

HL만도 (204320)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

전장 제품 및 고객 포트폴리오 긍정적 효과 이어진다

4Q24 연결실적은 영업이익 컨센서스에 부합 전망

HL만도의 4분기 예상실적은 매출액과 영업이익 각각 2조3,081억원, 1,033억원, 영업이익률 4.5%로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 4분기 환율상승 효과, 만도브로제의 연결실적 반영, 이연된 개발비 회수 등을 통해 달성이 가능할 것으로 기대한다.

2025년에도 제품, 고객 포트폴리오 긍정적 효과 이어질 전망

2025년에도 긍정적인 실적을 기대하고 있는데 이는 제품별로는 전장화, 고객별로는 다변화되고 있기 때문이다. 제품별로는 전장화 비중이 2019년 56.5%에서 3Q24 누적기준 62.3%로 확대되어 높은 수준을 기록하고 있고, 고객별로는 글로벌 전기차량 납품에 따른 인지도 상승으로 기존 매출처 이외 여타 메이커향 매출 및 신기술 채택 비중이 높아지고 있는 것으로 파악된다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 커버리지 개시

HL만도에 대해 투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD 예상 BPS에 목표 PBR 1.03배를 적용했다. 현주가 PER은 8.6배 수준이고, 목표주가 PER은 11.9배 수준이다.

산업수요 둔화의 영향에도 불구하고 글로벌 전기차업체와 중국 로컬향 매출 증가로 상대적으로 양호한 입지를 구축하고 있다. 미국 등에서 자율주행 규제 완화가 빠르게 진행될 것으로 보이고 관련된 SDV 및 자율주행 관련 전장 제품의 수요가 증가할 것으로 전망되는 부분도 긍정적이다.

Fig. 1: HL만도 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	7,516	8,393	8,734	9,324	10,009
영업이익	248	279	351	407	472
세전이익	230	226	252	343	413
순이익[지배]	98	136	113	220	268
EPS(원)	2,093	2,887	2,407	4,675	5,710
증감률(%)	-41.2	37.9	-16.6	94.2	22.1
PER(배)	19.3	13.6	16.9	8.6	7.1
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.4	4.9	4.3
ROE(%)	4.8	6.2	4.9	8.9	10.1
배당수익률	1.2	1.5	1.8	3.0	3.7

자료: HL만도, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	56,000원
[매수]	38.6%
현재주가	40,400원
2025/1/3	

주식지표	
시가총액	1,897십억원
52주최고가	49,600원
52주최저가	31,100원
상장주식수	4,696만주/0.0만주
자본금/액면가	47십억원/1,000원
60일평균거래량	26만주
60일평균거래대금	10십억원
외국인지분율	24.9%
자기주식수	0.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
에이치엘홀딩스 외	30.3%
국민연금공단	10.1%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

4Q24 연결실적은 영업이익 컨센서스에 부합 전망

HL만도의 4분기 예상실적은 매출액과 영업이익 각각 2조3,081억원, 1,033억원, 영업이익률 4.5%로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 4분기 환율상승 효과, 만도브로 제의 연결실적 반영, 이연된 개발비 회수 등을 통해 달성이 가능할 것으로 기대한다. 2024년 연간 가이던스 연결 매출액이 8조7,228억원이었고, 영업이익률은 구체적으로 공시된 바 없으나 내부적인 목표는 컨퍼런스 콜에서 4% 수준으로 언급되어왔던 점을 감안할 때 연간 가이던스에 도 부합하는 수준으로 예상된다. 세전이익에서는 중국 투자기업인 자율주행업체 ‘아이모션’의 주가하락으로 평가손실 영향을 받고 있는데 영업외에서 실적 변동성을 높이고 있어 보유여부를 검토하고 있는 것으로 파악된다.

표 1. HL만도 4Q24 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q24F	3Q24	4Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,308.1	2,171.7	2,190.4	5.4	6.3	2,280.2	1.2
영업이익	103.3	82.5	50.6	104.1	25.2	102.6	0.7
세전이익	38.0	-51.6	41.8	-9.0	173.6	76.9	-50.6
지배순이익	25.6	-56.7	35.5	-27.8	145.1	59.1	-56.7
영업이익률	4.5	3.8	2.3	2.2	0.7	4.5	0.0
세전이익률	1.6	-2.4	1.9	-0.3	4.0	3.4	-1.7
지배순이익률	1.1	-2.6	1.6	-0.5	3.7	2.6	-1.5

자료: HL만도, BNK투자증권

표 2. HL만도 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 원, 십억원, %)

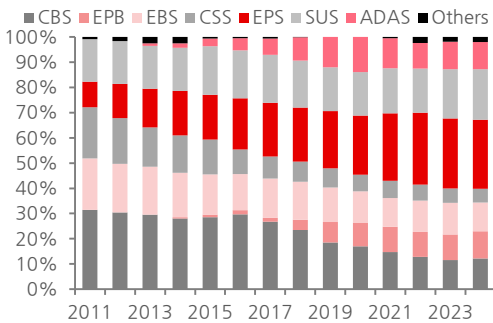
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
워/\$ 평균(원)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,359	1,395	1,306	1,363	1,360
매출액(십억원)	1,997	2,087	2,119	2,190	2,107	2,147	2,172	2,308	8,393	8,734	9,324
한국	756	765	752	783	738	757	693	765	3,057	2,952	2,986
중국	416	480	511	555	446	465	540	571	1,963	2,022	2,094
미국	462	458	456	440	478	493	508	507	1,817	1,985	2,225
인도	185	183	204	195	211	197	223	222	767	854	1,003
기타	28	31	33	26	26	29	32	48	118	135	158
매출총이익	275	275	302	278	296	300	318	319	1,130	1,232	1,323
영업이익	70	77	82	51	76	90	82	103	279	351	407
세전이익	71	69	44	42	215	50	-52	38	226	252	343
지배순이익	39	48	13	36	140	4	-57	26	136	113	220
(증감률, % v-v)											
매출액	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	2.9	2.5	5.4	11.7	4.1	6.7
영업이익	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	16.4	1.2	104.1	12.6	25.7	15.9
세전이익	34.3	0.9	-75.7	흑전	204.1	-27.9	적전	-9.0	-1.9	11.5	36.1
지배순이익	31.7	33.5	-90.0	흑전	255.5	-90.7	적전	-27.8	37.9	-16.6	94.2
(이익률, %)											
매출총이익률	13.7	13.2	14.3	12.7	14.0	14.0	14.7	13.8	13.5	14.1	14.2
영업이익률	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	4.2	3.8	4.5	3.3	4.0	4.4
세전이익률	3.5	3.3	2.1	1.9	10.2	2.3	-2.4	1.6	2.7	2.9	3.7
지배순이익률	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	0.2	-2.6	1.1	1.6	1.3	2.4

자료: HL만도, BNK투자증권

2025년에도 제품, 고객 포트폴리오 긍정적 효과 이어질 전망

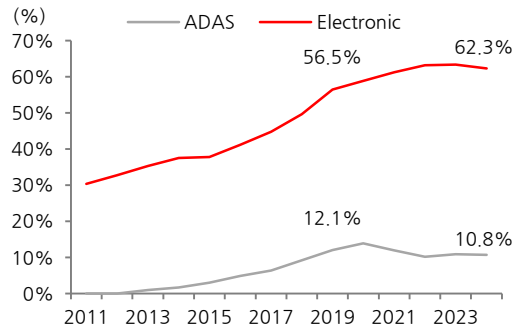
2025년에도 긍정적인 실적을 기대하고 있는데 이는 제품별로는 전장화, 고객별로는 다변화되고 있기 때문이다. 제품별로는 전장화 비중이 2019년 56.5%에서 3Q24 누적기준 62.3%로 확대되어 높은 수준을 기록하고 있고, 고객별로는 글로벌 전기차량 납품에 따른 인지도 상승으로 기존 매출처 이외 여타 메이커향 매출 및 신기술 채택 비중이 높아지고 있는 것으로 파악된다. 글로벌 전기차량이 포함된 기타 매출 비중은 2019년 11.4%에서 3Q24 누적 기준 25.6%로 높아졌고, 유럽향 매출 비중은 같은 기간 5.4%에서 6.5%로 높아졌다. 중국 로컬향도 같은 기간 10.6%에서 12.2%로 높아졌고, Steer by Wire, IDB 2세대 등 신기술 채택도 늘어나 ASP가 상승하고 있다. 실제로 중국지역 순이익률은 2019년 -1.9%에서 지속 개선되어 2023년 8.0%, 3Q24 누적기준 18.6%를 기록했다.

Fig. 2: HL만도 제품별 매출비중



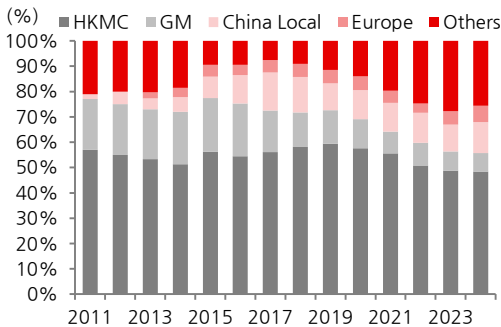
주: 제일 우측은 3Q24 누적 비중, 붉은색 계열이 Electronic 제품군(EPB, EBS, EPS, ADAS 등)
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 3: HL만도 Electronic 및 ADAS 제품군 매출비중



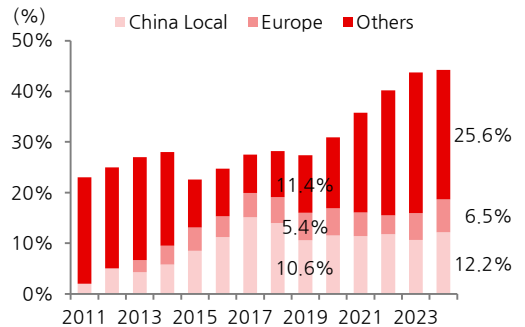
주: 제일 우측 숫자는 3Q24 누적 비중
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 4: HL만도 고객별 매출비중



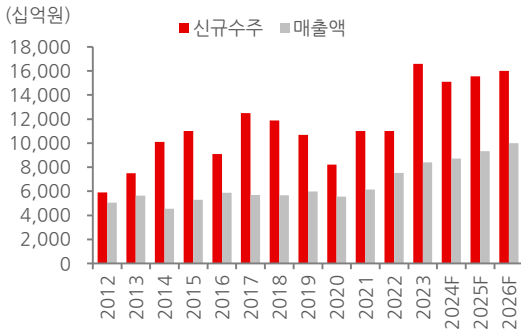
주: 제일 우측은 3Q24 누적 비중
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 5: HL만도의 증가하는 고객군



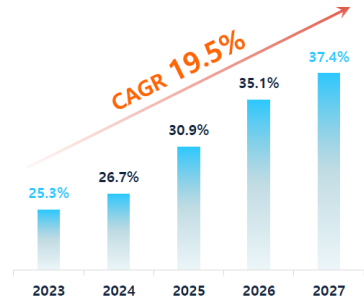
주: 제일 우측 숫자는 3Q24 누적 비중
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 6: HL만도 신규수주와 매출액



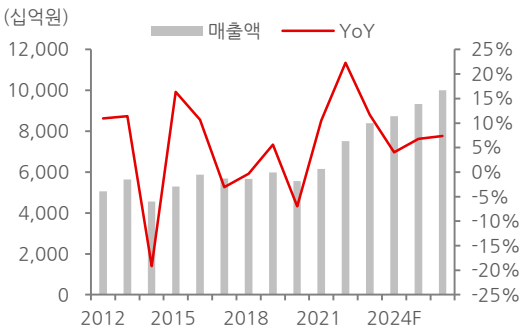
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 7: HL만도의 차세대 제품 매출성장



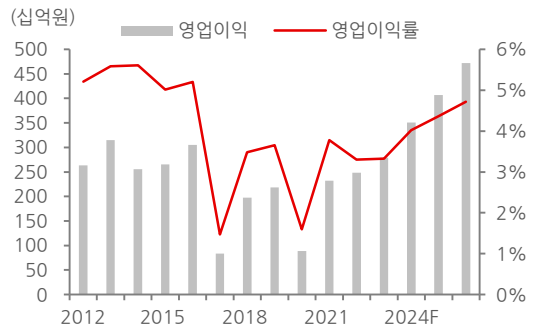
자료: HL만도(2022.12), BNK투자증권

Fig. 8: HL만도 연간 매출액 및 증감률



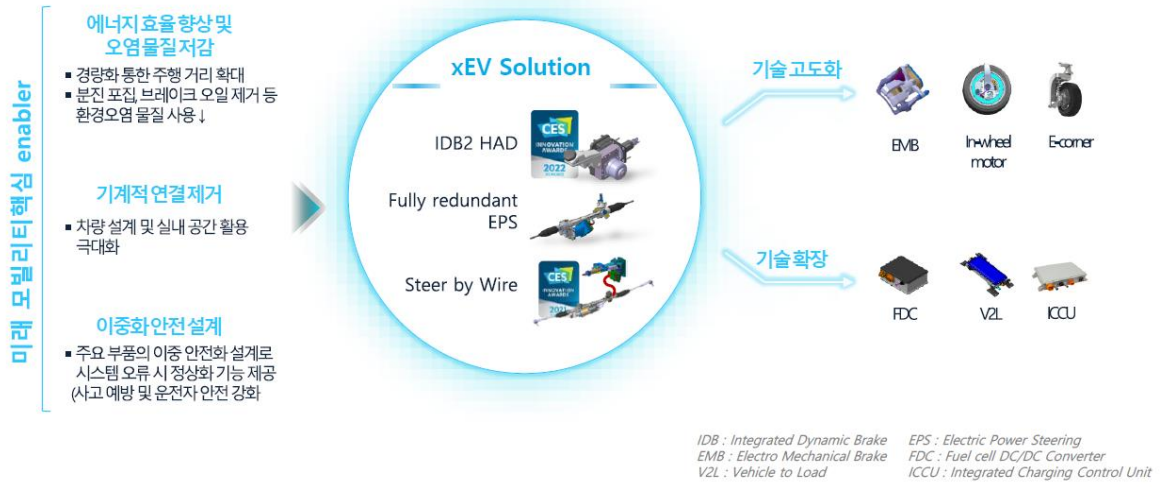
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 9: HL만도 연간 영업이익 및 영업이익률



자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 10: HL만도의 xEV 솔루션



자료: HL만도(2022.12), BNK투자증권

Fig. 11: HL만도 제품 로드맵



자료: HL만도(2022.12), BNK투자증권

만도브로제 4분기부터 연결실적으로 반영

동사는 2024년 9월 30일 만도브로제의 지분 40%(218억원)를 추가 인수해 지분율을 90%로 확대했다. 기존 지분법손익으로 반영되어오다가 4분기부터 연결실적으로 반영되면서 이익 기여도가 높아질 전망이다. 만도브로제 지분을 확대한 이유는 중국 사업망을 통해 전기차 관련 중국 및 동남아 시장을 공략하기 위한 것으로 파악된다.

실제 만도브로제의 연결실적은 중국법인이 주도하고 있다. 연결실적은 2023년 매출액 2,440억원(+21% yoy), 영업이익 47억원(+120% yoy)이었는데, 별도실적은 매출액 1,481억원(-3% yoy), 영업이익 -12억원(적자전환)으로 부진했던 반면, 100% 종속법인 만도브로제(장가항) 전기 모터 유한회사는 매출액 1,259억원(+53% yoy), 순이익 49억원(흑자전환)을 기록했다. 자동차용 전장 모터 매출 증가로 중국내 현지 로컬 등으로 거래가 확대되며 실적 개선이 반영되고 있는 것으로 파악된다.

표 3. 만도브로제 최근 실적

(단위: 십억원, %)

	매출액	영업이익	순이익	비고
만도브로제 연결	2022	202.5	2.1	1.3
	2023	244.0	4.6	-4.4
	% yoy	20.5	119.8	적자전환
	3Q23 누적	180.9	-	1.2
	3Q24 누적	171.7	-	1.6
	% yoy	-5.1	-	31.6
만도브로제 별도	2022	153.4	2.0	1.9
	2023	148.1	-1.2	-9.3
	% yoy	-3.4	적자전환	적자전환
만도브로제(장가항) 전기 모터 유한회사	2022	82.3	-	-0.5
	2023	125.9	-	4.9
	% yoy	53.1	-	흑자전환

자료: HL만도, 만도브로제, BNK투자증권

로봇사업은 그룹내 HL로보틱스로 일원화 될 듯

HL그룹이 프랑스의 'Stanley Robotics'(세계 최초 실외 주차 로봇 상용 기업)를 인수한다. 이를 위해 HL홀딩스가 2024년 9월 HL로보틱스를 신설 자회사로 설립하고, 10월에 100%(490억원) 출자했다. HL로보틱스는 Stanley Robotics의 지분 74.1%(403,647주)를 2,400만달러(350억원 내외)에 인수해 최대주주가 되고, 잔여지분은 스탠리 로보틱스 설립자가 지속 보유할 예정이며, 지분거래는 2024년 12월에 완료할 예정으로 알려졌다.

HL만도의 경우 2024 CES 최고혁신상을 받은 주차로봇 '파키' 등 로봇사업에 투자하고 있었는데 그룹내 로봇사업이 스탠리 로보틱스를 인수하는 HL로보틱스로 일원화되는 모습이다(일부 언론보도에서 동사의 로봇사업 이관 추진이 보도됨). 다만 동사의 로봇사업이 이관되는 부분은 다소 아쉽지만 부정적으로 볼 필요는 없어 보이는데 이는 아직 사업초기여서 매출이 거의 발생하지 않았고 향후 다양한 형태로 매출과 수익창출에 기여할 가능성이 높기 때문이다.

Fig. 12: HL로보틱스가 스탠리 로보틱스를 인수



자료: HL그룹, BNK투자증권

Fig. 13: 스탠리로보틱스의 실외자율주행 주차로봇 스탠



자료: HL그룹, BNK투자증권

투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 커버리지 개시

HL만도에 대해 투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD 예상 BPS에 목표 PBR 1.03배를 적용했다. 현주가 PER은 8.6배 수준이고, 목표주가 PER은 11.9배 수준이다.

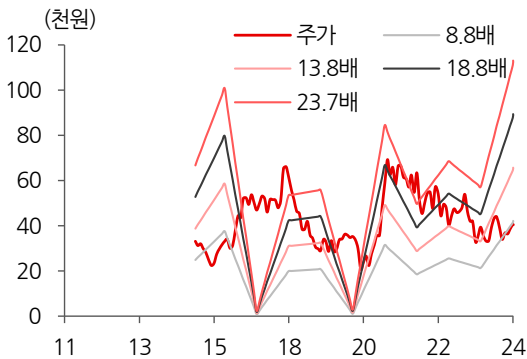
산업수요 둔화의 영향에도 불구하고 글로벌 전기차업체와 중국 로컬항 매출 증가로 상대적으로 양호한 입지를 구축하고 있다. 미국 등에서 자율주행 규제 완화가 빠르게 진행될 것으로 보이고 관련된 SDV 및 자율주행 관련 전장제품의 수요가 증가할 것으로 전망되는 부분도 긍정적이다.

표 4. HL만도 목표주가 산정

자기자본요구수익률(Ke)	6.2	%	
무위험이자율(Rf)	3.0	%	
Market Risk Premium(E(Rm)-Rf)	4.5	%	
Beta(104 Wk)	0.7		
영구성장률(g)	0.0	%	
지속가능 예상 ROE	8.0	%	3yr Avg.(2024~2026)
적정 PBR	1.28	배	
목표 PBR	1.03	배	20% 할인
예상 BPS(12M Fwd)	54,218	원	
우선주 시가총액 비중	0	%	
목표주가	56,000	원	100원 단위 반올림
현재주가	40,400	원	
상승여력	38.6	%	
현주가 PER	8.6	배	
목표주가 PER	11.9	배	

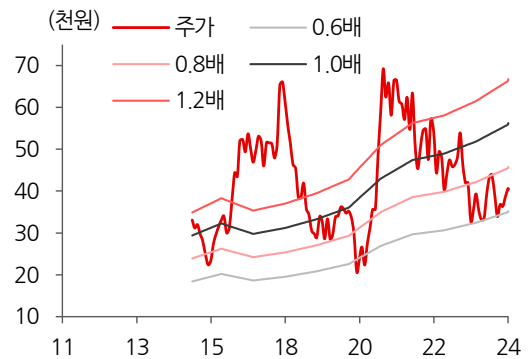
자료: BNK투자증권

Fig. 14: HL만도 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 15: HL만도 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,980	3,265	3,371	3,624	3,944
현금성자산	492	615	577	632	697
매출채권	1,495	1,579	1,664	1,782	1,935
재고자산	665	734	773	828	899
비유동자산	2,866	3,022	3,291	3,367	3,444
투자자산	235	278	294	300	307
유형자산	2,117	2,176	2,283	2,308	2,340
무형자산	160	197	256	300	340
자산총계	5,846	6,287	6,662	6,991	7,388
유동부채	2,151	2,636	2,550	2,672	2,830
매입채무	989	1,162	1,225	1,312	1,424
단기차입금	169	173	272	272	272
비유동부채	1,421	1,295	1,605	1,615	1,629
사채및장기차입금	1,184	1,041	1,345	1,345	1,345
부채총계	3,572	3,931	4,154	4,287	4,459
지배기업지분	2,158	2,231	2,361	2,546	2,758
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,153	1,230	1,415	1,626
자본총계	2,274	2,356	2,507	2,703	2,929
총차입금	2,066	2,156	2,285	2,285	2,285
순차입금	1,455	1,475	1,650	1,590	1,521

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	54	429	466	604	645
당기순이익	118	155	135	231	282
비현금비용	574	540	600	545	571
감가상각비	339	322	331	344	355
비현금수익	-140	-87	-72	-25	-27
자산및부채의증감	-473	-96	-48	-61	-78
매출채권감소	-153	-102	-2	-118	-153
재고자산감소	-111	-60	-12	-55	-71
매입채무증가	24	198	75	87	112
법인세환급(납부)	-100	-89	-110	-112	-131
투자활동현금흐름	-204	-322	-485	-456	-471
유형자산증가	-312	-338	-284	-330	-340
유형자산감소	343	5	2	0	0
무형자산순감	-59	-75	-91	-112	-114
재무활동현금흐름	-245	18	-31	-121	-138
차입금증가	-99	90	129	0	0
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-48	-42	-50	-35	-56
현금의증가	-360	123	-38	56	64
기말현금	492	615	577	632	697
잉여현금흐름(FCF)	-259	92	182	274	305

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,516	8,393	8,734	9,324	10,009
매출원가	6,510	7,263	7,502	8,001	8,569
매출총이익	1,006	1,130	1,232	1,323	1,440
매출총이익률	13.4	13.5	14.1	14.2	14.4
판매비와관리비	758	851	881	916	968
판매비율	10.1	10.1	10.1	9.8	9.7
영업이익	248	279	351	407	472
영업이익률	3.3	3.3	4.0	4.4	4.7
EBITDA	587	601	682	751	827
영업외손익	-18	-54	-99	-64	-59
금융이자손익	-39	-70	-61	-61	-54
외화관련손익	11	16	-30	0	0
기타영업외손익	10	0	-8	-3	-5
세전이익	230	226	252	343	413
세전이익률	3.1	2.7	2.9	3.7	4.1
법인세비용	112	71	116	112	131
법인세율	48.7	31.4	46.0	32.7	31.7
계속사업이익	118	155	135	231	282
당기순이익	118	155	135	231	282
당기순이익률	1.6	1.8	1.5	2.5	2.8
지배기업순이익	98	136	113	220	268
총포괄손익	262	139	202	231	282

주요투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	2,093	2,887	2,407	4,675	5,710
BPS	45,990	47,505	50,293	54,218	58,729
CFPS	11,759	12,947	14,121	16,008	17,603
DPS	500	600	750	1,200	1,500
PER (배)	19.3	13.6	16.9	8.6	7.1
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	3.4	3.0	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.4	4.9	4.3
배당성향 (%)	19.8	18.2	26.0	24.4	25.0
배당수익률	1.2	1.5	1.8	3.0	3.7
매출액증가율	22.3	11.7	4.1	6.8	7.3
영업이익증가율	6.8	12.6	25.7	15.9	16.0
순이익증가율	-41.2	37.9	-16.6	94.2	22.1
EPS증가율	-41.2	37.9	-16.6	94.2	22.1
부채비율 (%)	157.1	166.8	165.7	158.6	152.2
차입금비율	90.9	91.5	91.1	84.5	78.0
순차입금/자기자본	64.0	62.6	65.8	58.8	51.9
ROA (%)	2.0	2.5	2.1	3.4	3.9
ROE	4.8	6.2	4.9	8.9	10.1
ROIC	3.9	5.4	5.3	7.4	8.3

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/1/3 종가 기준

투자 의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자 의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
HL만도 (204320)	25/01/03	매수	56,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2024.12.31기준) / 매수(Buy) 89.3%, 보유(Hold) 10.7%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목 의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.