

HL만도 (204320)

4Q23 NDR 후기: 일보후퇴 이보전진

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

2/6~2/7 당사는 HL만도의 4분기 실적 NDR을 진행하였다. 4% 대로의 수익성 개선을 기대했던 것에 비해, 2% 대의 수익성을 기록하면서 실적 발표 이후 주가는 10% 가까이 하락했다. 그런 상황이다 보니 투자자들의 관심은 일회성 비용이 반복적으로 발생하는 이유와 수익성 개선의 시기, 주주환원 정책 확대 가능성에 대한 것이 중심이었다. 22년 이후 수익성이 지속적으로 하락하면서 현재 12M Fwd P/E는 7.3배 수준으로 역사적 저점이다. 낮아진 수익성, R&D와 Capex 투자에 대한 부담이 주주환원정책 확대를 제한하고 있음은 아쉬우나, 24년 말부터는 1) 공장 증설을 기반으로 한 외형을 확대하고, 2) 수주를 매출로 연결하면서 수익성을 개선할 것으로 예상된다. 또한 멕시코 신공장 미수주로 기존 고객사와의 관계 약화에 대한 우려가 주가 하락을 이끌었던 바 있지만, IDB의 추가 수주를 확정지으면서 이에 대한 우려를 불식시키고 있다. 주요 BEV 업체의 방향은 변함 없으며, 관계 역시 변함 없다. 인도/멕시코 등 기타 지역에서의 추가 수주 가시화가 Valuation 재상승 Trigger로 작용할 것으로 보인다. 성장과 수익성 회복 시점이 다소 지연되었을 뿐, 중장기적인 성장에 대한 요인은 변함없기 때문에 투자의견은 Buy, 목표주가 50,000원 유지한다.

더 이상의 일회적인 비용은 없기를...

2023년 4분기 영업이익률은 일회성 비용을 제외하면 3.6% 수준으로 추정된다. 반도체 불용 재고 85억원, 스티어링 관련 품질충당금 105억원, 개발비 회수 시점 지연 85억원이 발생했다. 4분기마다 반복적으로 발생하는 일회적인 비용이 수익성을 훼손하고 투자자들의 피로도를 높이고 있다. 다만 지금까지의 일회성 비용은 코로나로 인한 공급 차질을 관리하기 위한 성격이 강했다면, 이번 일회성 비용은 선제적으로 반영한 성격이 강하다. 1) 반도체 불용재고는 완성차의 사양 변경으로 인해 손상을 인식하기는 했지만, 시장 내 재판매를 통한 수익 혹은 고객사와의 협상을 통해 보상을 받을 여지가 남아있다. 2) 품질 충당금과 3) 개발비 회수 시점 지연 관련한 비용은 고객사와의 협의를 거쳐 올해 중으로 일부 환입이 될 가능성이 높다. 코로나로 인한 이슈들은 대부분 마무리가 된 상황이며, R&D와 Capex는 전년도와 유사한 수준으로(5%, 4%) 유지할 계획이다. 일회성을 제외한 3.7% 수준의 베이스를 기반으로 조직 개편과 자산 효율화 등을 통해서 4% 대의 수익성을 회복할 것으로 전망한다.

올해의 상저하고를 지나 25년 해가 뜬다

보수적인 완성차의 가이던스와 전기차 수요 둔화가 올해의 외형 성장을 제한하고 있으나, 올해 하반기부터 본격적인 증설 물량이 더해지기 시작한다. 1) 폴란드 제2공장의 서스펜션 램프업 물량이 2024년 연간으로 더해질 예정이며, 2) 하반기에는 HL클레무브 인도 공장, 3) 2025년 상반기 HL클레무브 멕시코 공장, 4) 하반기 멕시코 제2공장 IDB 물량이 추가될 예정이다. 그 동안 수주 받은 물량을 생산하기 위한 증설로 수주가 매출로 연결되기 시작하는 시점이다. 멕시코와 인도 합산 5,000억원 가량의 외형 확대와 고마진 전장 부품 중심의 믹스 개선이 기대 가능하며, 다양한 고객사와의 신규 수주 기회가 많아질 수 있다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

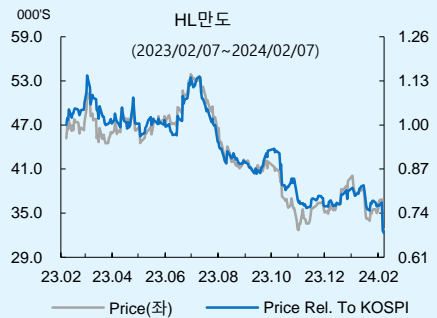
목표주가(12M)	50,000원(유지)
증가(2024.02.07)	32,800원
상승여력	52.4%

Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	4,696만주
시가총액	1,540십억원
외국인지분율	25.5%
52주 주가	32,650~53,900원
60일평균거래량	241,897주
60일평균거래대금	8.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	-4.5	-23.9	-27.4
상대수익률	-14.0	-11.3	-25.0	-33.9

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	7,516	8,393	8,785	9,353
영업이익(십억원)	248	279	348	431
순이익(십억원)	98	127	223	276
EPS(원)	2,093	2,698	4,747	5,880
BPS(원)	45,945	49,052	54,208	60,297
PER(배)	19.3	12.2	6.9	5.6
PBR(배)	0.9	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	4.8	5.7	9.2	10.3
배당수익률(%)	1.2	1.8	1.8	2.4
EV/EBITDA(배)	5.5	4.3	3.7	3.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

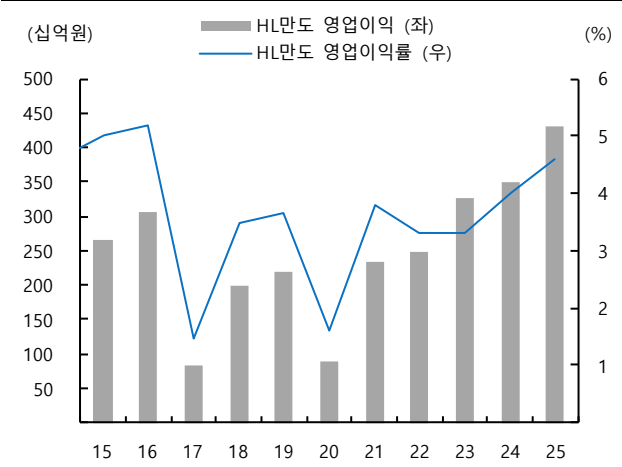
중장기적인 성장 요인은 변함 없다. 4분기에는 현대차그룹의 차세대 전기차 플랫폼 eM향 SbW, 서스펜션, 주요 BEV의 후속 모델 REPS, 서스펜션을 추가 수주했다. 신규 수주는 2020년 8조 → 2021년 11조원 → 2022년 11조원 → 2023년 16조원으로 확대되었으며, 2024년 신규 수주 목표는 15조원이다. 24년의 수주 타겟 역시 기존 고객사이다. 특히 주요 BEV 업체의 인도 지역 진출 가능성이 점차 높아지고 있다. 동사에게 인도는 현대차그룹과 로컬 업체 향으로 입지를 다져온 고수익 지역이다. 모든 제품에 대한 생산능력을 이미 확보한 상태이기에 수주의 가능성 역시 높다는 판단이다. 동사는 주요 BEV 업체의 멕시코 신공장에 미수주하면서 고객사와의 관계 약화에 대한 우려로 주가가 하락한 바 있다. 그러나 멕시코 신공장은 저가형 모델을 타겟으로 하고 있기에 1차 수주의 대상이 고마진의 부품은 아니었을 것으로 추정된다. 오히려 IDB를 추가 수주하는 등 고마진 부품을 중심으로 고객사와의 관계를 강화해나가고 있다. 보수적인 주요 BEV 업체의 가이던스가 동사의 주가에 부정적으로 작용했으나, 2025년 차세대 플랫폼 기반의 신형 모델 생산과 신규 지역 증설이 예정되어 있다. 신형 모델, 신규 지역 추가 수주로 기존 고객사와의 견고한 관계를 보여주는 것이 Valuation 상승의 Trigger가 될 것으로 보인다.

표1. HL만도의 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	19,967	20,868	21,192	21,904	20,733	21,558	22,260	23,300	75,159	83,931	87,851
한국	7,559	7,652	7,521	7,834	7,635	7,729	7,596	7,912	27,911	30,566	30,872
중국	4,164	4,804	5,112	5,550	4,372	4,852	5,214	5,828	18,092	19,630	20,266
북미	4,622	4,582	4,564	4,401	4,853	4,811	4,883	4,841	17,112	18,169	19,389
인도	1,848	1,835	2,036	1,951	1,922	1,872	2,117	2,010	7,444	7,670	7,921
기타	1,774	1,995	1,959	2,168	1,951	2,294	2,449	2,710	4,601	7,896	9,404
비중											
한국	37.9	36.7	35.5	35.8	36.8	35.9	34.1	34.0	37.1	36.4	35.1
중국	20.9	23.0	24.1	25.3	21.1	22.5	23.4	25.0	24.1	23.4	23.1
북미	23.1	22.0	21.5	20.1	23.4	22.3	21.9	20.8	22.8	21.6	22.1
인도	9.3	8.8	9.6	8.9	9.3	8.7	9.5	8.6	9.9	9.1	9.0
기타	8.9	9.6	9.2	9.9	9.4	10.6	11.0	11.6	6.1	9.4	10.7
매출총이익	2,755	2,755	3,024	2,779	2,903	3,169	3,050	3,542	10,058	11,313	12,663
YoY	13.3	27.4	13.1	-0.4	5.3	15.0	0.8	27.4	50.2	12.5	11.9
GPM	13.8	13.2	14.3	12.7	14.0	14.7	13.7	15.2	13.4	13.5	14.4
영업이익	702	770	815	506	711	834	887	1,050	2,481	2,793	3,482
YoY	1.8	68.5	6.4	-11.0	1.4	8.3	8.8	107.5	179.7	12.6	24.7
OPM	3.5	3.7	3.8	2.3	3.4	3.9	4.0	4.5	3.3	3.3	4.0
세전이익	708	673	437	481	638	758	808	972	2,300	2,299	3,176
지배주주순이익	394	457	160	338	414	491	523	630	983	1,349	2,058
YoY	32.0	27.4	-87.6	-135.0	5.1	7.5	226.4	86.3	1597.8	37.3	52.6
NPM	2.0	2.2	0.8	1.5	2.0	2.3	2.4	2.7	1.3	1.6	2.3

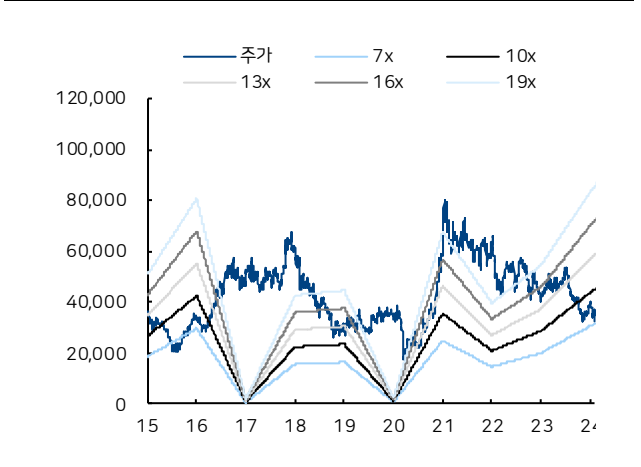
자료: HL만도, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 2023년 4% 대로의 수익성 회복을 기대했던 것과 달리 3% 대의 수익성을 다시 기록



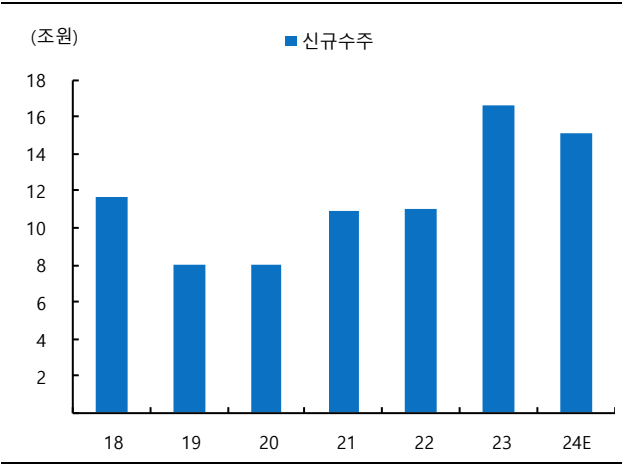
자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 낮아진 수익성이 주가 하락을 유도했으며, 현재 12M Fwd P/E는 7.3배



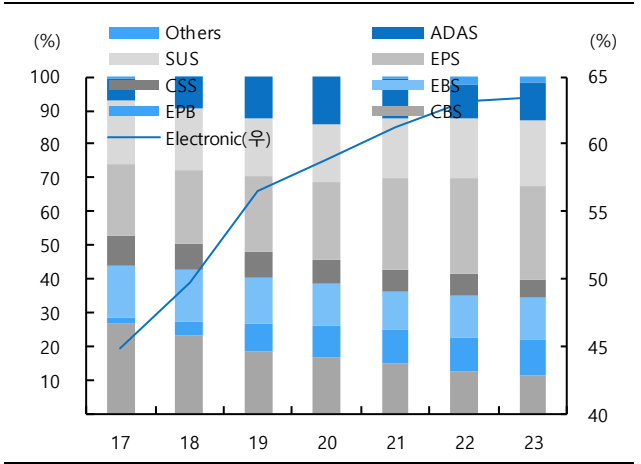
자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 신규 수주는 꾸준히 증가. 2023년 16.6조원을 기록했으며, 2024년 15.1조원 목표



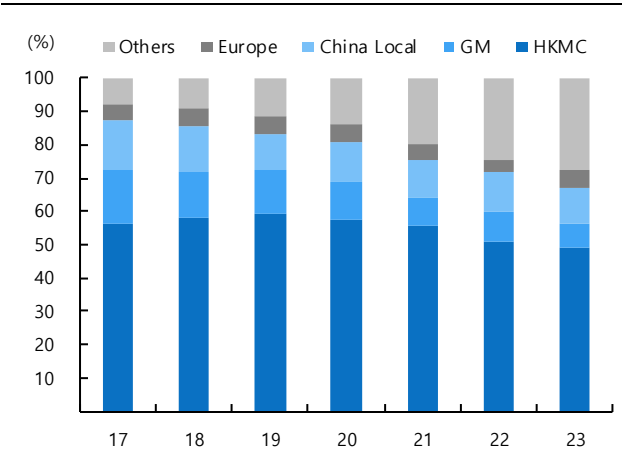
자료: HL만도, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 수주가 점차 매출로 연결되면서 전장부품 비중은 63.4%까지 높아짐



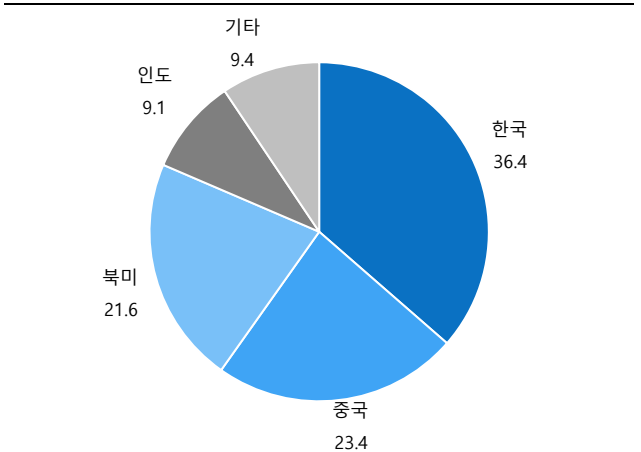
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림5. 2023년을 기점으로 현대차그룹향 매출은 50% 이하로 떨어짐. 다양한 고객 포트폴리오를 구성



자료: HL만도, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 현대차그룹 외에도 중국 로컬, 인도 로컬 업체로 진입하면서 안정적 지역 포트폴리오 구성



자료: HL만도, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

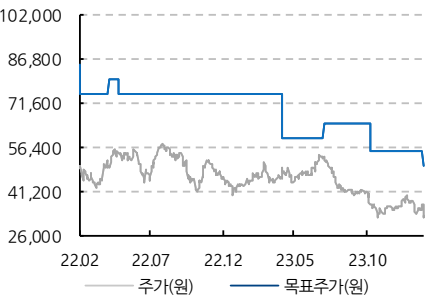
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,980	3,300	3,295	3,440	매출액	7,516	8,393	8,785	9,353
현금 및 현금성자산	492	622	494	424	증가율(%)	22.3	11.7	4.7	6.5
단기금융자산	110	120	123	125	매출원가	6,510	7,262	7,519	8,004
매출채권	1,578	1,660	1,737	1,890	매출총이익	1,006	1,131	1,266	1,349
재고자산	665	755	791	842	판매비와관리비	758	852	918	918
비유동자산	2,866	3,059	3,155	3,355	연구개발비	242	270	282	301
유형자산	2,117	2,327	2,435	2,644	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	160	159	160	163	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,846	6,360	6,449	6,794	영업이익	248	279	348	431
유동부채	2,151	2,573	2,449	2,521	증가율(%)	6.8	12.6	24.7	23.7
매입채무	989	1,427	1,318	1,403	영업이익률(%)	3.3	3.3	4.0	4.6
단기차입금	169	158	147	136	이자수익	19	24	20	17
유동성장기부채	588	581	574	568	이자비용	58	55	52	50
비유동부채	1,421	1,341	1,267	1,198	지분법이익(손실)	-2	6	8	8
사채	689	634	583	536	기타영업외손익	12	-34	10	9
장기차입금	495	470	447	424	세전계속사업이익	230	230	344	426
부채총계	3,572	3,914	3,717	3,719	법인세비용	112	77	76	94
지배주주지분	2,157	2,303	2,545	2,831	세전계속이익률(%)	3.1	2.7	3.9	4.6
자본금	47	47	47	47	당기순이익	118	152	268	332
자본잉여금	603	603	603	603	순이익률(%)	1.6	1.8	3.1	3.6
이익잉여금	1,083	1,181	1,376	1,614	지배주주귀속 순이익	98	127	223	276
기타자본항목	225	273	320	367	기타포괄이익	144	47	47	47
비지배주주지분	116	142	187	244	총포괄이익	262	200	316	380
자본총계	2,274	2,445	2,733	3,075	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-13	984	654	830	주당지표 (원)				
당기순이익	118	152	268	332	EPS	2,093	2,698	4,747	5,880
유형자산감가상각비	304	293	332	351	BPS	45,945	49,052	54,208	60,297
무형자산상각비	34	43	43	43	CFPS	9,309	9,859	12,722	14,283
지분법관련손실(이익)	-2	6	8	8	DPS	500	600	600	800
투자활동 현금흐름	-137	-545	-476	-600	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	31	-504	-439	-561	PER	19.3	12.2	6.9	5.6
무형자산의 처분(취득)	-59	-42	-44	-47	PBR	0.9	0.7	0.6	0.5
금융상품의 증감	-15	21	21	21	PCR	4.3	3.3	2.6	2.3
재무활동 현금흐름	-245	-81	-75	-78	EV/EBITDA	5.5	4.3	3.7	3.2
단기금융부채의증감	-281	-19	-18	-17	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	38	-80	-74	-69	ROE	4.8	5.7	9.2	10.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.8	7.3	8.2	8.8
배당금지급	-48	-28	-28	-38	부채비율	157.1	160.1	136.0	121.0
현금및현금성자산의증감	-360	130	-128	-70	순부채비율	58.9	45.0	41.5	36.3
기초현금및현금성자산	852	492	622	494	매출채권회전율(x)	5.0	5.2	5.2	5.2
기말현금및현금성자산	492	622	494	424	재고자산회전율(x)	12.4	11.8	11.4	11.5

자료 : HL만도, 하이투자증권 리서치본부

HL만도 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-02-09	Buy	75,000	-37.8%	-30.9%
2022-04-11	Buy	80,000	-32.5%	-30.3%
2022-05-02	Buy	75,000	-31.7%	-23.3%
2022-11-11(담당자변경)	Buy	75,000	-38.9%	-31.5%
2023-04-12	Buy	60,000	-19.3%	-10.2%
2023-07-10	Buy	65,000	-32.9%	-17.7%
2023-10-17	Buy	55,000	-34.6%	-27.1%
2024-02-05	Buy	50,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-