



BUY(Maintain)

목표주가: 59,000원(유지)

주가(10/07): 38,900원

시가총액: 18,266억 원

자동차/부품 Analyst 신윤철
yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/07)		2,610.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,600원	31,100원
등락률	-24.6%	18.2%
수익률	절대	상대
1M	21.2%	18.1%
6M	16.8%	21.5%
1Y	-5.2%	-12.6%

Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	234천주
외국인 지분율	27.5%
배당수익률(2024E)	2.1%
BPS(2024E)	51,329원
주요 주주	HL 홀딩스 외 4 인
	30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,785.2	9,955.6
영업이익	248.1	279.3	371.6	493.7
EBITDA	586.9	601.1	713.4	856.2
세전이익	230.0	225.7	330.1	557.2
순이익	118.3	154.6	200.3	392.1
지배주주지분순이익	98.3	135.6	182.1	348.9
EPS(원)	2,093	2,887	3,877	7,431
증감률(% YoY)	-41.2	37.9	34.3	91.7
PER(배)	19.3	13.6	10.0	5.2
PBR(배)	0.88	0.83	0.76	0.67
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	4.7	3.6
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.2	5.0
ROE(%)	4.8	6.2	7.8	13.6
순차입금비용(%)	64.0	62.6	52.9	37.9

Price Trend



Earnings Update

HL만도 (204320)

향방이 갈릴 영업이익과 당기순이익



HL만도 3Q24 실적에는 기대와 우려가 공존하고 있다. 9월 말일 iMotion 증가를 감안할 시 3Q24에 당기순손실을 인식하게 될 가능성이 높아진 상황이지만 여전히 컨센서스는 리스크를 충분히 반영하고 있지 않고 있다. 따라서 주가에 단기적으로는 하방압력이 발생할 수 있는 구간으로 판단한다. 다만 앞으로는 HL홀딩스 차원에서 계열사들의 전략적 투자를 관리하게 될 것으로 기대되며 이로 인한 불확실성 완화 효과 역시 기대된다.

>>> 3Q24 Preview: 외국인 투자자 설득이 필요할 것으로

매출액 2.2조 원(+3.8% YoY, +2.4% QoQ), 영업이익 939억 원(+15.2% YoY, +4.8% QoQ)을 기록하며 영업실적은 시장 기대치(매출액 2.2조 원, 영업이익 932억 원)에 부합할 전망이다. 그러나 당사의 지배주주순이익 추정치는 -270억 원인 반면 시장 기대치는 487억 원에 형성되어 있어 괴리가 큰 상황이다.

HL클레무브가 투자한 중국 자율주행 스타트업 iMotion 지분 관련 금융자산은 iMotion이 23년 12월 홍콩 증시에 상장된 이후부터 분기 증가를 기준으로 매 분기 재평가되고 있다. 이는 올해 HL만도의 영업외손익 변동성을 확대시키고 있는 주 요인으로 꼽힌다. 7월 중 급락했던 iMotion의 주가가 결국 9월까지 회복되지 못하면서 HL만도가 영업외손실을 반영할 가능성이 확대되었고, 이 과정에서 최근 외국인 투자자 이탈이 가속화된 바 있다.

물론 현재 영업이익단에서는 리스크 요인이 감지되고 있지 않다. 당사 역시 중국의 경기 부양책과 북미 BEV 선도 고객사 볼륨 성장에 따른 영업실적 개선을 기대하고 있으며 최근의 주가 회복세는 이에 주로 기인하는 것으로 판단하고 있다. HL만도가 제시했던 연간 영업이익률 타겟(4%대 초반) 역시 달성 가능성이 높아질 전망이다. 다만 주가 회복세가 더욱 탄력을 받기 위해서는 iMotion 투자에 따라 HL클레무브가 거둔 성과 및 지분 랍업이 해제되는 25년부터의 전략적 투자 방향성에 대해 시장과 소통할 필요가 있을 것이다.

>>> 하반기 부품업종 최선후주 의견 유지: 인도에 주목

지금까지 가시화된 HL만도의 실적 성장 전망은 주로 중국시장의 주요 NEV 메이커들의 볼륨 성장 기대치에 그 근거를 두고 있다. 그러나 현재 HL만도 연결 매출액의 약 10% 수준을 담당하고 있는 인도 시장에서의 성장성 역시 주목할 필요가 있다. 인도는 로컬 완성차 업체들로 고객사를 다변화 함에 따라 높은 마진이 확보되는 지역이기 때문이다. 연결 영업이익 기여도 측면에서의 인도는 이미 미주(북미, 남미 합산) 수준인 것으로 당사는 추정하고 있다.

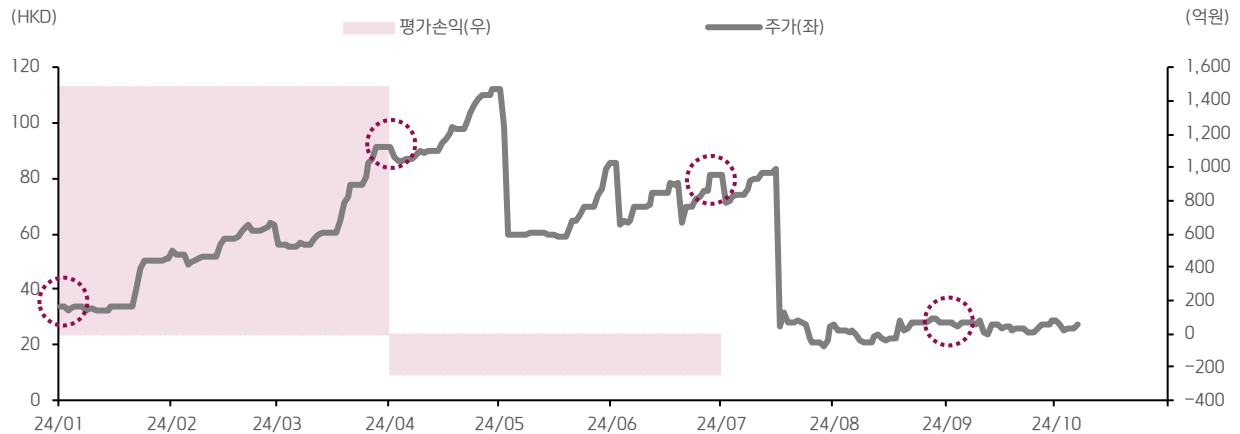
특히 멕시코산 자동차에 대해 강력한 관세 부과를 예고하고 있는 트럼프가 미 대선에서 승리할 경우 HL만도의 주요 고객사가 검토해왔던 멕시코 신공장 프로젝트가 인도 신공장 프로젝트로 대체될 가능성이 높을 전망이다. 보급형 BEV 신차 생산기지로 활용하기에 투입원가가 낮다는 이점, 내수 시장의 높은 성장성, 신흥국으로의 자동차 교역 인프라 등을 두루 갖추고 있기 때문이다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	19,968	20,868	21,191	21,904	21,073	21,474	21,994	23,311	75,162	83,932	87,852
YoY(%)	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	2.9	3.8	6.4	22.3	11.7	4.7
QoQ(%)	-8.4	4.5	1.6	3.4	-3.8	1.9	2.4	6.0			
매출원가	17,223	18,113	18,168	19,122	18,118	18,475	18,761	19,791	65,101	72,626	75,141
%	86.3	86.8	85.7	87.3	86.0	86.0	85.3	84.9	86.6	86.5	85.5
판매비 및 대손상각비	2,044	1,985	2,208	2,276	2,199	2,102	2,294	2,396	7,579	8,513	8,991
%	10.2	9.5	10.4	10.4	10.4	9.8	10.4	10.3	10.1	10.1	10.2
영업이익	702	770	815	506	756	896	939	1,124	2,481	2,793	3,716
%	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	3.9	4.3	4.8	3.3	3.3	4.2
YoY(%)	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	16.4	15.2	122.2	6.8	12.6	33.1
QoQ(%)	23.5	9.7	5.9	-37.9	49.5	18.5	4.8	19.7			
세전이익	708	695	437	418	2,152	501	-326	973	2,300	2,257	3,301
%	3.5	3.3	2.1	1.9	10.2	2.3	4.5	4.9	3.1	2.7	5.4
지배주주순이익	393	479	129	355	1,396	45	-270	649	983	1,356	1,821
%	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	0.2	-1.2	2.8	1.3	1.6	2.1

자료: 키움증권 리서치

iMotion 주가 추이 및 HL만도가 인식한 iMotion 금융자산 평가손익 추이 비교



자료: Bloomberg, HL만도, 키움증권 리서치
 주: 외화환산차이 제거 기준

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	6,542	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	9.0	HL 만도 역사적 12M Fwd P/E 밴드 하단
적정주가(원)	58,881	
목표주가(원)	59,000	
전일종가(원)	38,900	
Upside	51.7%	

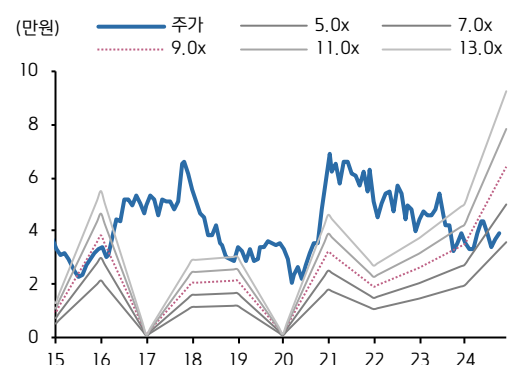
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Band Chart



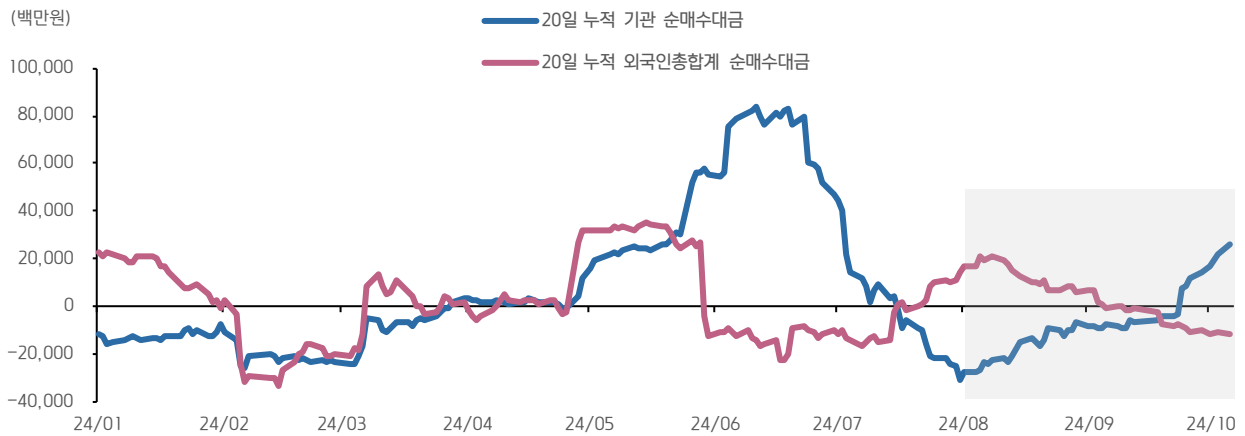
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Band Chart



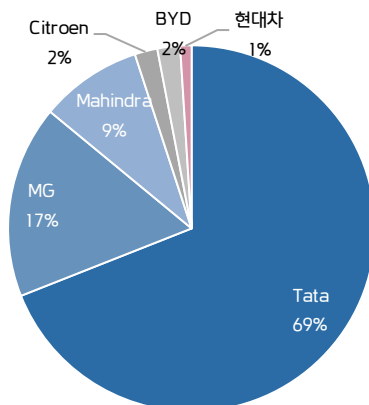
자료: 키움증권 리서치

HL만도의 3Q24 실적을 바라보는 투자자별 시각차 존재: 영업이익 or 당기순이익



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

인도 BEV 시장: 중저가 모델에 대한 편향적 수요



자료: 키움증권 리서치
주: 2024년 상반기 기준 시장점유율

Tata Punch EV(판가: 99.9만 INR부터 시작)

: 인도 BEV 시장 판매량의 약 30%를 차지하는 모델



자료: Tata Motors, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,785.2	9,955.6	11,015.8
매출원가	6,510.1	7,262.6	7,514.5	8,436.8	9,296.5
매출총이익	1,006.0	1,130.5	1,270.7	1,518.8	1,719.3
판매비	757.9	851.2	899.1	1,025.1	1,116.9
영업이익	248.1	279.3	371.6	493.7	602.4
EBITDA	586.9	601.1	713.4	856.2	974.3
영업외손익	-18.1	-53.6	-41.5	63.5	-26.3
이자수익	19.1	26.1	23.3	21.9	34.8
이자비용	57.8	95.7	76.6	62.0	68.7
외환관련이익	136.9	121.2	103.5	120.5	115.1
외환관련손실	126.3	98.3	86.6	103.7	96.2
종속 및 관계기업손익	-2.2	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
기타	12.2	-3.8	-2.0	89.9	-8.2
법인세차감전이익	230.0	225.7	330.1	557.2	576.1
법인세비용	111.7	71.1	129.8	165.1	164.8
계속사업순손익	118.3	154.6	200.3	392.1	411.3
당기순이익	118.3	154.6	200.3	392.1	411.3
지배주주순이익	98.3	135.6	182.1	348.9	366.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.3	11.7	4.7	13.3	10.6
영업이익 증감율	6.8	12.6	33.0	32.9	22.0
EBITDA 증감율	5.0	2.4	18.7	20.0	13.8
지배주주순이익 증감율	-41.2	37.9	34.3	91.6	4.9
EPS 증감율	-41.2	37.9	34.3	91.7	4.9
매출총이익률(%)	13.4	13.5	14.5	15.3	15.6
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.2	5.0	5.5
EBITDA Margin(%)	7.8	7.2	8.1	8.6	8.8
지배주주순이익률(%)	1.3	1.6	2.1	3.5	3.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,980.3	3,265.0	3,304.4	3,763.3	4,230.1
현금 및 현금성자산	492.1	614.9	593.0	752.1	905.8
단기금융자산	119.4	66.4	73.1	82.9	94.0
매출채권 및 기타채권	1,629.6	1,730.0	1,810.8	2,052.0	2,270.5
재고자산	665.2	733.9	702.8	746.7	826.2
기타유동자산	74.0	119.8	124.7	129.6	133.6
비유동자산	2,865.5	3,021.7	3,105.2	3,137.4	3,211.6
투자자산	234.7	277.7	267.6	257.1	262.5
유형자산	2,116.7	2,175.5	2,226.3	2,215.0	2,237.7
무형자산	159.8	197.0	243.6	290.6	336.7
기타비유동자산	354.3	371.5	367.7	374.7	374.7
자산총계	5,845.8	6,286.7	6,409.5	6,900.7	7,441.7
유동부채	2,150.8	2,635.7	2,607.8	2,758.5	2,922.3
매입채무 및 기타채무	1,296.5	1,525.8	1,589.5	1,822.4	2,054.9
단기금융부채	757.0	1,003.8	909.5	832.1	761.0
기타유동부채	97.3	106.1	108.8	104.0	106.4
비유동부채	1,421.3	1,294.9	1,247.8	1,226.8	1,232.8
장기금융부채	1,309.4	1,152.5	1,107.5	1,107.5	1,107.5
기타비유동부채	111.9	142.4	140.3	119.3	125.3
부채총계	3,572.1	3,930.5	3,855.6	3,985.3	4,155.1
지배지분	2,157.4	2,230.7	2,410.3	2,728.5	3,054.6
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.2	603.2	603.2	603.2
기타자본	3.1	5.2	5.2	5.2	5.2
기타포괄손익누계액	222.3	223.3	258.4	293.4	328.5
이익잉여금	1,082.7	1,152.7	1,297.2	1,580.3	1,871.3
비지배지분	116.3	125.4	143.7	186.8	232.1
자본총계	2,273.7	2,356.2	2,554.0	2,915.4	3,286.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	53.6	429.4	789.2	889.9	959.3
당기순이익	0.0	0.0	200.3	392.1	411.3
비현금항목의 가감	433.9	453.4	545.4	588.1	591.1
유형자산감가상각비	304.4	289.5	300.7	309.9	307.9
무형자산감가상각비	34.4	32.3	41.2	52.6	64.0
지분법평가손익	-10.3	-4.0	-3.1	-3.1	-3.1
기타	105.4	135.6	206.6	228.7	222.3
영업활동자산부채증감	-473.3	-96.1	0.5	-111.2	-70.5
매출채권및기타채권의감소	-153.2	-102.2	-80.8	-241.2	-218.5
재고자산의감소	-111.4	-59.7	31.1	-43.9	-79.5
매입채무및기타채무의증가	23.8	197.8	63.7	232.9	232.6
기타	-232.5	-132.0	-13.5	-59.0	-5.1
기타현금흐름	93.0	72.1	43.0	20.9	27.4
투자활동 현금흐름	-204.3	-322.4	-360.9	-322.6	-382.3
유형자산의 취득	-312.3	-337.5	-351.4	-298.7	-330.5
유형자산의 처분	343.3	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-58.7	-74.6	-87.9	-99.6	-110.2
투자자산의감소(증가)	-15.3	-46.2	7.0	7.4	-8.6
단기금융자산의감소(증가)	-92.2	53.0	-6.6	-9.8	-11.1
기타	-69.1	78.0	78.0	78.1	78.1
재무활동 현금흐름	-244.8	18.2	-194.3	-141.7	-163.6
차입금의 증가(감소)	-242.6	87.3	-139.4	-77.3	-71.1
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-47.7	-42.3	-28.2	-37.6	-65.7
기타	45.5	-26.8	-26.7	-26.8	-26.8
기타현금흐름	35.3	-2.4	-255.7	-266.5	-259.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-360.2	122.8	-21.8	159.0	153.8
기초현금 및 현금성자산	852.3	492.1	614.9	593.0	752.1
기말현금 및 현금성자산	492.1	614.9	593.0	752.1	905.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,093	2,887	3,877	7,431	7,796
BPS	45,945	47,505	51,329	58,107	65,050
CFPS	11,759	12,947	15,881	20,874	21,348
DPS	500	600	800	1,400	1,600
주가배수(배)					
PER	19.3	13.6	10.0	5.2	5.0
PER(최고)	32.2	18.9	12.9		
PER(최저)	19.2	11.2	8.0		
PBR	0.88	0.83	0.76	0.67	0.60
PBR(최고)	1.47	1.15	0.97		
PBR(최저)	0.87	0.68	0.60		
PSR	0.25	0.22	0.21	0.18	0.17
PCFR	3.4	3.0	2.4	1.9	1.8
EV/EBITDA	5.9	5.7	4.7	3.6	3.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	19.8	18.2	18.8	16.8	18.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.5	2.1	3.6	4.1
ROA	2.0	2.5	3.2	5.9	5.7
ROE	4.8	6.2	7.8	13.6	12.7
ROIC	5.5	4.5	7.3	8.5	11.2
매출채권회전율	4.9	5.0	5.0	5.2	5.1
재고자산회전율	12.4	12.0	12.2	13.7	14.0
부채비율	157.1	166.8	151.0	136.7	126.4
순차입금비율	64.0	62.6	52.9	37.9	26.4
이자보상배율	4.3	2.9	4.8	8.0	8.8
총차입금	2,066.5	2,156.3	2,017.0	1,939.6	1,868.5
순차입금	1,455.0	1,475.0	1,350.9	1,104.7	868.7
NOPLAT	586.9	601.1	713.4	856.2	974.3
FCF	16.0	-24.5	164.2	167.4	283.9

Compliance Notice

- 당사는 10월 07일 현재 'HL만도(204320)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

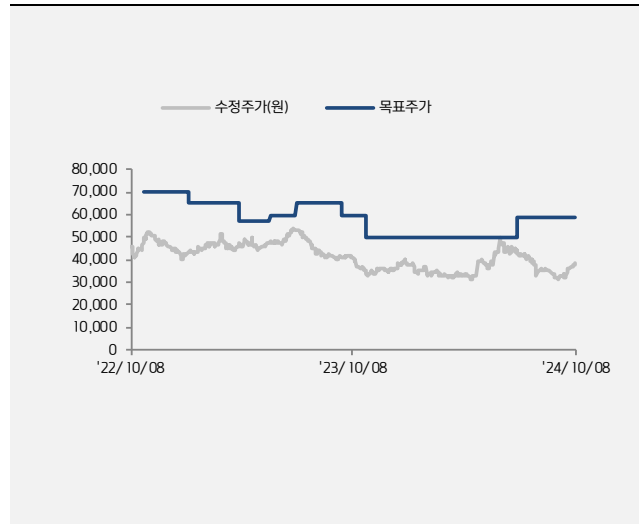
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HL만도 (204320)	2022-10-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-33.39	-25.57
	2023-01-11	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-31.78	-28.15
	2023-02-10	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-29.29	-20.92
	2023-04-04	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-17.14	-13.33
	2023-04-24	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-17.99	-12.98
	2023-05-24	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-17.58	-10.17
	2023-07-06	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-21.22	-17.69
	2023-07-27	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-30.68	-17.69
	2023-09-20	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-34.69	-29.75
	2023-10-30	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-27.73	-19.80
	2024-01-10	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-29.72	-19.80
	2024-04-04	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-30.34	-19.80
	2024-04-29	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-22.13	-20.40
	2024-05-13	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-16.08	-0.80
	2024-07-04	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-31.02	-25.25
	2024-08-05	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-37.94	-25.25
	2024-10-08	Buy(Maintain)	59,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

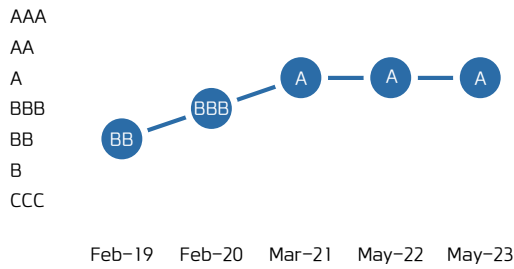
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

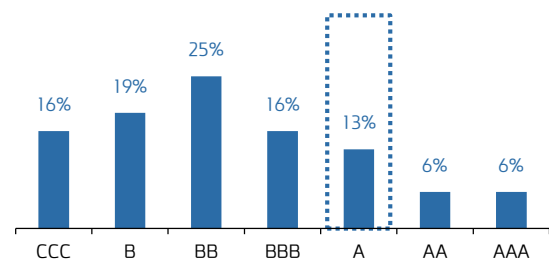
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI Index 내 자동차 부품사 31개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균	4.7	4.2		
ENVIRONMENT	5.5	4.5	18.0%	▼0.2
친환경 기술	5.5	4.2	18.0%	▼0.2
SOCIAL	5.3	3.7	41.0%	▼1.2
제품의 안정성 및 품질	6.1	3.9	23.0%	▼1.1
노무 관리	4.2	3.5	18.0%	▼1.3
GOVERNANCE	3.9	4.6	41.0%	▲1.0
기업 지배구조	4.3	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안정성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
HL Mando Corp.	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	A	◀▶
Hanon Systems	● ● ●	●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	BBB	▲
HYUNDAI WIA CORPORATION	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	BB	◀▶
SL CORPORATION	● ● ●	●	● ● ●	● ●	● ●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	● ●	●	● ●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	● ●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급: 최저● 최고● ● ● ● ●

등급 추이: 유지◀▶ 상향▲ 2등급 이상 상향▲▲ 하향▼ 2등급 이상 하향▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치