



BUY(Maintain)

목표주가: 59,000원(상향)

주가(07/03): 43,400원

시가총액: 20,379억 원

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

Stock Data

KOSPI(07/03)		2,794.01pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	53,500원	31,650원
등락률	-18.9%	37.1%
수익률	절대	상대
1M	-1.0%	-5.0%
6M	8.2%	3.4%
1Y	-18.6%	-24.2%

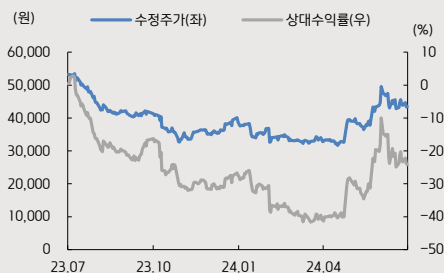
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	541천주
외국인 지분율	26.9%
배당수익률(2024E)	3.2%
BPS(2024E)	53,686원
주요 주주	HL 홀딩스 외 4 인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,895.3	9,813.5
영업이익	248.1	279.3	377.2	474.4
EBITDA	586.9	601.1	719.0	837.9
세전이익	230.0	225.7	487.7	450.9
순이익	118.3	154.6	341.9	322.4
지배주주지분순이익	98.3	135.6	320.9	298.2
EPS(원)	2,093	2,887	6,834	6,351
증감률(% YoY)	-41.2	37.9	136.7	-7.1
PER(배)	19.3	13.6	6.4	6.8
PBR(배)	0.88	0.83	0.81	0.73
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	4.8	4.1
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.2	4.8
ROE(%)	4.8	6.2	13.5	11.2
순차입금비용(%)	64.0	62.6	48.4	40.1

Price Trend



Earnings Update

HL만도 (204320)

품질비용 우려는 이제 기회비용으로 볼 때



HL만도에 대한 당사의 부품업종 최선호주 의견을 유지한다. 다만 배당소득 분리과세 등 밸류업 참여 기업에 대한 정부 차원의 세제 혜택이 구체화되기 시작한 현 시점에 HL만도의 공식적인 배당정책 제시가 부재한 점은 다소 아쉽다. 향후 배당 가이드언스 및 주주환원 자금조달안에 대한 시장소통이 강화된다면 주가 업사이드는 더욱 확대될 것으로 판단한다. 실적 성장 잠재력, 밸류에이션 매력도를 반영하여 목표주가를 +18% 상향한다.

>>> 2Q24 Preview: 마진 개선세 안정적 지속 전망

매출액 2.19조 원(+4.7% YoY, +3.7% QoQ), 영업이익 852억 원(+10.7% YoY, +12.7% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.19조 원, 영업이익 869억 원)에 부합할 전망이다. 1Q24 실적에서 확인된 공급망 안정화 및 해외법인 손익관리 강화 기조에 기인한 경상적 이익체력 개선세가 지속될 전망이다. R&D 인력을 중국과 인도 중심으로 확대해나가고 있으며, 이에 따라 점진적인 고정비 부담 완화효과 역시 기대된다.

2023년 말부터 제기된 현대차그룹향 ABS 납품 건에 대한 품질비용 발생 가능성이 근본적으로 해소되지 못하고 있는 것이 사실이며, 현재까지도 디스카운트 요인으로 작용하고 있다. 다만 2Q24 손익에 해당 비용이 반영될 가능성은 제한적일 전망이다. 오히려 당사는 이슈가 장기화될수록 기대손실은 축소될 것으로 판단하고 있으며, 품질비용 우려로 인해 동사에 대한 투자판단을 미룸으로써 증대되어가는 기회비용 측면을 역으로 고민해야 할 시점이다.

>>> 현대차 인도법인 IPO의 최대 수혜주

동사가 1Q24 실적발표를 통해 제시했던 인도시장 연간 매출액 가이드언스는 2023년 0.8조 원 → 2028년 1.7조 원이다. 하지만 이는 지금까지 확정된 주주에 기반한 전망이다. 현대차의 2025년 탈레가온 공장 가동 개시 및 인도법인 IPO에 따른 전동화 신공장 확보 가능성은 가미되지 않았다. 만약 북미 선도 BEV 고객사까지 하반기 중 인도 신공장 진출을 공식화할 경우, 동사의 인도지역의 실적성장 업사이드는 크게 열릴 전망이다. 최근까지 중국시장 투자 아이디어가 주가에 반영된 바 있으나, 인도시장 모멘텀은 이제 시작이다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 59,000원으로 상향

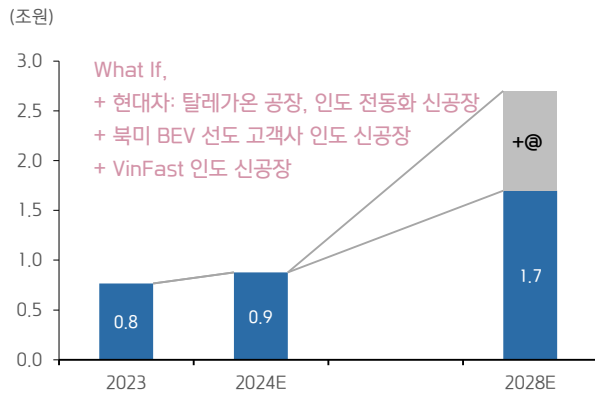
컨센서스 기준 12M Fwd P/E는 7.5x 수준에 형성되어 있으며 이는 여전히 역사적 밴드의 하단 수준이다. 즉 동사의 수익성이 외형과 동행하여 고성장 할 수 있다는 시장의 확신이 아직 부족한 것으로 해석된다. 하지만 동사의 신규전장 프로젝트는 영업이익률 6.5% 수준에서 선별 수주되어 왔으며, 이에 따른 Mix 개선은 25년을 기점으로 뚜렷하게 손익에 반영되기 시작할 전망이다. 다만 자동차 섹터 내에서 최근 현대차그룹이 연이어 명시적으로 주주환원정책을 강화하고 있는 만큼, 상대적 투자매력도 측면에서는 동사 역시 시장의 기대에 부합하는 주주환원 행보를 보일 때가 된 것으로 판단한다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	19,968	20,868	21,191	21,904	21,073	21,859	22,295	23,726	75,162	83,932	88,953
YoY(%)	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	4.7	5.2	8.3	22.3	11.7	6.0
QoQ(%)	-8.4	4.5	1.6	3.4	-3.8	3.7	2.0	6.4			
매출원가	17,223	18,113	18,168	19,122	18,118	18,711	19,017	20,167	65,101	72,626	76,014
%	86.3	86.8	85.7	87.3	86.0	85.6	85.3	85.0	86.6	86.5	85.5
판매비 및 대손상각비	2,044	1,985	2,208	2,276	2,199	2,295	2,303	2,370	7,579	8,513	9,167
%	10.2	9.5	10.4	10.4	10.4	10.5	10.3	10.0	10.1	10.1	10.3
영업이익	702	770	815	506	756	852	974	1,189	2,481	2,793	3,772
%	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	3.9	4.4	5.0	3.3	3.3	4.2
YoY(%)	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	10.7	19.5	135.0	6.8	12.6	35.1
QoQ(%)	23.5	9.7	5.9	-37.9	49.5	12.7	14.3	22.1			
세전이익	708	695	437	418	2,152	631	941	1,153	2,300	2,257	4,877
%	3.5	3.3	2.1	1.9	10.2	2.9	4.2	4.9	3.1	2.7	5.5
지배주주순이익	393	479	129	355	1,396	408	609	800	983	1,356	3,214
%	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	1.9	2.7	3.4	1.3	1.6	3.6

자료: 키움증권 리서치

인도시장에서의 연간 매출액 목표 상향조정 가능성



자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL Klemove 인도 첸나이 공장 전방레이더 생산 개시



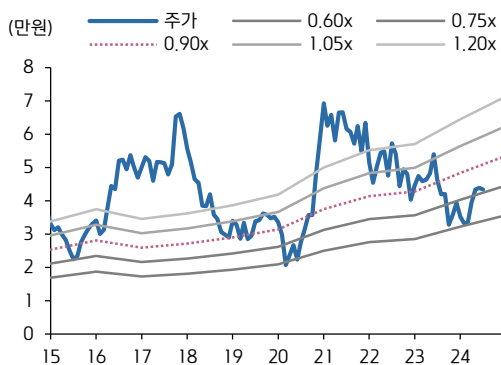
자료: HL Klemove, 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	6,592	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	9.0	HL 만도 역사적 12M Fwd P/E 밴드 중하단
적정주가(원)	59,328	
목표주가(원)	59,000	
전일종가(원)	43,400	
Upside	35.9%	

자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Band Chart



자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Band Chart

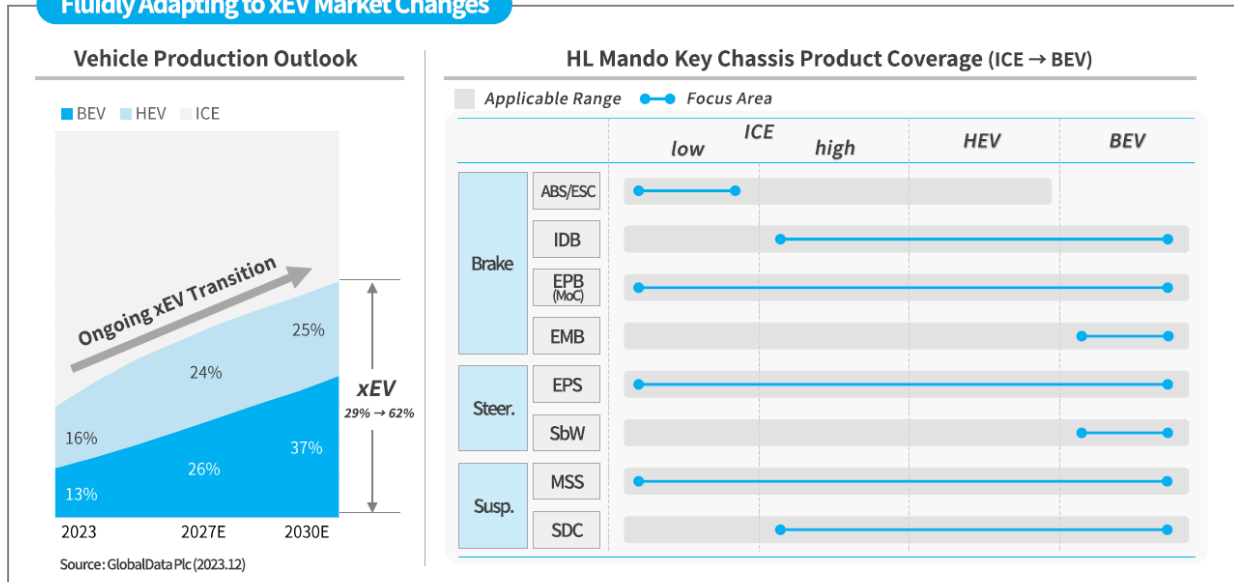


자료: 키움증권 리서치

Powertrain Type에 구속 받지 않고 공급이 가능한 HL만도의 샤시 제품군 → 인도시장 수주 경쟁력 강화

Flexibly responding to continued xEV (HEV, BEV) transition, despite slow growth in BEV, with well-structured product offerings, as higher Contents Per Vehicle further boosts sales growth

Fluidly Adapting to xEV Market Changes

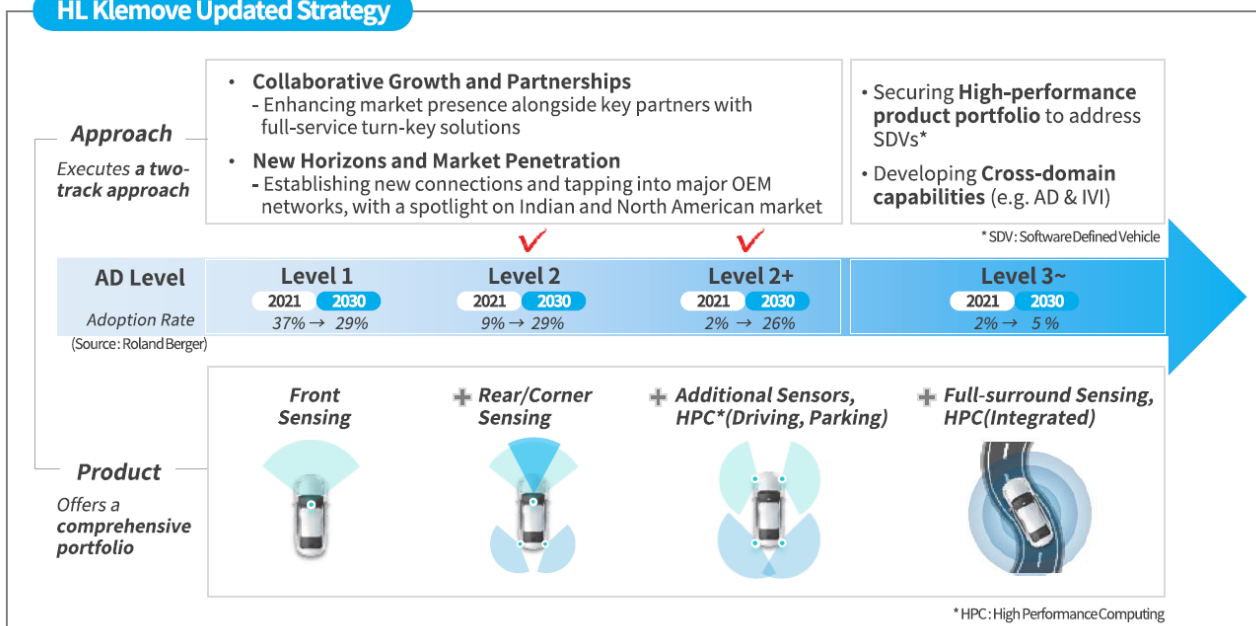


자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL Klemove 수주 전략: 자율주행 L2+ 이하와 Level 3 이상으로 구분하여 고객사 대응 → 인도 시장점유율 90%

Harnessing the rapid growth of the autonomous market, we're focusing our expertise on the Level 2/2+ AD/ADAS market, responding to the demand for safety and convenience

HL Klemove Updated Strategy



자료: HL만도, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,895.3	9,813.5	10,964.8
매출원가	6,510.1	7,262.6	7,601.4	8,327.1	9,280.7
매출총이익	1,006.0	1,130.5	1,293.9	1,486.4	1,684.1
판매비	757.9	851.2	916.7	1,012.0	1,119.0
영업이익	248.1	279.3	377.2	474.4	565.1
EBITDA	586.9	601.1	719.0	837.9	963.4
영업외손익	-18.1	-53.6	110.5	-23.5	-23.9
이자수익	19.1	26.1	25.4	19.8	28.0
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	147.9	5.0	1.0
법인세차감전이익	230.0	225.7	487.7	450.9	541.2
법인세비용	111.7	71.1	145.8	128.5	154.2
계속사업순손익	118.3	154.6	341.9	322.4	386.9
당기순이익	118.3	154.6	341.9	322.4	386.9
지배주주순이익	98.3	135.6	320.9	298.2	357.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.3	11.7	6.0	10.3	11.7
영업이익 증감율	6.8	12.6	35.1	25.8	19.1
EBITDA 증감율	5.0	2.4	19.6	16.5	15.0
지배주주순이익 증감율	-41.2	37.9	136.7	-7.1	20.0
EPS 증감율	-41.2	37.9	136.7	-7.1	20.0
매출총이익율(%)	13.4	13.5	14.5	15.1	15.4
영업이익율(%)	3.3	3.3	4.2	4.8	5.2
EBITDA Margin(%)	7.8	7.2	8.1	8.5	8.8
지배주주순이익율(%)	1.3	1.6	3.6	3.0	3.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,980.3	3,265.0	3,395.8	3,642.3	4,020.3
현금 및 현금성자산	492.1	614.9	653.0	671.1	710.4
단기금융자산	119.4	66.4	73.1	82.9	94.0
매출채권 및 기타채권	1,629.6	1,730.0	1,833.5	2,022.7	2,260.0
재고자산	665.2	733.9	711.6	736.0	822.4
기타유동자산	74.0	119.8	124.6	129.6	133.5
비유동자산	2,865.5	3,021.7	3,110.7	3,283.4	3,438.8
투자자산	234.7	277.7	267.6	257.1	262.5
유형자산	2,116.7	2,175.5	2,230.7	2,361.6	2,465.8
무형자산	159.8	197.0	244.7	290.0	335.8
기타비유동자산	354.3	371.5	367.7	374.7	374.7
자산총계	5,845.8	6,286.7	6,506.5	6,925.7	7,459.1
유동부채	2,150.8	2,635.7	2,622.3	2,739.8	2,915.5
매입채무 및 기타채무	1,296.5	1,525.8	1,604.0	1,803.6	2,048.2
단기금융부채	757.0	1,003.8	909.5	832.1	761.0
기타유동부채	97.3	106.1	108.8	104.1	106.3
비유동부채	1,421.3	1,294.9	1,216.8	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	109.3	119.3	125.3
부채총계	3,572.1	3,930.5	3,839.1	3,966.6	4,148.3
지배지분	2,157.4	2,230.7	2,520.9	2,788.5	3,111.1
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	1,407.8	1,640.3	1,927.8
비지배지분	116.3	125.4	146.5	170.6	199.7
자본총계	2,273.7	2,356.2	2,667.4	2,959.1	3,310.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	53.6	429.4	854.6	918.6	952.4
당기순이익	0.0	0.0	341.9	322.4	386.9
비현금항목의 가감	433.9	453.4	559.4	554.7	613.8
유형자산감가상각비	304.4	289.5	300.7	310.7	334.4
무형자산감가상각비	34.4	32.3	41.2	52.8	63.9
지분법평가손익	-10.3	-4.0	-3.1	-3.1	-3.1
기타	105.4	135.6	220.6	194.3	218.6
영업활동자산부채증감	-473.3	-96.1	-75.7	-13.8	-79.4
매출채권및기타채권의감소	-153.2	-102.2	-103.5	-189.3	-237.3
재고자산의감소	-111.4	-59.7	22.3	-24.4	-86.3
매입채무및기타채무의증가	23.8	197.8	78.2	199.6	244.6
기타	-232.5	-132.0	-72.7	0.3	-0.4
기타현금흐름	93.0	72.1	29.0	55.3	31.1
투자활동 현금흐름	-204.3	-322.4	-366.4	-464.1	-489.9
유형자산의 취득	-312.3	-337.5	-355.8	-441.6	-438.6
유형자산의 처분	343.3	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-58.7	-74.6	-89.0	-98.1	-109.6
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	78.0	78.0
재무활동 현금흐름	-244.8	18.2	-194.3	-169.9	-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	-65.7	-65.7
기타	45.5	-26.8	-26.7	-26.9	-26.8
기타현금흐름	35.3	-2.4	-255.7	-266.5	-259.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-360.2	122.8	38.1	18.1	39.3
기초현금 및 현금성자산	852.3	492.1	614.9	653.0	671.1
기말현금 및 현금성자산	492.1	614.9	653.0	671.1	710.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,093	2,887	6,834	6,351	7,622
BPS	45,945	47,505	53,686	59,384	66,253
CFPS	11,759	12,947	19,194	18,679	21,311
DPS	500	600	1,400	1,400	1,500
주가배수(배)					
PER	19.3	13.6	6.4	6.8	5.7
PER(최고)	32.2	18.9	7.3		
PER(최저)	19.2	11.2	4.6		
PBR	0.88	0.83	0.81	0.73	0.66
PBR(최고)	1.47	1.15	0.93		
PBR(최저)	0.87	0.68	0.58		
PSR	0.25	0.22	0.23	0.21	0.19
PCFR	3.4	3.0	2.3	2.3	2.0
EV/EBITDA	5.9	5.7	4.8	4.1	3.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	19.8	18.2	19.2	20.4	18.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.5	3.2	3.2	3.5
ROA	2.0	2.5	5.3	4.8	5.4
ROE	4.8	6.2	13.5	11.2	12.1
ROIC	5.5	4.5	7.5	9.0	10.0
매출채권회전율	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1
재고자산회전율	12.4	12.0	12.3	13.6	14.1
부채비율	157.1	166.8	143.9	134.0	125.3
순차입금비율	64.0	62.6	48.4	40.1	32.1
이자보상배율	4.3	2.9	4.9	7.7	8.2
총차입금	2,066.5	2,156.3	2,017.0	1,939.6	1,868.5
순차입금	1,455.0	1,475.0	1,290.9	1,185.7	1,064.2
NOPLAT	586.9	601.1	719.0	837.9	963.4
FCF	16.0	-24.5	90.5	147.1	167.7

Compliance Notice

- 당사는 7월 3일 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

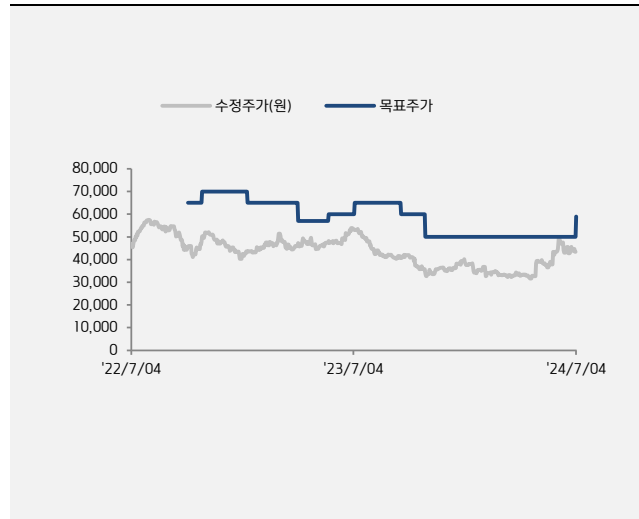
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자 변경	2022-10-05	Buy(Reinitiate)	65,000원	6개월	-31.47	-26.69
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	-30.33	-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		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

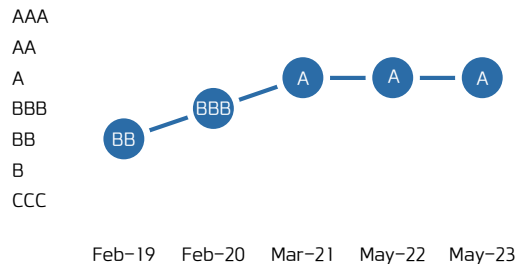
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/07/01~2024/06/30)

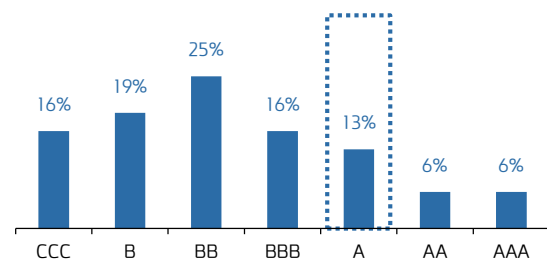
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

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