

(Analyst) 박연주 yeonju.park@miraeasset.com
(RA) 김진석 jinsuk.kim@miraeasset.com

204320 · 자동차부품

HL만도

아쉬운 외형과 수익성

(유지)

매수

목표주가

47,000원 ▼

상승여력

27.5%

현재주가(24/2/5)

36,850원

KOSPI	2,591.31	시가총액(십억원)	1,730	발행주식수(백만주)	47	외국인 보유비중(%)	26.8
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4분기 리뷰: 일회성 비용을 감안해도 아쉬운 외형과 수익성

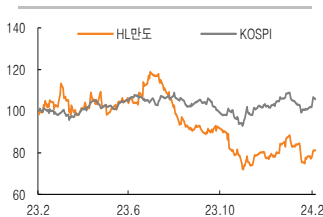
영업이익은 506억원(-10.7% YoY)으로 컨센서스를 44% 하회했다. 영업이익률은 2.3%(-0.3%P YoY), 매출액은 2.19조원(+0.4% YoY)이다. 4분기에는 총 275억원 규모의 일회성 비용이 발생했는데, 이를 제외한 영업이익률은 약 3.6% 수준으로 여전히 아쉬운 수익성이다. 동사는 작년부터 외형 성장을 지속해왔으나, 고객사의 수익성 중심 재고 운영에 따른 생산량 감소 영향으로 외형도 아쉬운 수준을 기록했다.

외형 성장 제한적, 완만한 수익성 회복 예상. 목표주가 하향, 매수 의견 유지

수주 성과는 가시적이다. 23년 연간 16.6조원(+51% YoY)을 기록하며 연간 목표 14.4조원을 상회했다. 다만 24년 고금리 영향 및 OEM 업체들의 수익성 중심 운영에 따른 생산 조절, 전기차 시장 단기 둔화를 고려하여 제한적인 외형 성장을 예상한다. 수익성 회복도 완만하게 진행될 것으로 예상한다. 따라서 목표주가를 기존 52,000원에서 47,000원(24년 EPS 추정치 하향 및 목표 PER 11배 적용)으로 9.6% 하향한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.0	-17.5	-18.7
상대주가	-2.5	-17.1	-22.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,147	7,516	8,393	8,831	9,680
영업이익 (십억원)	232	248	279	356	402
영업이익률 (%)	3.8	3.3	3.3	4.0	4.2
순이익 (십억원)	167	98	136	201	213
EPS (원)	3,559	2,093	2,889	4,270	4,527
ROE (%)	9.3	4.8	6.0	8.3	8.2
P/E (배)	17.8	19.3	13.6	8.6	8.1
P/B (배)	1.5	0.9	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

4분기 리뷰: 일회성 비용을 감안해도 아쉬운 수익성

영업이익은 506억원(-10.7% YoY, -37.9% QoQ)으로 컨센서스를 44% 하회했다. 영업이익률은 2.3%(-0.3%p YoY, -1.5%p QoQ)으로 1Q23부터 점진적으로 개선되던 수익성이 다시 둔화됐다. 이는 반도체 소자의 사양 변경에 따른 불용재고 비용 분담 85억원, 품질충당금 105억원, 고객사 개발비 회수 시점 지연(23년→24년)에 따른 85억원 등 일회성 비용이 반영됐다. 그러나 이러한 일회성 비용을 제외한 영업이익은 약 781억원으로 영업이익률 3.6% 수준이기에 여전히 아쉬운 수익성이다.

매출액은 2.19조원(+0.4% YoY, +3.4% QoQ)으로 컨센서스를 2.0% 하회했다. 이는 고객사의 수익성 중심 재고 운영에 따른 생산량 감소 영향이다. 지역별 매출 성장률(YoY)은 국내 -1.7%, 북미 -8.5%, 중국 +0.8%, 기타 +17%이다. 이중 중국에서는 북미 전기차 업체의 3분기 라인 개선에 따른 생산 지연 효과가 반영되어 있다. 신규 수주는 6.3조원으로 연간 기준 16.6조원(+51% YoY)을 기록하며 연간 목표 14.4조원을 상회했다. 4분기 성과로는 현대차그룹의 차세대 EV 플랫폼 eM향 SbW 및 서스펜션, 북미 전기차 업체의 신형 모델향 서스펜션 및 R-EPS, 북미 글로벌 OEM의 신규 플랫폼향 전방카메라 등이 있다. 24년 연간 수주 목표는 15.1조원(-9% YoY)이다.

24년 외형 성장 제한적, 수익성 회복은 완만하게 이뤄질 것

동사는 24년 매출액 가이드선으로 8.72조원(+3.9% YoY)을 제시했다. 고금리 영향 및 글로벌 OEM 업체들의 수익성 중심 재고 운영 정책에 따른 생산량 조절, 전기차 시장 단기 둔화를 고려한 것으로 판단한다. 외형 성장은 지속되겠지만, 제한적인 물량 회복과 선제적인 투자에 따른 비용 증가로 수익성 회복은 완만하게 이뤄질 것으로 예상된다. 불용재고와 품질충당금 등 일회성비용은 향후 협의에 따라 환입될 가능성은 있다.

목표주가 47,000원으로 9.6% 하향, 매수 의견 유지

수주 성과는 가시적이지만, 제한적인 외형 성장과 늦어지는 수익성 회복을 고려하여 목표주가를 기존 52,000원에서 47,000원(24년 EPS 추정치 하향에 목표 PER 11배 적용)으로 9.6% 하향 조정한다. 주가의 리레이팅을 위해서는 일회성 비용 관리를 통한 실적 변동 폭 축소, ADAS 부문의 기여를 통한 수익성 회복이 필요한 시점이다.

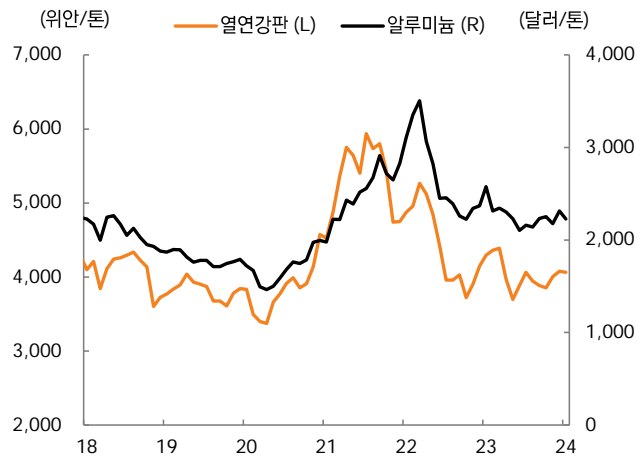
표 1. HL만도 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,996.7	2,086.8	2,119.1	2,190.4	2,126.6	2,232.8	2,182.7	2,289.0	7,516.2	8,393.1	8,831.1	9,680.1
영업이익	70.2	77.0	81.5	50.6	88.3	93.8	93.9	80.1	248.1	279.3	356.0	401.6
세전이익	70.8	69.5	43.7	44.8	54.9	51.8	46.7	67.3	230.0	228.7	220.7	224.4
순이익(지배)	39.3	47.9	12.9	33.1	42.7	40.3	36.3	52.3	98.3	133.2	171.6	174.5

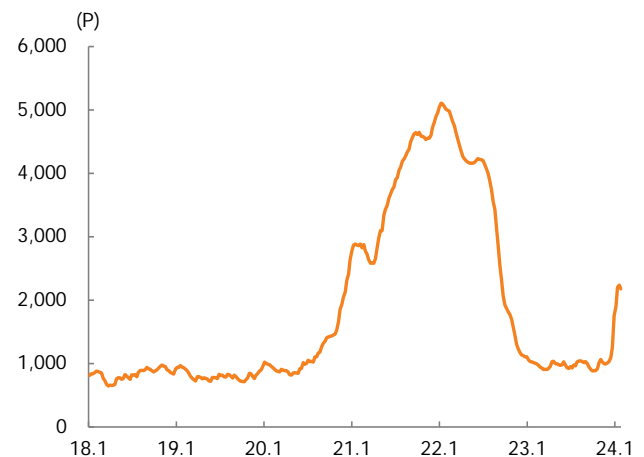
자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 주요 원재료 가격 추이



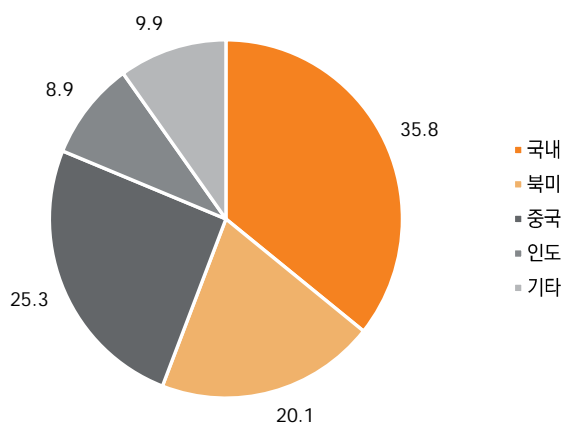
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 상하이 컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



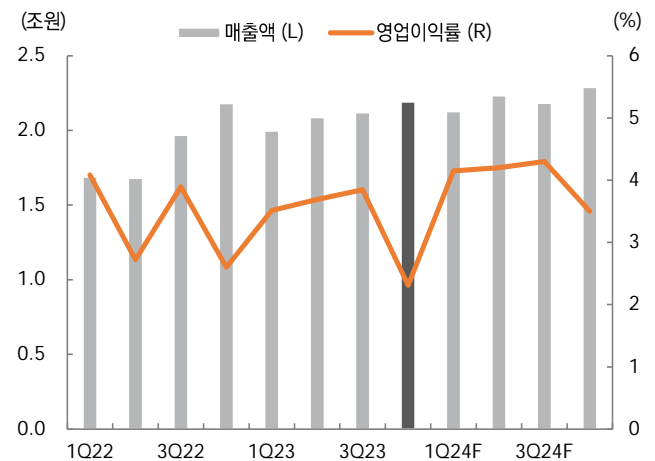
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 4Q23 지역별 매출 비중



자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 매출액 및 영업이익률 분기별 추정



자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

HL만도 (204320)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,516	8,393	8,831	9,680
매출원가	6,510	7,263	7,578	8,293
매출총이익	1,006	1,130	1,253	1,387
판매비와관리비	758	851	898	986
조정영업이익	248	279	356	402
영업이익	248	279	356	402
비영업손익	-18	-47	-98	-129
금융손익	-39	-15	4	-90
관계기업등 투자손익	-2	-3	0	0
세전계속사업손익	230	232	258	273
계속사업법인세비용	112	77	40	42
계속사업이익	118	155	218	231
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	118	155	218	231
지배주주	98	136	201	213
비지배주주	20	19	18	19
총포괄이익	262	220	218	231
지배주주	246	195	184	195
비지배주주	16	25	34	36
EBITDA	587	603	656	662
FCF	-326	313	511	543
EBITDA 마진율 (%)	7.8	7.2	7.4	6.8
영업이익률 (%)	3.3	3.3	4.0	4.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	1.6	2.3	2.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,980	3,485	4,049	4,662
현금 및 현금성자산	492	899	1,347	1,718
매출채권 및 기타채권	1,545	1,610	1,683	1,834
재고자산	665	759	793	865
기타유동자산	278	217	226	245
비유동자산	2,866	2,755	2,457	2,202
관계기업투자등	32	33	34	37
유형자산	2,117	2,077	1,805	1,568
무형자산	160	188	160	136
자산총계	5,846	6,240	6,507	6,864
유동부채	2,151	2,555	2,622	2,761
매입채무 및 기타채무	1,194	1,276	1,333	1,453
단기금융부채	757	1,079	1,079	1,079
기타유동부채	200	200	210	229
비유동부채	1,421	1,225	1,230	1,241
장기금융부채	1,309	1,113	1,113	1,113
기타비유동부채	112	112	117	128
부채총계	3,572	3,780	3,852	4,001
지배주주지분	2,158	2,331	2,509	2,697
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,190	1,367	1,556
비지배주주지분	116	129	146	165
자본총계	2,274	2,460	2,655	2,862

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-13	513	511	543
당기순이익	118	155	218	231
비현금수익비용가감	434	460	336	392
유형자산감가상각비	304	293	272	236
무형자산상각비	34	31	28	24
기타	96	136	36	132
영업활동으로인한자산및부채의변동	-540	-17	-43	-89
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-38	-71	-148
재고자산 감소(증가)	-111	-72	-34	-71
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	336	57	120
법인세납부	-100	-80	-40	-42
투자활동으로 인한 현금흐름	-137	-152	-3	-5
유형자산처분(취득)	31	-195	0	0
무형자산감소(증가)	-59	-57	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-8	0	-3	-5
기타투자활동	-101	100	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-245	32	-59	-164
장단기금융부채의 증가(감소)	-99	125	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-48	-40	-23	-23
기타재무활동	-98	-53	-36	-141
현금의 증가	-360	407	448	370
기초현금	852	492	899	1,347
기말현금	492	899	1,347	1,718

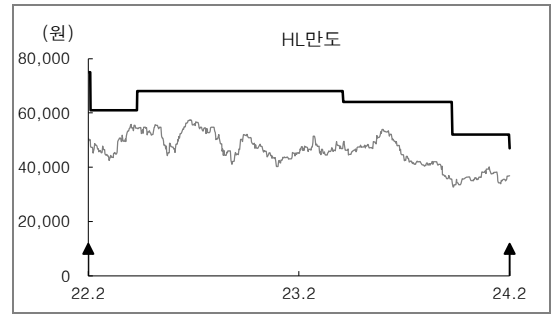
자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	19.3	13.6	8.6	8.1
P/CF (x)	3.4	3.0	3.1	2.8
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	6.0	5.3	4.1	3.5
EPS (원)	2,093	2,889	4,270	4,527
CFPS (원)	11,759	13,092	11,808	13,282
BPS (원)	45,990	49,650	53,420	57,447
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	19.8	15.2	10.8	10.2
배당수익률 (%)	1.2	1.3	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	22.3	11.7	5.2	9.6
EBITDA증가율 (%)	5.0	2.8	8.7	0.9
조정영업이익증가율 (%)	6.8	12.6	27.5	12.8
EPS증가율 (%)	-41.2	38.0	47.8	6.0
매출채권 회전율 (회)	5.3	5.5	5.5	5.6
재고자산 회전율 (회)	12.4	11.8	11.4	11.7
매입채무 회전율 (회)	6.6	6.4	5.8	6.0
ROA (%)	2.0	2.6	3.4	3.5
ROE (%)	4.8	6.0	8.3	8.2
ROIC (%)	3.9	4.9	8.8	10.6
부채비율 (%)	157.1	153.7	145.1	139.8
유동비율 (%)	138.6	136.4	154.4	168.9
순차입금/자기자본 (%)	67.7	50.6	29.9	14.7
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	7.0	10.1	2.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HL만도 (204320)				
2024.02.06	매수	47,000	-	-
2023.10.30	매수	52,000	-30.81	-22.88
2023.04.24	매수	64,000	-29.49	-15.78
2022.05.02	매수	68,000	-28.26	-15.44
2022.02.10	매수	61,000	-20.37	-8.52
2021.09.09	매수	75,000	-20.77	-11.87



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HL만도 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.