주: 2023년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준

[그림-1] HL 만도 지역별 매출액 비중



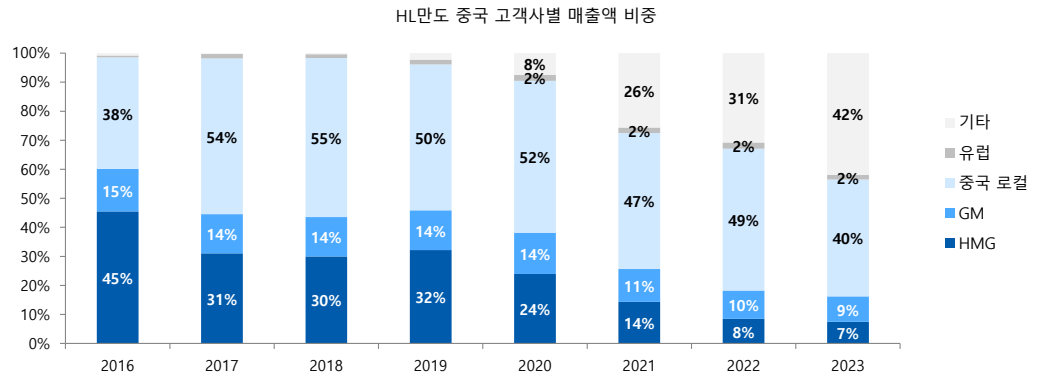
자료: HL 만도, 주: 2023년은 1Q23 기준

[그림-2] HL 만도 고객사별 매출액 비중



자료: HL 만도, 주: 2023 년은 1Q23 기준

[그림-3] HL 만도 중국 고객사별 매출액 비중



자료: HL 만도, 주: 2023 년은 1Q23 기준

HL 만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	61,474	75,162	84,726	90,851	96,867
매출원가	52,461	65,101	72,804	77,608	82,337
매출충이익	9,013	10,060	11,922	13,243	14,530
판매비	6,690	7,579	8,575	9,184	9,792
영업이익	2,323	2,481	3,347	4,059	4,738
EBITDA	5,591	5,869	6,615	7,436	8,108
영업외손익	-42	-181	-221	-190	-201
외환관련손익	169	106	540	840	780
이자손익	-427	-388	-227	-349	-300
관계기업관련손익	102	-22	-3	0	0
기타	114	123	-531	-681	-681
법인세비용차감전순손익	2,281	2,300	3,126	3,869	4,537
법인세비용	495	1,117	853	929	1,089
계속사업순손익	1,786	1,183	2,274	2,941	3,448
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,786	1,183	2,274	2,941	3,448
지배지분순이익	1,671	983	2,184	2,845	3,336
포괄순이익	3,372	2,622	5,014	5,681	6,189
지배지분포괄이익	3,183	2,463	4,719	5,362	5,842

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	4,127	-133	4,443	3,697	1,126
당기순이익	1,786	1,183	2,274	2,941	3,448
감가상각비	2,803	3,044	2,974	3,066	0
외환손익	-47	98	-661	-840	-780
중속, 관계기업관련손익	-102	22	3	0	0
자산부채의 증감	-1,401	-5,402	-1,807	-3,266	-3,398
기타현금흐름	1,088	922	1,661	1,796	1,856
투자활동 현금흐름	-3,766	-1,374	-4,068	-4,359	-759
투자자산	7	-701	-24	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,073	-3,123	-3,215	-3,600	0
유형자산 감소	387	3,433	24	0	0
기타현금흐름	-2,088	-982	-852	-759	-759
재무활동 현금흐름	2,290	-2,448	933	-87	-87
단기차입금	-634	132	538	0	0
사채 및 장기차입금	3,165	-2,559	552	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-87	-477	-336	-336	-336
기타현금흐름	-155	455	179	249	249
연결범위변동 등 기타	258	353	2,417	2,141	1,938
현금의 증감	2,908	-3,602	3,726	1,392	2,218
기초 현금	5,614	8,523	4,921	8,646	10,039
기말 현금	8,523	4,921	8,646	10,039	12,257
NOPLAT	2,323	2,481	3,347	4,059	4,738
FCF	2,054	-3,256	1,228	97	1,126

자료: 유안타증권

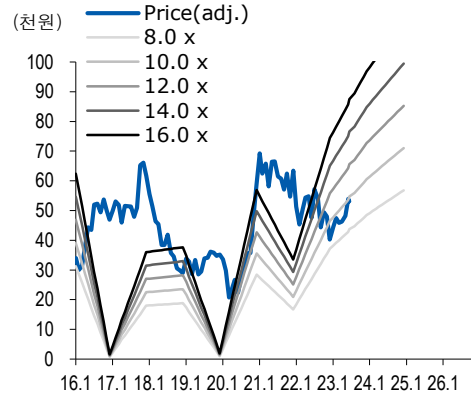
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	29,443	29,803	35,880	38,912	42,843
현금및현금성자산	8,523	4,921	8,646	10,039	12,257
매출채권 및 기타채권	14,121	15,584	17,202	18,331	19,516
재고자산	5,441	6,652	7,468	7,979	8,508
비유동자산	27,601	28,655	29,443	30,066	30,096
유형자산	21,930	21,167	21,889	22,423	22,423
관계기업 등 지분관련 자산	585	325	325	325	325
기타투자자산	1,631	2,022	2,192	2,192	2,192
자산총계	57,044	58,458	65,322	68,978	72,940
유동부채	21,296	21,508	26,017	26,936	27,797
매입채무 및 기타채무	12,817	12,965	15,323	16,242	17,103
단기차입금	1,272	1,694	2,314	2,314	2,314
유동성장기부채	5,977	5,876	6,927	6,927	6,927
비유동부채	15,305	14,213	13,895	13,895	13,895
장기차입금	5,840	4,948	5,090	5,090	5,090
사채	8,280	6,889	6,391	6,391	6,391
부채총계	36,601	35,721	39,913	40,831	41,693
지배지분	19,545	21,574	24,148	26,758	29,859
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
이익잉여금	9,155	10,827	12,757	15,367	18,468
비지배지분	897	1,163	1,262	1,388	1,388
자본총계	20,443	22,737	25,410	28,146	31,247
순차입금	12,859	14,640	12,860	11,468	9,250
총차입금	21,655	20,665	21,964	21,964	21,964

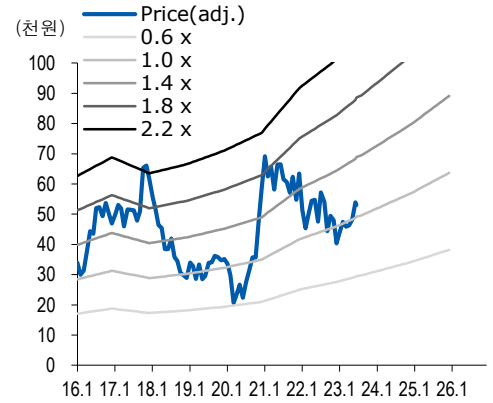
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,559	2,093	4,651	6,058	7,104
BPS	41,672	45,998	51,485	57,049	63,661
EBITDAPS	11,907	12,499	14,088	15,835	10,877
SPS	130,916	160,064	180,433	193,476	206,288
DPS	800	500	500	500	500
PER	18.0	24.1	11.4	8.8	7.5
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.8	6.7	5.9	5.1	7.0
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	10.5	22.3	12.7	7.2	6.6
영업이익 증가율 (%)	161.9	6.8	34.9	21.3	16.7
지배순이익 증가율 (%)	2,787.0	-41.2	122.2	30.2	17.3
매출총이익률 (%)	14.7	13.4	14.1	14.6	15.0
영업이익률 (%)	3.8	3.3	4.0	4.5	4.9
지배순이익률 (%)	2.7	1.3	2.6	3.1	3.4
EBITDA 마진 (%)	9.1	7.8	7.8	8.2	5.3
ROIC	6.6	4.1	7.4	9.0	10.2
ROA	3.1	1.7	3.5	4.2	4.7
ROE	9.3	4.8	9.6	11.2	11.8
부채비율 (%)	179.0	157.1	157.1	145.1	133.4
순차입금/자기자본 (%)	65.8	67.9	53.3	42.9	31.0
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.3	7.6	6.9	8.1

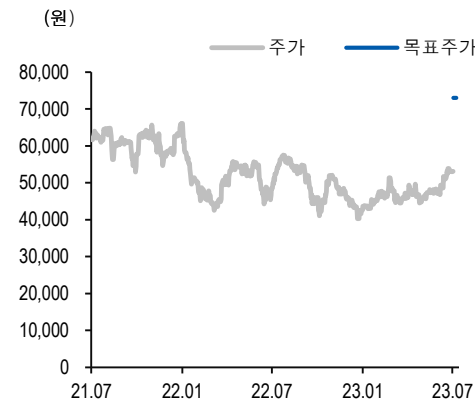
P/E band chart



P/B band chart



HL 만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-07-11	BUY	73,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.