COMPANY
UPDATE

2024. 10. 28

삼성증권

EV/모빌리티팀

임은영
팀장
esther.yim@samsung.com

HL만도 (204320)

3Q24 Review: 변함없는 방향성

- 3분기 OP는 고객사와 개발비 정산이 4분기로 지연되면서, 컨센서스 하회. 영업외는 홍콩에 상장된 자율주행 벤처 i-Motion의 주가 60%하락으로 평가손실 -1,377억원
- 북미 완성차업체향 신규 부품, 현대차 그룹 전기차 향 신규수주로 연간 목표 달성.
- 2025년에는 고객사 신차 출시 및 판매성장, IDB납품으로 영업이익률 5%대 달성 전망. 영업 외 실적 변동성도 이자비용 감소 및 투자자산 Exit 가능성으로 축소 예상

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	55,000원	36.8%
현재주가	40,200원	
시가총액	1.9조원	
Shares (float)	46,957,120주 (68.6%)	
52주 최저/최고	31,100원/49,600원	
60일-평균거래대금	79.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
HL만도 (%)	13.2	23.1	11.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	13.8	25.3	1.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	55,000	45,000	22.2%
2024E EPS	4,584	5,751	-20.3%
2025E EPS	5,926	5,984	-1.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	20
Target price	53,700
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

목표주가 55,000원으로 22% 상향 및 투자의견 'BUY' 유지: 3분기 실적은 4분기에 만회가 가능하고(연간 OPM 4%초반 유지), 주요 고객사가 모두 2025년 실적에 대해 자신감을 표명 중. 이에 따라 만도의 실적 가시성도 높음.

- **목표주가 55,000원, 22% 상향:** 2025년 추정 EPS 기준, Target P/E를 글로벌 부품사 평균 P/E(Bloomberg) 9.5배 적용(기존 7.5배에서 상향). 기존의 전장부품 강자였던 독일, 일본 부품사는 주요 고객사인 유럽, 일본업체의 전기차 경쟁력 열세로, 성장 동력 상실. 반면, HL만도는 북미 전기차업체, 현대차그룹, Geely 등 상위 전기차 업체에 부품 레퍼런스를 기반으로, 신규 수주 급증.

  2025년에는 북미 전기차업체(매출 비중 13%) 판매 목표 +20~30%YoY, 기아(현대차 포함 47.2%)의 신차 출시와 볼륨 성장 정책, GM(매출 비중 7.4%)의 전기차 라인업 확대 등 주요 고객사가 성장에 대한 자신감을 피력하고 있으며, 중국 SDV 업체에 납품 시작 모멘텀도 있음.

- **중국, 이구환신 정책과 수출 증가 수혜:** 이구환신은 4월에 시작, 7월에 전기차 보조금을 1만 위안(180만원)에서 2만 위안 (360만원)으로 상향. 2027년까지 정책 지속

- **전기차에 집중된 효과:** 이구환신은 15년 만에 정책 재개. 대상 차량은 약 18백만 대. 2018년 4월 30일 이전 구매한 NEV 차량을 대상으로 노후화된 차량을 하이브리드나 전기차로 교체 시 2만 위안 보조금 지급. 배기가스 기준 국3 이하의 차량을 2.0ℓ 이하의 내연기관차로 교체 시 7천 위안(132만원) 보조금 지급. 이구환신 효과는 전기차에 집중되면서, 7월 이후 전기차가 Majority로 등극.

분기 실적

(십억원)	3Q24	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	2,171.7	2.5	1.1	1.8	-1.2
영업이익	82.5	1.2	-7.9	-10.6	-10.6
세전이익	-51.6	적전	적전	nm	nm
순이익	-49.2	적전	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	3.8				
세전이익	-2.4				
순이익	-2.3				

자료: HL만도, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2023	2024E	2025E
Valuation (배)			
P/E	13.6	8.8	6.8
P/B	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.8	4.9	4.0
Div yield (%)	1.5	2.5	3.2
EPS 증가율 (%)	37.9	58.8	29.3
ROE (%)	6.2	9.3	11.0
주당지표 (원)			
EPS	2,887	4,584	5,926
BVPS	47,505	51,524	56,450
DPS	600	1,000	1,300

중국 전기차, 상위 업체 위주로 재편: 순수 전기차 업체 중 흑자를 내고 있는 업체는 BYD와 리오토, 내연기관차의 수익성으로 전기차 사업을 추진중인 상하이기차, Geely, IT기술 기반의 화웨이, 샤오미가 상위 업체에 포지셔닝. 만도는 북미 전기차 업체 납품의 레퍼런스를 기반으로 중국 상위 전기차업체 향 수주 증가.

- **중국 업체, 수출 급증:** 중국의 상위 자동차업체는 미국과 유럽의 관세 장벽에도 해외 수출 급증. 2024년 7월 YTD로 수출은 348.7만대(+25.5%YoY), 이 중 전기차 수출은 69.1만대(+41.9%YoY)로 20% 비중. 중국 수출업체는 해외 시장에서 초기 좋은 브랜드 이미지 구축을 위해, 검증된 만도 부품 채용 증가
- **HL만도, 중국 매출 비중 24%:** 한국 자동차 업종 중 가장 높음. 또한 구조조정 후 중국 로컬 업체와 북미 전기차업체와의 동반 성장으로 2023년에 당기 순이익률 9%로 가장 높은 수익성 기록. 동사는 중국 매출이 2023년 2조원 → 2028년 3.8조원으로 CAGR 14.4% 성장, 한국 공장 매출(2023년 3.7조원)을 넘어설 전망

북미, IDB 공장 가동: 2024년 말 멕시코에서 IDB 공장 가동으로 매출 성장 및 수익성 향상 예상.

- **북미 매출 비중(18%), 향후 5년간 CAGR 16.7% 매출 성장:** 현대차그룹은 2024년 8월부터 미국의 기존 공장에서 전기차 생산 및 10월 신규 전기차 공장 가동. 북미 전기차 업체는 2025년 초에 SUV F/L 모델 출시 예정으로, 2025년 판매증가 가이던스는 +20~30%YoY. 포드는 2024년 말 2세대 플랫폼 기반 픽업트럭 출시 및 2025년에 전기차 전용 플랫폼 기반 F-150 Lightning 출시. GM은 중저가 전기차 출시 및 EREV 모델 준비.

  HL만도는 고객사 증설과 신규 제품 납품을 위해 미국 공장 증설 및 멕시코 공장 건설. 멕시코 공장에서 IDB(Integrated Dynamic Brake) 2세대를 2025년 90만 대, 2027년 120만 대 생산 계획. 현대차/기아, 포드, 북미 전기차 업체에 납품예정. 포드와 북미 전기차업체에는 처음으로 납품 시작.

  북미 매출은 2028년 3.8조원으로 성장하여, 한국 지역을 앞서서 가장 큰 시장으로 성장할 전망. 북미 수익성은 현재 OPM 2~3%로 낮지만, IBD 매출 증가로 2028년에는 OPM 5~6% 수준으로 향상 전망.
- **북미 시장 고객사, 이미 북미 업체가 주력:** 2023년 기준 북미 시장의 고객사별 비중은 미국 완성차업체가 60%, 현대차그룹 35%, 기타 5%. 2028년에는 미국 완성차업체 매출 배중이 69%로 성장.

3분기 영업이익, 고객과 개발비 정산 지연으로 컨센서스 하회: 매출액은 2.17조원(+1.1%QoQ/+2.5%YoY) 및 영업이익 825억원(+1.2%QoQ/-7.9%YoY)으로 영업이익률 4.2% 기록.

- **한국을 제외 고른 매출 성장:** 한국 매출은 6,927억원(-8.5%QoQ/-7.9%YoY)으로 감소. 현대차/기아의 생산 감소 영향화 ADAS 매출 정체 영향.

  북미 매출은 5,394억원(+3.3%QoQ/+10.1%YoY)으로 호조. 북미 전기차업체 매출 감소(-8%YoY)를 현대차/기아 및 GM과 포드 신규 제품 납품으로 만회. 북미전기차 업체 향 매출은 고객사 생산증가 및 신규제품 납품으로 4Q24부터 회복세 예상.

  중국 매출은 5,398억원(+16%QoQ/+5.6%YoY)으로 견조. 북미 전기차업체향 매출(비중 26%)은 -4%YoY를 기록하였으나, 중국 로컬 업체의 매출 성장(+25%YoY)이 상당 부분 상쇄. Geely, 니오 등 중국 로컬 업체의 매출 비중은 중국 지역 매출 비중의 54% 차지.

  유럽 매출은 1,768억원(-14.1%QoQ/+8.7%YoY)으로 호조. VW향 서스펜션 매출 증가

  인도 매출은 2,232억원(+13%QoQ/+9.6%YoY)으로 호조. 현대차그룹(+6%YoY)과 인도 로컬업체(+24.8%YoY) 매출 모두 증가
- **ADAS 매출 감소:** 3Q24에 2,260억원(-6.9%QoQ/-4%YoY)으로 매출 비중 10.4% 기록. 현대차/기아의 내수 판매대수 감소 및 모비스와 경쟁 영향. 2025년에는 기아의 전기차 신차 출시 증가와 인도 업체향 ADAS 납품 시작으로 증가 전망.

3분기 신규 수주 3.3조원: 3Q24 YTD에 신규 수주 14.8조원 달성으로, 사업 계획인 15.1조원 대비 98% 달성. 연간 수주 초과 달성 가능성 높음. 주요 수주는 현대차그룹향 상용차향 R-EPS(Rack type Electric Power Steering: 모터를 사용한 조향 장치) 수주. 북미 완성차업체 향 전기차에 SP-EPS(Single Dual Pinion- Assist EPS). 기아 PBV향 SDC(Smart Damping Control) 수주.

영업 외 변동성, 2025년이후 축소 예상: 매 분기 이자 비용이 약 2백억원 발생, 그 외 투자자산 평가 손익이 분기별로 변동성이 큼.

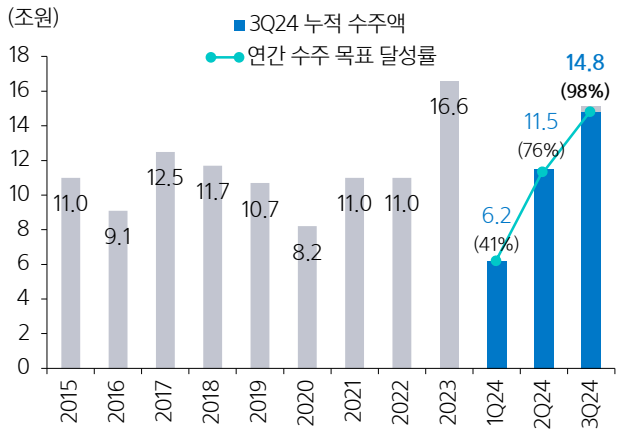
- **세전 적자 기록:** 이자율 상승으로 이자비용이 227억원(+59억원QoQ/+34억원YoY)으로 증가. 3Q24기준 부채비율은 164.9%, 차입금 비율은 84.6%. 1Q24에는 영업 외 이익에 중국 자율주행업체 i-Motion의 상장에 따른 주식 평가 가치 1,480억원 기록했으나, 2Q24에는 -238억 평가손실 반영. 3분기에도 -1,377억원 평가손실 반영.
- **2025년 이후 영업외 변동성 축소 예상:** 이자율 하락과 영업 실적 증가에 따라 이자비용 감소 예상. i-Motion은 4Q24에 풋옵션 행사 시기 도래로, Exit을 검토 중. 벤처기업 투자 사업부가 지주사로 이관되면서, 향후 만도에서는 벤처 투자를 하지 않을 것.

HL만도: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러(평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,320	1,291	1,306	1,300	1,265
매출액	1,997	2,087	2,119	2,190	2,107	2,147	2,172	2,336	7,516	8,393	8,762	9,216
성장률 (% YoY)	*18.3*	*24.3*	*7.7*	*0.4*	*5.5*	*2.9*	*2.5*	*6.6*	*22.3*	*11.7*	*4.4*	*5.2*
매출총이익	274	275	302	278	296	300	318	396	1,006	1,130	1,309	1,469
영업이익	70	77	82	51	76	90	83	117	248	279	365	470
성장률 (% YoY)	*-2.2*	*0.4*	*53.3*	*65.2*	*7.7*	*16.4*	*1.2*	*131.9*	*6.8*	*12.6*	*30.7*	*28.8*
세전계속사업이익	71	69	44	42	215	50	-52	174	230	226	387	411
순이익	44	51	19	41	146	12	-49	125	118	155	233	296
지배주주순이익	39	48	13	36	140	4	-46	117	98	136	215	278
이익률 (%)												
매출총이익	13.7	13.2	14.3	12.7	14.0	14.0	14.7	16.9	13.4	13.5	14.9	15.9
영업이익	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	4.2	3.8	5.0	3.3	3.3	4.2	5.1
순이익	2.2	2.4	0.9	1.9	6.9	0.6	(2.3)	5.3	1.6	1.8	2.7	3.2
지배주주순이익	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	0.2	(2.1)	5.0	1.3	1.6	2.5	3.0

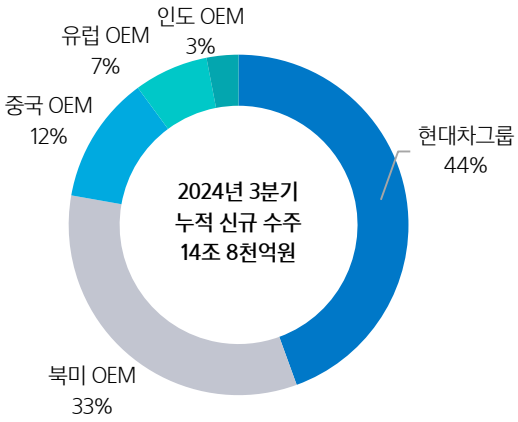
자료: HL만도, 삼성증권 추정

HL만도: 신규 수주 추이



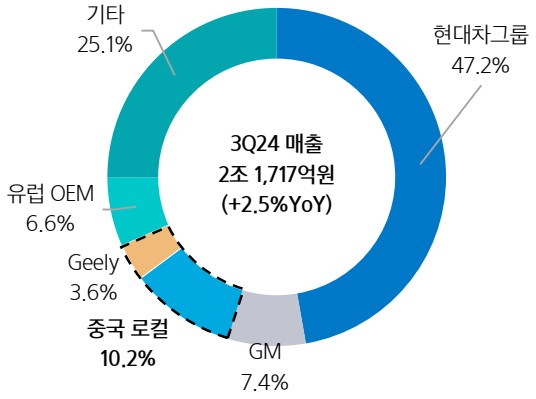
자료: HL만도, 삼성증권

HL만도: 고객사 별 신규 수주



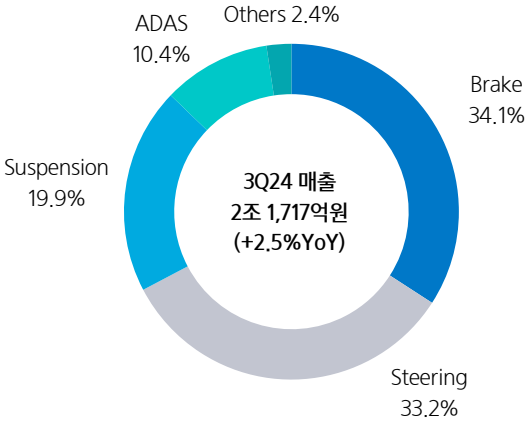
참고: 3Q24 누적 기준 / 자료: HL만도, 삼성증권

HL만도: 고객사별 매출 비중



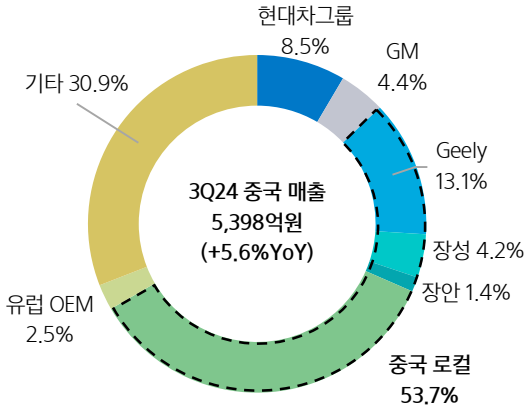
자료: HL만도, 삼성증권

HL만도: 제품별 매출 비중



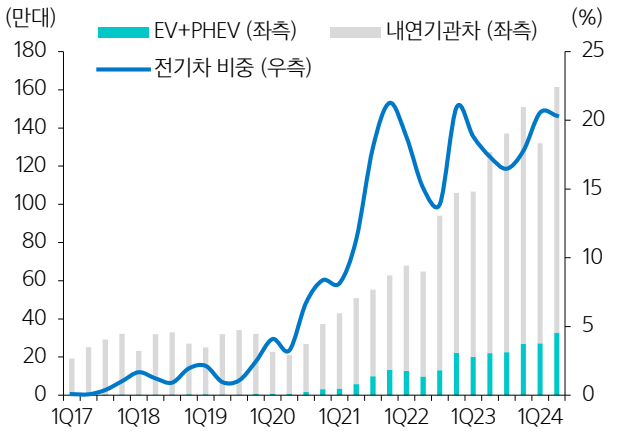
자료: HL만도, 삼성증권

HL만도 중국: 고객사별 매출 비중



자료: HL만도, 삼성증권

중국 자동차 수출 대수



자료: General Administration of Customs, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**7,516**	**8,393**	**8,762**	**9,216**	**10,126**
매출원가	6,510	7,263	7,453	7,746	8,480
매출총이익	**1,006**	**1,130**	**1,309**	**1,469**	**1,646**
(매출총이익률, %)	13.4	13.5	14.9	15.9	16.3
판매 및 일반관리비	758	851	944	999	1,094
영업이익	**248**	**279**	**365**	**470**	**552**
(영업이익률, %)	3.3	3.3	4.2	5.1	5.5
영업외손익	**-18**	**-54**	**22**	**-59**	**-53**
금융수익	60	69	21	19	24
금융비용	88	123	86	74	67
지분법손익	-2	-3	2	5	5
기타	12	3	86	-9	-15
세전이익	**230**	**226**	**387**	**411**	**499**
법인세	112	71	154	115	130
(법인세율, %)	48.6	31.5	39.7	28.0	26.0
계속사업이익	118	155	233	296	369
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**118**	**155**	**233**	**296**	**369**
(순이익률, %)	1.6	1.8	2.7	3.2	3.6
지배주주순이익	98	136	215	278	347
비지배주주순이익	20	19	18	18	22
EBITDA	587	601	681	784	841
(EBITDA 이익률, %)	7.8	7.2	7.8	8.5	8.3
EPS (지배주주)	2,093	2,887	4,584	5,926	7,396
EPS (연결기준)	2,519	3,292	4,970	6,304	7,868
수정 EPS (원)*	2,093	2,887	4,584	5,926	7,396

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	**2,980**	**3,265**	**3,051**	**3,406**	**3,738**
현금 및 현금등가물	492	615	285	497	543
매출채권	1,495	1,579	1,649	1,734	1,905
재고자산	665	734	766	806	885
기타	328	337	352	369	404
비유동자산	**2,866**	**3,022**	**2,989**	**2,979**	**2,848**
투자자산	235	278	281	285	293
유형자산	2,117	2,176	2,116	2,074	1,971
무형자산	160	197	220	248	213
기타	354	371	371	371	371
자산총계	**5,846**	**6,287**	**6,040**	**6,385**	**6,586**
유동부채	**2,151**	**2,636**	**2,176**	**2,264**	**2,141**
매입채무	989	1,162	1,213	1,276	1,402
단기차입금	169	173	173	173	173
기타 유동부채	992	1,301	790	816	567
비유동부채	**1,421**	**1,295**	**1,301**	**1,309**	**1,324**
사채 및 장기차입금	1,184	1,041	1,041	1,041	1,041
기타 비유동부채	238	254	260	268	283
부채총계	**3,572**	**3,931**	**3,477**	**3,573**	**3,466**
지배주주지분	**2,157**	**2,231**	**2,419**	**2,651**	**2,937**
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,153	1,340	1,571	1,857
기타	425	428	429	429	429
비지배주주지분	**116**	**125**	**144**	**161**	**183**
자본총계	**2,274**	**2,356**	**2,563**	**2,812**	**3,120**
순부채	1,530	1,486	1,283	1,067	716

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	**54**	**429**	**512**	**561**	**566**
당기순이익	118	155	233	296	369
현금유출입이없는 비용 및 수익	434	453	533	479	456
유형자산 감가상각비	304	290	279	272	254
무형자산 상각비	34	32	37	42	35
기타	95	132	217	165	167
영업활동 자산부채 변동	-473	-96	-36	-44	-88
투자활동에서의 현금흐름	**-204**	**-322**	**-284**	**-305**	**-160**
유형자산 증감	31	-333	-220	-230	-150
장단기금융자산의 증감	-17	-28	-4	-5	-10
기타	-218	38	-60	-70	-0
재무활동에서의 현금흐름	**-245**	**18**	**-559**	**-47**	**-361**
차입금의 증가(감소)	-99	90	-531	0	-300
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-48	-42	-28	-47	-61
기타	-98	-29	0	0	0
현금증감	-360	123	-330	212	46
기초현금	852	492	615	285	497
기말현금	492	615	285	497	543
Gross cash flow	**552**	**608**	**766**	**775**	**826**
Free cash flow	**-259**	**92**	**292**	**331**	**416**

재무비율 및 주당지표

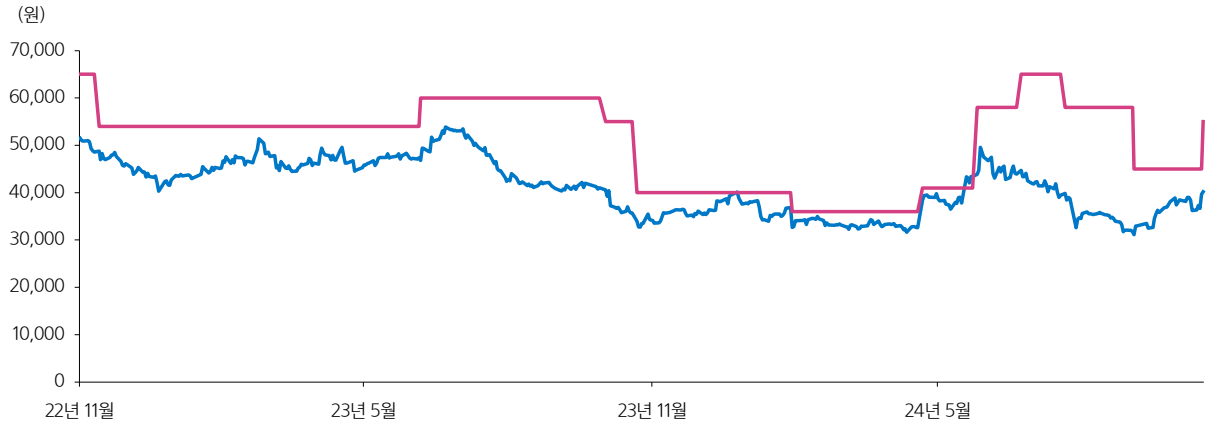
12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	22.3	11.7	4.4	5.2	9.9
영업이익	6.8	12.6	30.7	28.8	17.5
순이익	-33.8	30.7	50.9	26.9	24.8
수정 EPS**	-41.2	37.9	58.8	29.3	24.8
주당지표					
EPS (지배주주)	2,093	2,887	4,584	5,926	7,396
EPS (연결기준)	2,519	3,292	4,970	6,304	7,868
수정 EPS**	2,093	2,887	4,584	5,926	7,396
BPS	45,998	47,505	51,524	56,450	62,546
DPS (보통주)	500	600	1,000	1,300	1,500
Valuations (배)					
P/E***	19.3	13.6	8.8	6.8	5.4
P/B***	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	5.8	4.9	4.0	3.3
비율					
ROE (%)	4.8	6.2	9.3	11.0	12.4
ROA (%)	2.0	2.5	3.8	4.8	5.7
ROIC (%)	3.9	5.4	6.2	9.5	11.4
배당성향 (%)	23.9	20.8	21.8	21.9	20.3
배당수익률 (보통주, %)	1.2	1.5	2.5	3.2	3.7
순부채비율 (%)	67.3	63.1	50.0	38.0	22.9
이자보상배율 (배)	4.3	2.9	4.3	6.4	8.3

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: HL만도, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/9/16	11/21	2023/6/14	10/10	10/30	2024/2/6	4/29	6/3	7/1	7/29	9/11	10/28
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	65000	54000	60000	55000	40000	36000	41000	58000	65000	58000	45000	55000
괴리율 (평균)	-26.67	-14.75	-23.67	-32.87	-10.05	-7.58	-3.55	-21.93	-35.91	-39.90	-18.89	
괴리율 (최대or최소)	-19.85	-4.81	-10.17	-26.55	0.25	-2.92	5.85	-14.48	-32.15	-32.76	-11.78	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.09.30 기준

매수(81.3%)·중립(18.7%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA