

HL만도 (204320.KS)

중장기 수익성 기대는 유효

이익 전망치를 하향조정했지만, 고객 다변화 및 국내공장 컨벤셔널 부품 구조조정 마무리, IDB(통합전자제어제동장치) 적용확대에 따른 중장기 실적 개선 추세는 유효

Analyst 조수홍
02)768-7604, soohong.cho@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

단기 우려요인은 존재하지만...

동사에 대한 투자 의견 Buy 유지하나, 목표주가를 61,000원(기존 68,000원)으로 하향. 중장기 수익성 개선 추세는 유효하나, 중국 매크로 불확실성 등을 감안해 중장기 실적 개선 기대치를 하향 조정했기 때문. 최근 북미 전기차 기업의 공격적인 가격인하는 중장기 볼륨 성장으로 상쇄될 수 있을 것

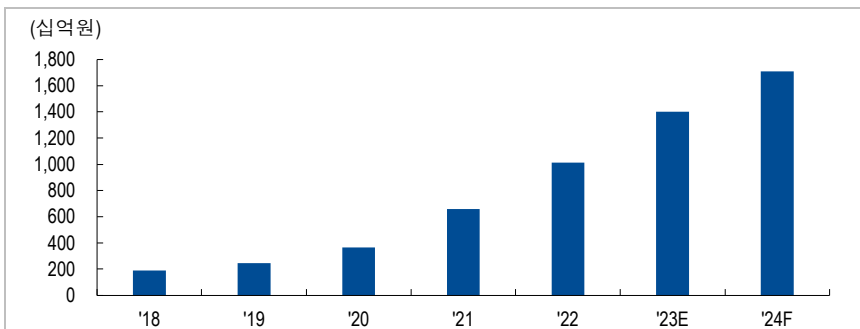
기존대비 이익 전망치를 하향했지만, 고객 다변화와 제품 고도화로 중장기 외형 성장세는 지속될 것으로 예상. 또한, 2세대 IDB(Integrated Dynamic Brake) 개발이 완료되는 2025년부터 R&D 부담 완화될 수 있을 것으로 기대

부품기업 중 상대적으로 높은 중국비중은 고객다변화의 결과

중국 자동차 판매는 6월부터 감소세로 전환. 락다운에 따른 역기저효과도 영향 요인인데, 중국 자동차 수요는 코로나19 이후 시장충격이 상대적으로 타 국가대비 크지 않았고, 빠른 전동화 전환 등이 완충요인으로 작용했기 때문에 최근 부동산 리스크가 실질 수요에 더 큰 영향을 미칠 가능성 존재

2분기 동사 중국 매출액 비중은 약 23%로 현대차그룹 중국생산비중(5.1%)대비 높는데, 이는 고객 다변화의 결과. 고객 다변화는 장기 성장성 측면에서는 긍정적이지만, 타 부품기업 대비 높은 중국사업 비중은 단기 불확실성 요인. 동사의 중국 매출액 중 현대차그룹 비중은 7%에 불과하며 차이나로컬 약 40%, 북미 OEM 약 50% 등으로 구성

북미 전기차 고객 매출액 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 61,000원 (하향)
현재가 (23/09/04) 42,150원

업종	운수장비
KOSPI / KOSDAQ	2,584.55 / 919.16
시가총액(보통주)	1,979.2십억원
발행주식수(보통주)	47.0백만주
52주 최고가('22/09/07)	54,800원
최저가('22/12/29)	40,300원
평균거래대금(60일)	12,905백만원
배당수익률(2023E)	1.19%
외국인지분율	25.4%
주요주주	
한라홀딩스 외 3인	30.3%
국민연금공단	11.3%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-11.7 -18.0 -20.2
상대수익률 (%p)	-11.2 -22.8 -25.6

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	7,516	8,497	9,069	9,704
증감률	22.3	13.0	6.7	7.0
영업이익	248	344	400	447
증감률	6.8	38.5	16.3	11.8
영업이익률	3.3	4.0	4.4	4.6
(지배지분)순이익	98	253	305	346
EPS	2,093	5,390	6,500	7,372
증감률	-41.2	157.5	20.6	13.4
PER	19.3	7.8	6.5	5.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.8	4.8	4.0	3.4
ROE	4.8	11.1	12.0	12.3
부채비율	157.1	140.3	126.3	113.7
순차입금	1,413	1,233	1,024	750

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

HL만도는 2014년 9월에 (주)한라홀딩스의 자동차부품 제조·판매업 부문이 인적분할되어 설립된 자동차 부품 생산·판매 업체. 주요 제품은 제동장치/현가장치/조향장치이며 현대차그룹의 주요 ADAS 부품 공급자. 안전규제 강화 및 자율주행 시장 성장에 따라 ADAS 부문 성장세. 장기적으로는 ADAS 고객군의 의미있는 다변화 여부가 Valuation 상승 기대 요인

Share price drivers/Earnings Momentum

- 자동차 사시부문(제동/현가/조향)에 대한 제조 경험과 높은 이해도를 바탕으로 글로벌 수주 경쟁력 보유
- 현대차그룹에 대한 ADAS 주요 공급자로 ADAS 시장의 중장기 성장성 기대

Downside Risk

- 자동차 산업 구조변화로 인한 글로벌 자동차 수요 감소
- ADAS 부문의 고객사가 현대차그룹에 집중되어 있어 고객다변화 필요

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Magna	11.2	9.0	1.3	1.2	12.0	13.4
Borgwarner	10.8	9.4	1.3	1.1	11.6	12.1
Denso	17.9	15.8	1.3	1.6	7.3	10.3
Hella	17.5	13.9	2.2	2.0	12.6	14.2
Valeo	11.1	7.5	1.1	1.0	9.8	12.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	17.8	19.3	7.8	6.5	5.7
PBR	1.5	0.9	0.8	0.7	0.7
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE	9.3	4.8	11.1	12.0	12.3
ROIC	5.6	5.3	7.1	8.4	9.3

자료: NH투자증권 리서치본부

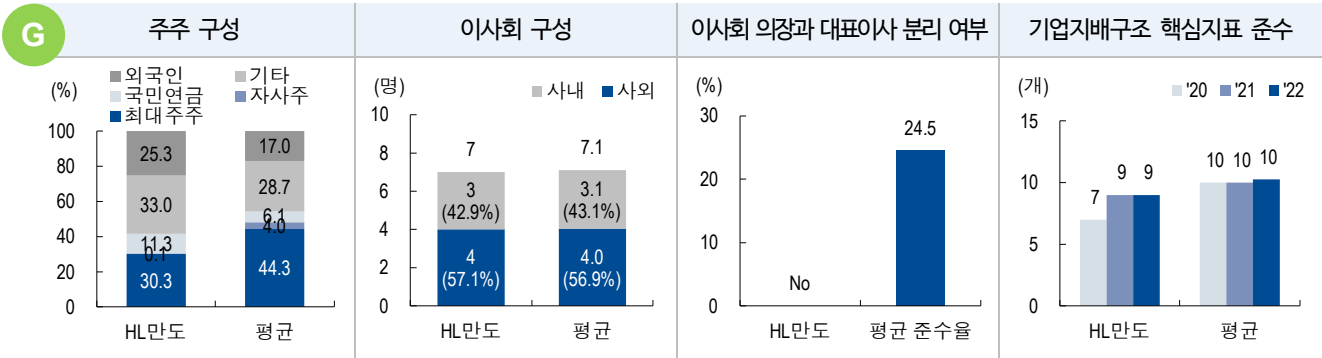
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

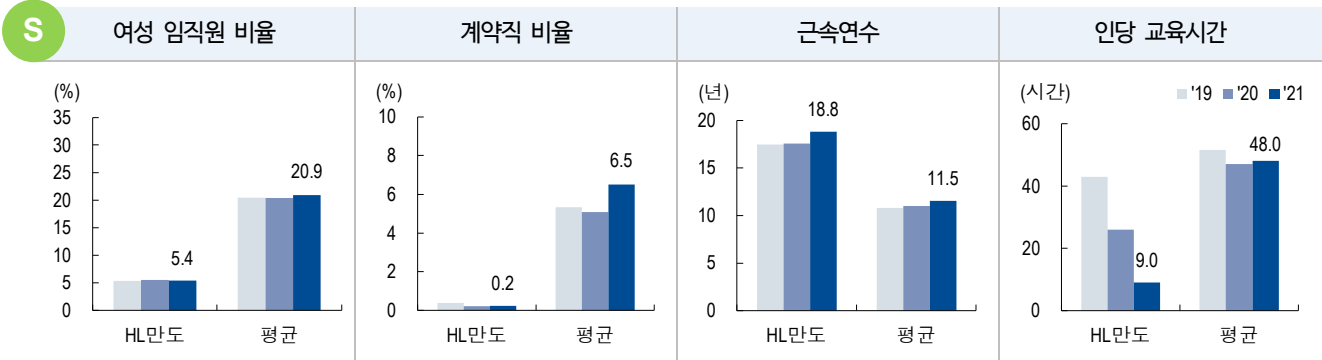
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,721	5,299	5,866	5,685	5,665	5,982	5,564	6,147	7,516
영업이익	79	266	305	84	197	219	89	232	248
영업이익률(%)	4.6	5.0	5.2	1.5	3.5	3.7	1.6	3.8	3.3
세전이익	60	201	279	19	141	176	5	228	230
순이익	48	130	210	18	113	118	14	179	118
지배지분순이익	48	126	199	5	106	111	6	167	98
EBITDA	151	490	534	329	469	519	394	559	587
CAPEX	131	270	336	286	262	222	178	207	312
Free Cash Flow	36	-52	14	-9	24	51	252	205	-326
EPS(원)	3,054	2,679	4,249	102	2,250	2,354	123	3,559	2,093
BPS(원)	22,527	28,152	31,191	28,786	30,151	32,193	34,872	41,624	45,945
DPS(원)	400	960	1,000	200	500	550	0	800	500
순차입금	1,008	1,010	1,088	1,182	1,247	1,312	1,098	1,267	1,413
ROE(%)	9.0	10.6	14.3	0.3	7.6	7.6	0.4	9.3	4.8
ROIC(%)	-1.1	6.9	9.3	1.4	5.8	5.9	9.3	5.6	5.3
배당성향(%)	39.4	35.7	23.5	195.8	22.2	23.3	0.0	22.5	23.9
배당수익률(%)	1.1	2.9	2.1	0.3	1.7	1.6	0.0	1.3	1.2
순차입금 비율(%)	91.8	73.9	71.8	83.7	84.1	82.8	64.2	62.0	62.1

자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

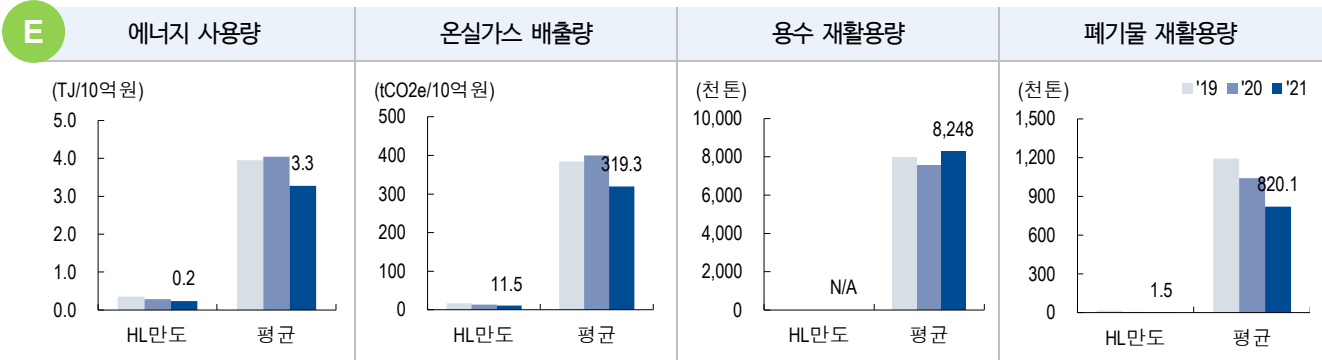
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: HL만도, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2017.6 - 환경부, 만도 원주공장 2017년 녹색기업 대상 선정
	2018.1 - 원주지방환경청과 지역환경기술 지원 협약을 체결하여 협력사 환경분야 전반에 대한 진단과 기술 지원
S	2017.3 - 공정위, 하도급대금 감액한 만도에 하도급법 위반으로 시정명령 및 과징금 8천만원 부과
	2019.8 - 만도 노사, 7년만에 통상임금 소송 법적 분쟁을 마치고, 관련 협상 타결
G	2014.9 - 지주사(한라홀딩스)와 사업회사(가칭 만도)로 분할
	2018.12 - 정몽원 한라그룹 회장 5년 만에 만도 최고경영자(CEO) 복귀

자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

표1. HL만도 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	7,516	8,497	9,069	9,704
	- 수정 전	-	8,497	9,166	9,839
	- 변동률	-	0.0	-1.1	-1.4
영업이익	- 수정 후	248	344	400	447
	- 수정 전	-	354	430	494
	- 변동률	-	-3.0	-7.0	-9.5
영업이익률(수정 후)		3.3	4.0	4.4	4.6
EBITDA		587	691	780	859
(지배지분)순이익		98	253	305	346
EPS	- 수정 후	2,093	5,390	6,500	7,372
	- 수정 전	-	5,563	6,992	8,137
	- 변동률	-	-3.1	-7.0	-9.4
PER		19.3	7.8	6.5	5.7
PBR		0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA		5.8	4.8	4.0	3.4
ROE		4.8	11.1	12.0	12.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

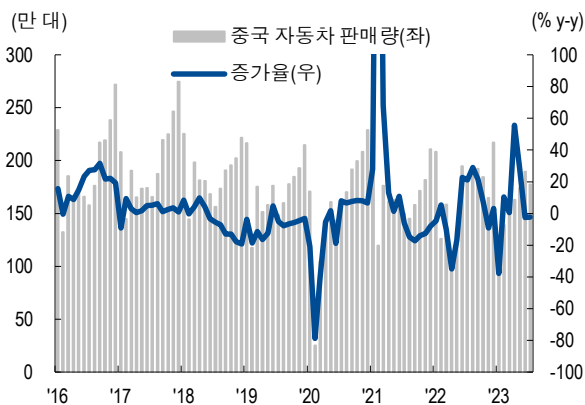
표2. HL만도 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23F	2022	2023E	2024F
매출액	1,687.8	1,679.0	1,968.4	2,181.0	1,996.7	2,086.8	2,092.1	2,321.4	7,516.2	8,497.0	9,069.2
영업이익	68.9	45.7	76.6	56.9	70.2	77.0	87.9	108.6	248.1	343.7	399.6
영업이익률(%)	4.1	2.7	3.9	2.6	3.5	3.7	4.2	4.7	3.3	4.0	4.4
EBITDA	149.5	139.4	158.7	139.2	149.9	154.6	174.3	212.1	586.9	690.8	780.4
EBITDA 마진(%)	8.9	8.3	8.1	6.4	7.5	7.4	8.3	9.1	7.8	8.1	8.6
세전이익	52.7	68.9	179.9	-71.5	70.8	69.5	86.5	124.6	230.0	351.3	423.6
당기순이익	33.3	38.8	135.2	-89.0	43.6	51.1	66.6	109.2	118.3	270.5	326.2
지배지분순이익	29.8	35.9	129.1	-96.5	39.3	47.9	62.4	103.6	98.3	253.1	305.2

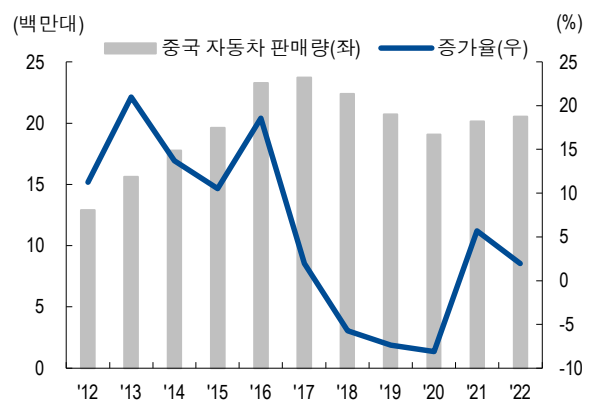
자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 중국 자동차 월별 판매 및 증가율 추이



자료: CPCA, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 중국 자동차 연간 판매 및 성장률 추이



자료: CPCA, NH투자증권 리서치본부

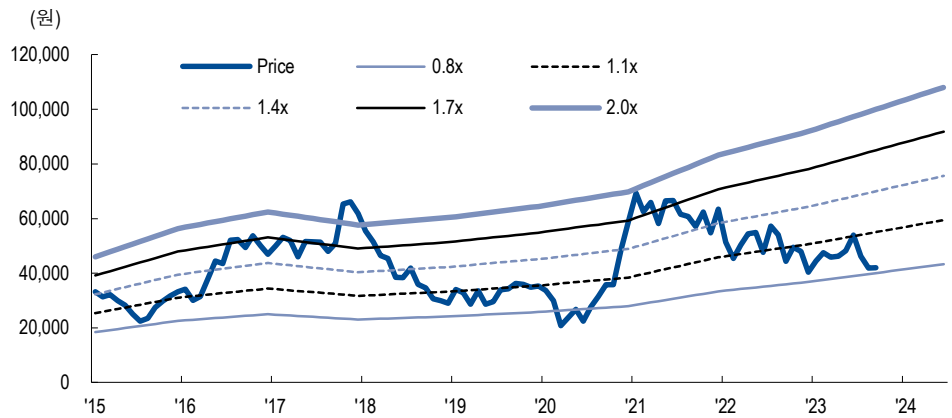
표3. HL만도 목표주가 산정

(단위: %, 배, 원)

	2020	2021	2022	2023E	2024F	비고
ROE(%)	0.4	9.3	4.8	11.1	12.0	
지속가능 ROE(%)	4.8	8.4	9.3	11.8	12.4	향후 3개년 평균
자기자본비용(%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10% 가정
적정 PBR(배)	0.5	0.8	0.9	1.2	1.2	
BPS(원)	34,872	41,624	45,945	51,335	56,636	
BPS X 적정 PBR(원)	16,802	34,921	42,732	60,687	70,178	
할인율				0%		
할인 후 목표주가(원)				60,687		
목표주가				61,000		

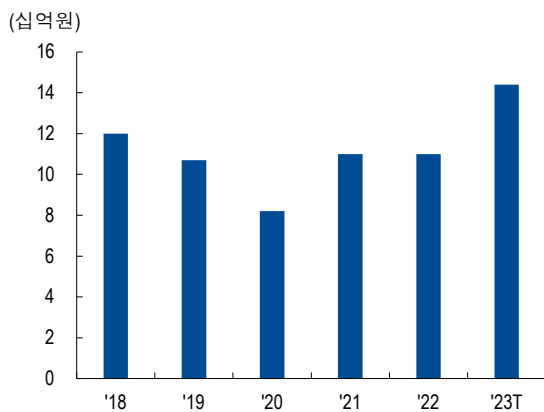
자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. HL만도 12M Trailing PBR Band



자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. HL만도 신규주수 추이 및 목표(2023년)



자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

그림5. 중국 전기차 판매량 및 침투율 추이



자료: CPCA, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	7,516	8,497	9,069	9,704
증감률 (%)	22.3	13.0	6.7	7.0
매출원가	6,510	7,279	7,740	8,278
매출총이익	1,006	1,218	1,329	1,426
Gross 마진 (%)	13.4	14.3	14.7	14.7
판매비와 일반관리비	758	874	930	980
영업이익	248	344	400	447
증감률 (%)	6.8	38.5	16.3	11.8
OP 마진 (%)	3.3	4.0	4.4	4.6
EBITDA	587	691	780	859
영업외손익	-18	8	24	34
금융수익(비용)	-28	-47	-38	-29
기타영업외손익	12	53	61	62
종속, 관계기업관련손익	-2	1	1	1
세전계속사업이익	230	351	424	480
법인세비용	112	81	97	111
계속사업이익	118	270	326	370
당기순이익	118	270	326	370
증감률 (%)	-33.8	128.7	20.6	13.4
Net 마진 (%)	1.6	3.2	3.6	3.8
지배주주지분 순이익	98	253	305	346
비지배주주지분 순이익	20	17	21	24
기타포괄이익	144	0	0	0
총포괄이익	262	270	326	370

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	19.3	7.8	6.5	5.7
PBR(X)	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR(X)	3.4	2.6	2.3	2.1
PSR(X)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	5.8	4.8	4.0	3.4
EV/EBIT(X)	13.8	9.7	7.9	6.5
EPS(W)	2,093	5,390	6,500	7,372
BPS(W)	45,945	51,335	56,636	62,809
SPS(W)	160,064	180,953	193,137	206,657
자기자본이익률(ROE, %)	4.8	11.1	12.0	12.3
총자산이익률(ROA, %)	2.0	4.5	5.2	5.7
투자자본이익률(ROIC, %)	5.3	7.1	8.4	9.3
배당수익률(%)	1.2	1.2	2.4	2.6
배당성장률(%)	23.9	9.3	15.4	14.9
총현금배당금(십억원)	23	23	47	52
보통주 주당배당금(W)	500	500	1,000	1,100
순부채(현금)/자기자본(%)	62.1	48.5	36.4	24.0
총부채/자기자본(%)	157.1	140.3	126.3	113.7
이자발생부채	2,066	1,953	1,848	1,751
유동비율(%)	138.6	142.7	149.7	159.1
총발행주식수(mn)	47	47	47	47
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	40,300	42,150	42,150	42,150
시가총액(십억원)	1,892	1,979	1,979	1,979

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	492	559	663	839
매출채권	1,495	1,614	1,722	1,843
유동자산	2,980	3,206	3,446	3,771
유형자산	2,117	2,141	2,149	2,130
투자자산	235	241	248	255
비유동자산	2,866	2,907	2,922	2,911
자산총계	5,846	6,113	6,368	6,683
단기성부채	757	723	692	663
매입채무	989	1,107	1,181	1,264
유동부채	2,151	2,247	2,303	2,370
장기성부채	1,309	1,230	1,156	1,088
장기충당부채	31	9	9	9
비유동부채	1,421	1,322	1,251	1,185
부채총계	3,572	3,568	3,554	3,555
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,336	1,585	1,875
비지배주주지분	116	134	155	178
자본총계	2,274	2,544	2,814	3,128

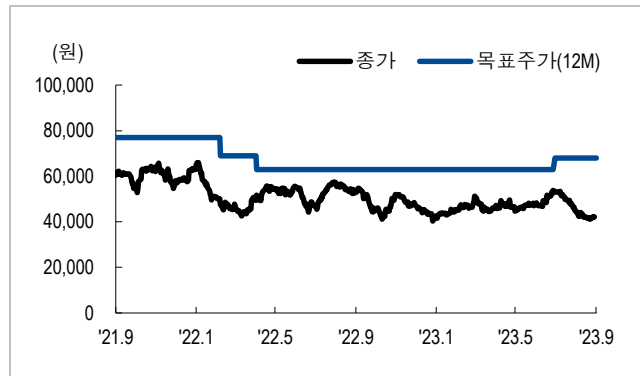
Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	-13	569	660	732
당기순이익	118	270	326	370
+ 유/무형자산상각비	339	347	381	413
+ 종속, 관계기업관련손익	-6	-1	-1	-1
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	552	752	851	931
- 운전자본의증가(감소)	-540	-48	-46	-50
투자활동 현금흐름	-137	-388	-395	-403
+ 유형자산 감소	343	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-312	-337	-354	-364
+ 투자자산의매각(취득)	-1	-5	-6	-7
Free Cash Flow	-326	232	306	368
Net Cash Flow	-151	181	265	330
재무활동현금흐름	-245	-114	-161	-153
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-245	-114	-161	-153
현금의증가	-360	67	104	176
기말현금 및 현금성자산	492	559	663	839
기말 순부채(순현금)	1,413	1,233	1,024	750

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.09.05	Buy	61,000원(12개월)	-	-
2023.07.03	Buy	68,000원(12개월)	-31.5%	-21.3%
2022.04.06	Buy	63,000원(12개월)	-22.3%	-8.7%
2022.02.10	Buy	69,000원(12개월)	-33.0%	-26.4%
2021.05.03	Buy	77,000원(12개월)	-20.1%	-4.7%

HL만도 (204320.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 9월 1일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'HL만도'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.