



BUY(Maintain)

목표주가: 59,000원(유지)

주가(01/08): 42,250원

시가총액: 19,839억 원

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

Stock Data

KOSPI(01/08)		2,521.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,600원	31,100원
등락률	-14.8%	35.9%
수익률	절대	상대
1M	11.3%	7.2%
6M	-0.6%	12.9%
1Y	11.8%	13.8%

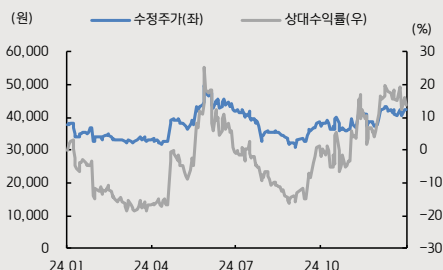
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	256천주
외국인 지분율	24.7%
배당수익률(2024E)	1.5%
BPS(2024E)	49,576원
주요 주주	HL 홀딩스 외 4 인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,709.7	9,760.4
영업이익	248.1	279.3	353.9	490.7
EBITDA	586.9	601.1	695.8	852.4
세전이익	230.0	225.7	217.2	553.7
순이익	118.3	154.6	111.7	389.6
지배주주지분순이익	98.3	135.6	90.3	346.7
EPS(원)	2,093	2,887	1,924	7,384
증감률(% YoY)	-41.2	37.9	-33.4	283.9
PER(배)	19.3	13.6	21.1	5.7
PBR(배)	0.88	0.83	0.82	0.75
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	5.0	3.9
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.1	5.0
ROE(%)	4.8	6.2	4.0	13.9
순차입금비용(%)	64.0	62.6	57.2	40.5

Price Trend



Earnings Update

HL만도 (204320)

2025년 성장 가능성의 검증 무대



HL만도는 트럼프 당선 이후 대두됐던 미국-멕시코 관세 우려로 인해 주가가 단기 급락했던 바 있으나, HL만도의 멕시코 공장 생산 분에 대한 수출관세 발생 시 주요 고객사들에게 비용을 전가할 수 있는 계약구조를 갖춘 것으로 파악된다. 다만 여전히 고객사들로부터 비용 부담 요구가 있을 것이라는 투자자들의 우려가 존재하는 구간으로 판단하며 추가 상승여력을 갖추고 있다. HL만도에 대한 섹터 차선후주 의견을 유지한다.

>>> 4Q24 Preview: 연간 사업계획 달성 위한 막판 스퍼트

매출액 2.28조 원(+4.2% YoY, +5.1% QoQ), 영업이익 1,062억 원(+109.9% YoY, +28.7% QoQ)을 기록하며 영업실적은 시장 기대치(매출액 2.28조 원, 영업이익 1,026억 원)에 부합할 전망이다. 다만 당사의 지배주주순이익 추정치는 29억 원인 반면 시장 기대치는 574억 원에 형성되어 있어 괴리가 크다.

HL클레무브가 투자한 중국 자율주행 스타트업 iMotion 지분 관련 금융자산은 iMotion이 23년 12월 홍콩 증시에 상장된 이후부터 분기 증가를 기준으로 매 분기 재평가되고 있다. 이는 현재 HL만도의 영업외손익 변동성을 확대시키는 주 요인으로 꼽히고 있다. 지난 7월에 급락했던 iMotion 주가가 4분기 중 재차 급락하면서 HL만도에 대한 외국인 보유비중 축소 흐름이 지속되고 있다.

차별화된 중국법인 호실적(연간 매출액 2조 원 달성 전망)에 기인하여 4Q24에는 2016년 이후 처음으로 분기 연결 영업이익 1천억 대 탈환 기대로 최근 국내 기관의 유의미한 매수세가 확인되는 점이 긍정적이다. 다만 어닝 시즌에 HL만도의 주가 회복세가 더욱 탄력을 받기 위해서는 3Q24의 실적 부진을 만회하면서도 연간 사업계획(매출액 8.7조 원, 영업이익률 4%대 초반)에 부합 또는 상회할 수 있는 수준의 영업실적 기록이 필요할 것이며, 이는 동시에 25년 외형 성장성과 수익성 개선 가능성을 검증 받는 무대가 될 전망이다.

>>> 외국인 비중 턴어라운드: 주주환원정책, 당기순이익 가시성

2025년의 HL만도 외국인 지분율 회복은 주주환원정책 & 당기순이익 관련 가시성 확대에 달려있다고 판단한다. 특히 주주환원정책 가시성 확대는 '주주환원 규모 확대'와는 다른 의미다. 만약 HL만도가 수익성 높은 신규 프로젝트 확보로 인해 투자를 우선순위에 두고자 당분간 현실적으로 주주환원 규모를 확대하지 못한다고 판단할 경우, 해당 방향성에 대해 시장과 명확히 소통하는 행위 역시 가시성 확대의 일환이다. 물론 이 경우에는 구체적인 수익성 개선 타임라인 및 자금조달 관련 설득력 있는 소통이 수반돼야 할 것이다. 더 나아가서는 향후 어느 정도 수준까지 수익성이 안정화 됐을 때 비로소 주주환원 확대가 후행될 수 있을 지에 대한 HL만도의 입장까지 요구될 수도 있다.

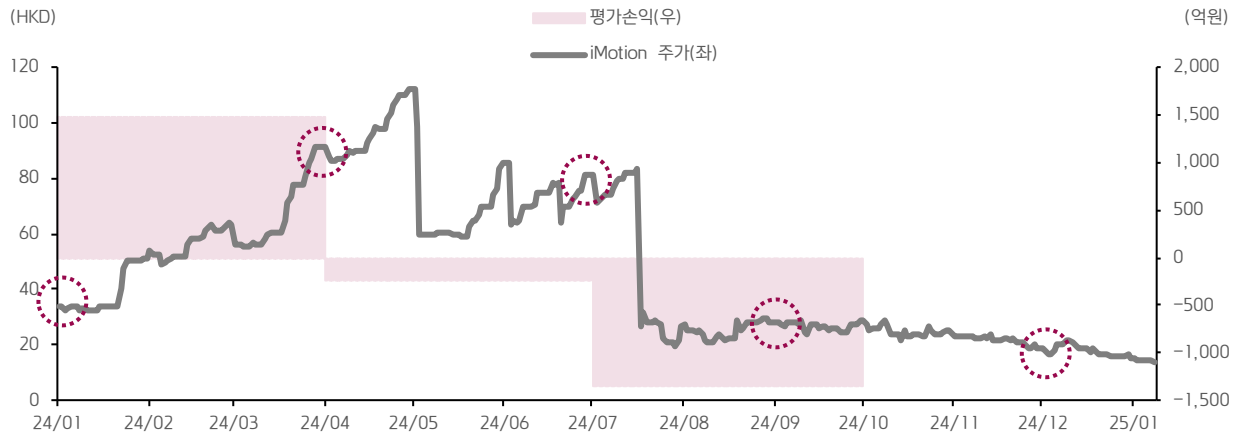
iMotion 지분 관련 금융자산 평가손익은 현금흐름을 동반하고 있지 않음에도 결국 당기순이익 변동성에 큰 영향을 주고 있는 만큼, 변동성 완화 및 당기순이익 추정 가시성 확대를 위한 경영진의 의사결정이 필요할 것으로 보인다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	19,968	20,868	21,191	21,904	21,073	21,474	21,717	22,833	75,162	83,932	87,097
YoY(%)	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	2.9	2.5	4.2	22.3	11.7	3.8
QoQ(%)	-8.4	4.5	1.6	3.4	-3.8	1.9	1.1	5.1			
매출원가	17,223	18,113	18,168	19,122	18,118	18,475	18,533	19,408	65,101	72,626	74,534
%	86.3	86.8	85.7	87.3	86.0	86.0	85.3	85.0	86.6	86.5	85.6
판매비 및 대손상각비	2,044	1,985	2,208	2,276	2,199	2,102	2,360	2,363	7,579	8,513	9,024
%	10.2	9.5	10.4	10.4	10.4	9.8	10.9	10.3	10.1	10.1	10.4
영업이익	702	770	815	506	756	896	825	1,062	2,481	2,793	3,539
%	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	4.2	3.8	4.7	3.3	3.3	4.1
YoY(%)	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	16.4	1.2	109.9	6.8	12.6	26.7
QoQ(%)	23.5	9.7	5.9	-37.9	49.5	18.5	-8.0	28.7			
세전이익	708	695	437	418	2,152	501	-516	34	2,300	2,257	2,172
%	3.5	3.3	2.1	1.9	10.2	2.3	-2.4	0.2	3.1	2.7	2.5
지배주주순이익	393	479	129	355	1,396	45	-567	29	983	1,356	903
%	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	0.2	-2.6	0.1	1.3	1.6	1.0

자료: 키움증권 리서치

iMotion 주가 추이와 HL만도가 인식한 분기 단위 iMotion 금융자산 평가손익 추이 비교



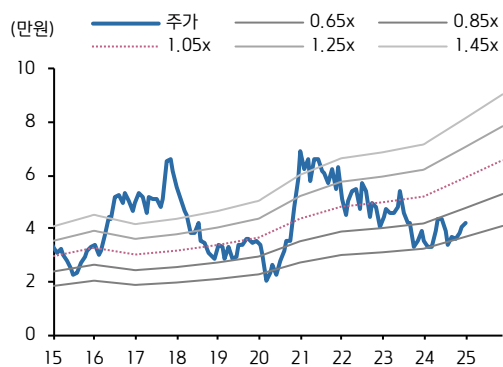
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 외화환산차이 제거 기준

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	7,384	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정기말발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	8.0	HL 만도 역사적 12M Fwd P/E 밴드 하단
적정주가(원)	59,071	
목표주가(원)	59,000	
전일종가(원)	42,250	
Upside	39.6%	

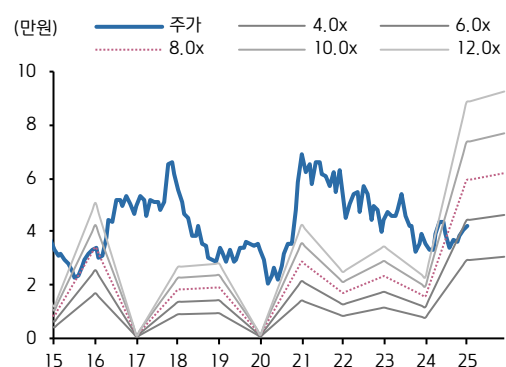
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Band Chart



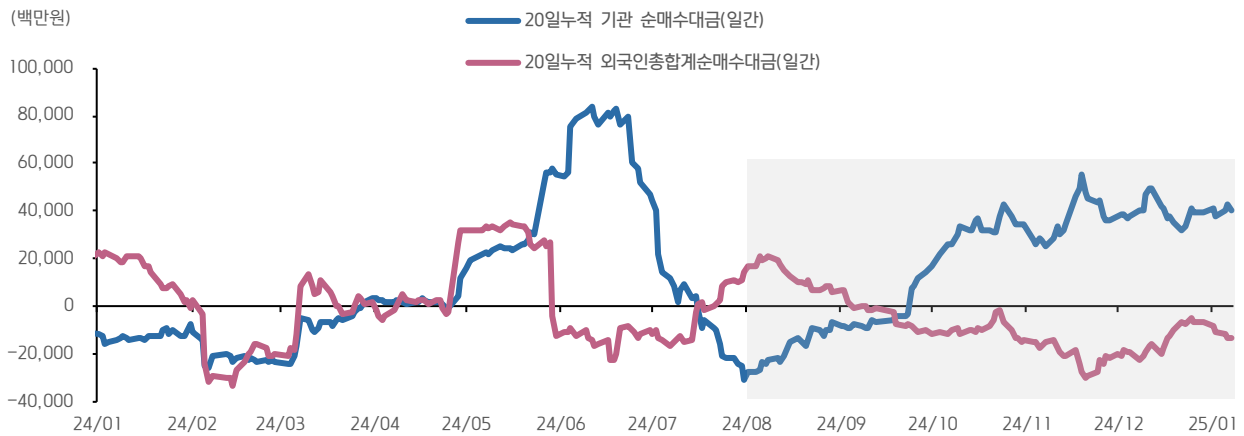
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Band Chart



자료: 키움증권 리서치

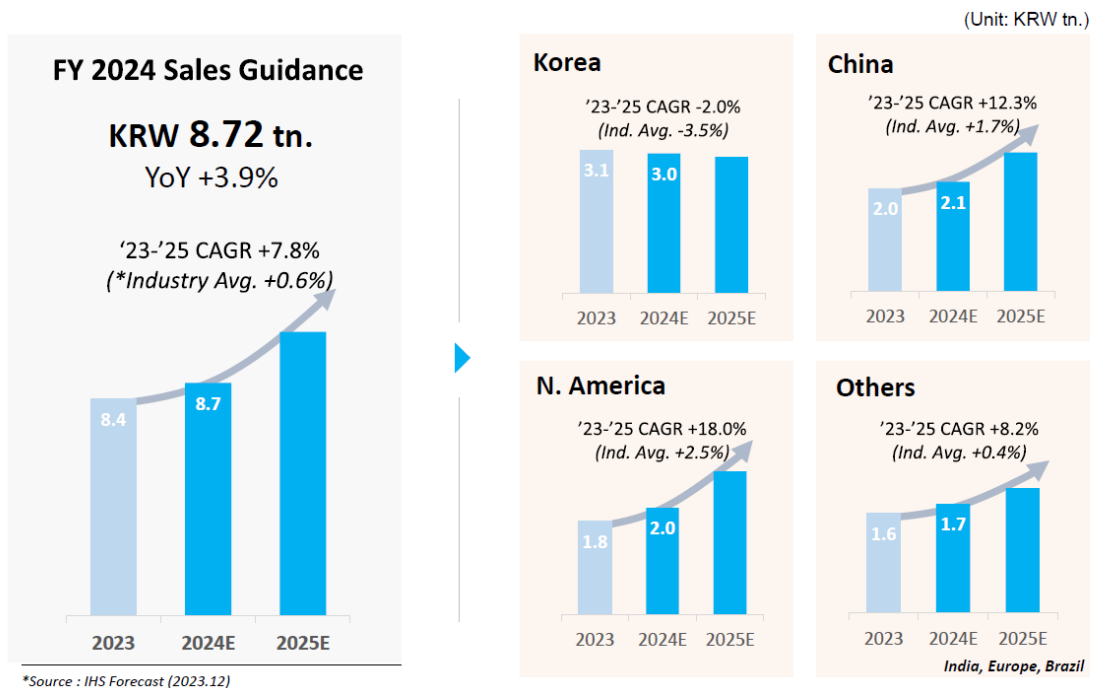
HL만도의 2024년 하반기 실적을 바라보는 투자자별 시각차 존재: 영업이익 or 당기순이익



자료: 키움증권 리서치

HL만도 2024년 지역별 매출 가이드스

Sustaining overseas sales growth momentum in 2024, with expectations of rapid growth from 2025 based on secured backlog



포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,709.7	9,760.4	10,819.9
매출원가	6,510.1	7,262.6	7,453.4	8,271.3	9,131.1
매출총이익	1,006.0	1,130.5	1,256.3	1,489.1	1,688.8
판매비	757.9	851.2	902.4	998.4	1,090.2
영업이익	248.1	279.3	353.9	490.7	598.6
EBITDA	586.9	601.1	695.8	852.4	968.3
영업외손익	-18.1	-53.6	-136.8	63.0	-25.6
이자수익	19.1	26.1	21.1	20.8	33.5
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	-95.1	90.5	-6.2
법인세차감전이익	230.0	225.7	217.2	553.7	573.0
법인세비용	111.7	71.1	105.4	164.1	163.9
계속사업순손익	118.3	154.6	111.7	389.6	409.1
당기순이익	118.3	154.6	111.7	389.6	409.1
지배주주순이익	98.3	135.6	90.3	346.7	364.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.3	11.7	3.8	12.1	10.9
영업이익 증감율	6.8	12.6	26.7	38.7	22.0
EBITDA 증감율	5.0	2.4	15.8	22.5	13.6
지배주주순이익 증감율	-41.2	37.9	-33.4	283.9	5.0
EPS 증감율	-41.2	37.9	-33.4	283.9	5.0
매출총이익율(%)	13.4	13.5	14.4	15.3	15.6
영업이익율(%)	3.3	3.3	4.1	5.0	5.5
EBITDA Margin(%)	7.8	7.2	8.0	8.7	8.9
지배주주순이익율(%)	1.3	1.6	1.0	3.6	3.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,980.3	3,265.0	3,219.0	3,666.7	4,136.9
현금 및 현금성자산	492.1	614.9	529.3	710.4	867.7
단기금융자산	119.4	66.4	73.1	82.9	94.0
매출채권 및 기타채권	1,629.6	1,730.0	1,795.2	2,011.8	2,230.2
재고자산	665.2	733.9	696.8	732.0	811.5
기타유동자산	74.0	119.8	124.6	129.6	133.5
비유동자산	2,865.5	3,021.7	3,101.4	3,126.6	3,195.1
투자자산	234.7	277.7	267.6	257.1	262.5
유형자산	2,116.7	2,175.5	2,223.2	2,206.7	2,225.0
무형자산	159.8	197.0	242.9	288.1	332.9
기타비유동자산	354.3	371.5	367.7	374.7	374.7
자산총계	5,845.8	6,286.7	6,320.4	6,793.3	7,331.9
유동부채	2,150.8	2,635.7	2,597.8	2,732.8	2,896.4
매입채무 및 기타채무	1,296.5	1,525.8	1,579.5	1,796.6	2,029.1
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	1,247.8	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	140.3	119.3	125.3
부채총계	3,572.1	3,930.5	3,845.6	3,959.6	4,129.2
지배지분	2,157.4	2,230.7	2,327.9	2,644.0	2,968.0
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	1,214.8	1,495.8	1,784.7
비지배지분	116.3	125.4	146.9	189.7	234.7
자본총계	2,273.7	2,356.2	2,474.8	2,833.7	3,202.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	53.6	429.4	721.6	894.7	955.0
당기순이익	0.0	0.0	111.7	389.6	409.1
비현금항목의 가감	433.9	453.4	523.4	587.5	589.4
유형자산감가상각비	304.4	289.5	300.7	309.3	306.3
무형자산감가상각비	34.4	32.3	41.2	52.4	63.4
지분법평가손익	-10.3	-4.0	-3.1	-3.1	-3.1
기타	105.4	135.6	184.6	228.9	222.8
영업활동자산부채증감	-473.3	-96.1	21.5	-103.1	-70.4
매출채권및기타채권의감소	-153.2	-102.2	-65.3	-216.6	-218.4
재고자산의감소	-111.4	-59.7	37.1	-35.2	-79.5
매입채무및기타채무의증가	23.8	197.8	53.7	217.0	232.5
기타	-232.5	-132.0	-4.0	-68.3	-5.0
기타현금흐름	93.0	72.1	65.0	20.7	26.9
투자활동 현금흐름	-204.3	-322.4	-357.1	-314.8	-374.5
유형자산의 취득	-312.3	-337.5	-348.4	-292.8	-324.6
유형자산의 처분	343.3	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-58.7	-74.6	-87.1	-97.6	-108.2
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	-132.3	-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	-28.2	-65.7
기타	45.5	-26.8	-26.7	-26.8	-26.8
기타현금흐름	35.3	-2.4	-255.7	-266.5	-259.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-360.2	122.8	-85.6	181.1	157.3
기초현금 및 현금성자산	852.3	492.1	614.9	529.3	710.4
기말현금 및 현금성자산	492.1	614.9	529.3	710.4	867.7

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,093	2,887	1,924	7,384	7,753
BPS	45,945	47,505	49,576	56,307	63,207
CFPS	11,759	12,947	13,525	20,807	21,264
DPS	500	600	600	1,400	1,600
주가배수(배)					
PER	19.3	13.6	21.1	5.7	5.4
PER(최고)	32.2	18.9	26.0		
PER(최저)	19.2	11.2	16.0		
PBR	0.88	0.83	0.82	0.75	0.67
PBR(최고)	1.47	1.15	1.01		
PBR(최저)	0.87	0.68	0.62		
PSR	0.25	0.22	0.22	0.20	0.18
PCFR	3.4	3.0	3.0	2.0	2.0
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.0	3.9	3.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	19.8	18.2	25.2	16.9	18.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.5	1.5	3.3	3.8
ROA	2.0	2.5	1.8	5.9	5.8
ROE	4.8	6.2	4.0	13.9	13.0
ROIC	5.5	4.5	6.1	8.6	11.2
매출채권회전율	4.9	5.0	4.9	5.1	5.1
재고자산회전율	12.4	12.0	12.2	13.7	14.0
부채비율	157.1	166.8	155.4	139.7	128.9
순차입금비율	64.0	62.6	57.2	40.5	28.3
이자보상배율	4.3	2.9	4.6	7.9	8.7
총차입금	2,066.5	2,156.3	2,017.0	1,939.6	1,868.5
순차입금	1,455.0	1,475.0	1,414.6	1,146.4	906.8
NOPLAT	586.9	601.1	695.8	852.4	968.3
FCF	16.0	-24.5	145.6	180.5	286.9

Compliance Notice

- 당사는 1월 8일 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

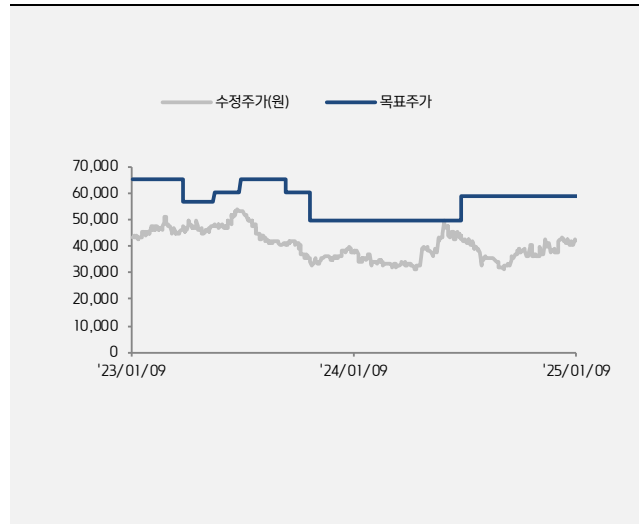
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
HL만도 (204320)	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	-30.34	-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	-31.02	-25.25
	2024-08-05	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-37.94	-25.25
	2024-10-08	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-37.69	-25.25
	2025-01-09	Buy(Maintain)	59,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

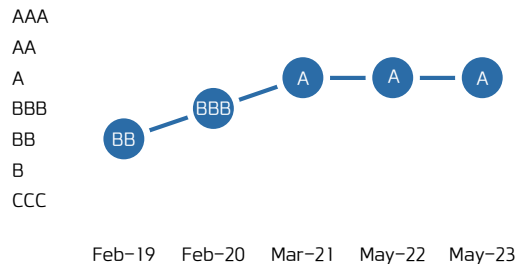
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/01/01~2024/12/31)

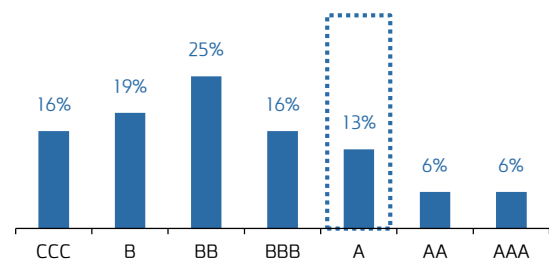
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

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