



BUY (유지)

목표주가(12M) 43,000원
현재주가(4.26) 32,600원

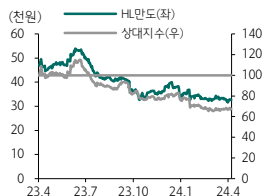
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,656.33
52주 최고/최저(원)	53,900/31,650
시가총액(십억원)	1,530.8
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	46,957.1
60일 평균 거래량(천주)	253.8
60일 평균 거래대금(십억원)	8.6
외국인지분율(%)	25.80
주요주주 지분율(%)	
한라홀딩스 외 3인	30.26
국민연금공단	7.52

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	8,787.7	9,522.8
영업이익(십억원)	346.1	408.1
순이익(십억원)	229.4	278.4
EPS(원)	4,519	5,482
BPS(원)	50,981	55,853

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,805.3	9,372.7
영업이익	248.1	279.3	335.0	376.1
세전이익	230.0	225.7	441.6	341.2
순이익	98.3	135.6	289.0	241.2
EPS	2,093	2,887	6,155	5,136
증감율	(41.19)	37.94	113.20	(16.56)
PER	19.25	13.63	5.30	6.35
PBR	0.88	0.83	0.61	0.57
EV/EBITDA	5.90	5.74	4.43	4.02
ROE	4.78	6.18	12.24	9.28
BPS	45,990	47,505	53,060	57,596
DPS	500	600	600	600



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 04월 29일 기업분석

HL만도 (204320)

낮아진 Valuation + 늘어날 신규 납품 = 회복될 주가

2024년 하반기 이후 성장 모멘텀이 재개

HL만도에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4.3만원을 유지한다. 1분기 실적은 우려보다 나은 수익성으로 시장 기대치 및 당사 예상치를 상회했다. 전방 고객사들의 생산 증가율이 낮지만, 하반기 북미/인도/중국 내 IDB/ADAS/EMB 등 기수주 물량의 납품이 시작되면서 성장성이 회복될 것이다. 고객사들과의 협상을 통해 개발비 회수까지 이루어진다면 수익성에 기여할 것이다. 이미 생산 기반이 풍부한 인도에서는 기존 고객들의 생산이 확대되고, 신규 완성차들도 진입하면서 중장기 성장의 기회로 작용할 것이다. 현재 주가는 일회성을 제외한 2024년 추정 EPS 기준 P/E 7배대의 Valuation을 기록 중이다.

1Q24 Review: 영업이익률 3.6% 기록

1분기 실적은 최근 낮아졌던 시장 기대치 및 당사 예상치를 상회했다(영업이익 기준 +3%/+17%). 매출액/영업이익은 전년 동기 대비 6%/8% 증가한 2.11조원/756억원(영업이익률 3.6%, +0.1%p (YoY))을 기록했다. 주고객사들의 물량 감소로 한국 매출액이 2% (YoY) 감소했지만, 북미 매출액은 글로벌EV향 납품이 줄었음에도 GM/포드/현대차/기아향 증가로 3% (YoY) 증가했다. 중국 매출액도 글로벌EV향은 줄었지만, 중국 로컬 OE향 납품 증가로 7% (YoY) 증가했다. 기타(인도/유럽 등) 매출액도 고객사들의 생산증가로 25% (YoY) 증가했다. 영업이익은 8% (YoY) 증가했고 영업이익률은 0.1%p 상승했는데, 상대적으로 마진이 좋은 지역 위주로 매출이 증가했고 운반비 부담이 완화된 덕분이다. 세전이익은 204% (YoY) 증가한 2,152억원을 기록했는데, 영업이익 증가와 함께 영업외에서 중국 투자기업의 주가 상승에 힘입어 금융자산평가이익이 1,480억원 반영되었기 때문이다.

컨퍼런스 콜의 내용: 전 차종을 아우르는 제품군을 보유

HL만도의 1분기 신규 수주금액은 약 6.2조원으로 연간 목표의 41%를 달성했다. 글로벌 EV/현대차그룹/GM 등으로부터 대규모 EPB 수주가 있었고, 한국/중국/북미/인도 지역의 고객사들로부터 EPS도 수주했다. 인도에서 로컬 OE향 ADAS 및 전장 부품들에 대한 공급 계약도 체결했다. 중국 상용차 부품 시장을 위해 현지 JV를 설립해 BN-EPS를 생산할 계획이다. HL만도는 ICE/HEV/BEV 등 모든 차종에 대응할 수 있는 샷시 부품군을 보유하고 있어 유연한 시장 대응이 가능하다. 기존 ICE 시장에서는 ABS/ESC/EPB/MSS 등 원가 경쟁력을 갖춘 제품들로 대응하고, 최근 수요가 높은 HEV 시장에서는 IDB/EPB/SDC 등의 제품을 강화할 계획이다. 궁극적으로는 전기차로 전환될 것으로 BEV용 IDB/EMB/SbW 등 차세대 제품군에 대한 개발/양산 후 시장 수요에 맞춰 공급한다는 목표다. 인도 시장에 진출한지 27년이 지났고, 선두 5개 완성차 중 4개 업체들과 거래하는 등 풍부한 납품 경험으로 향후 신규 진출하는 완성차들이 늘어날수록 사업화 기회가 있을 것으로 기대 중이다.

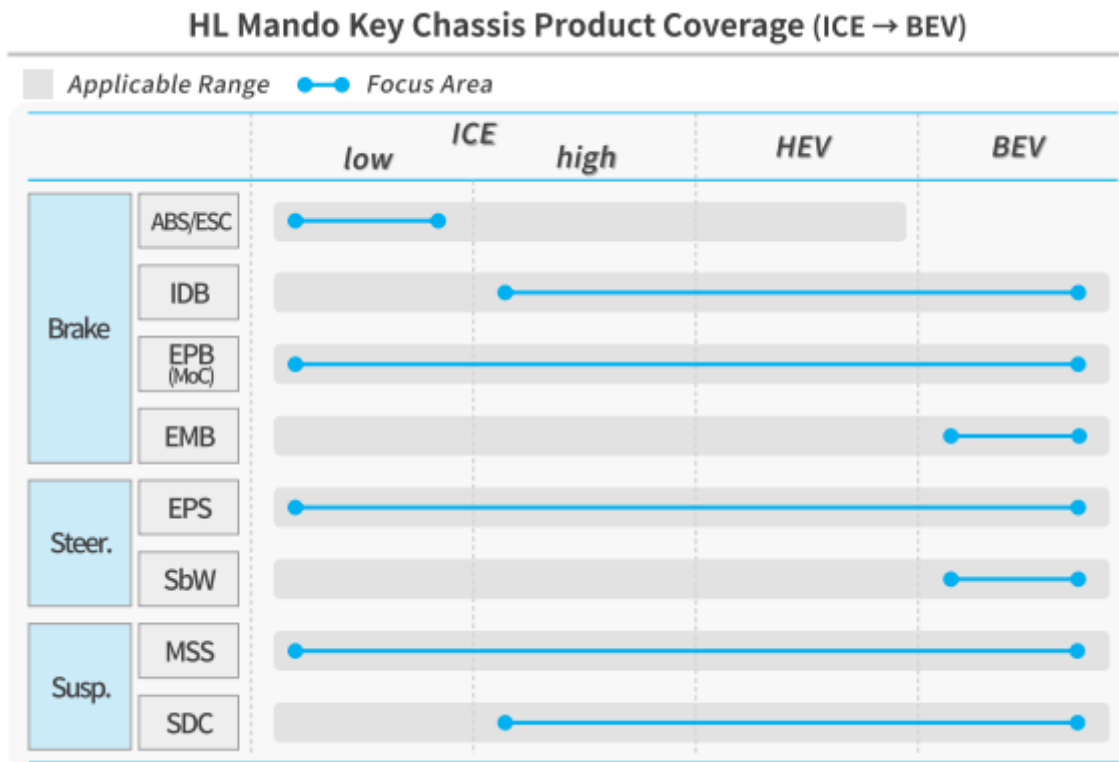
도표 1. HL만도의 분기실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,997	2,087	2,119	2,190	2,107	2,162	2,228	2,308	6,147	7,516	8,393	8,805	9,373
YoY	18	24	8	0	6	4	5	5	10	22	12	5	6
한국	756	765	752	783	738	746	737	776	2,623	2,791	3,057	2,997	2,952
중국	416	480	511	555	446	509	537	583	1,553	1,809	1,963	2,075	2,262
미국	462	458	456	440	504	495	525	506	1,129	1,711	1,817	2,030	2,334
기타	362	383	400	412	419	412	429	443	842	1,205	1,557	1,704	1,825
영업이익	70	77	82	51	76	82	83	95	232	248	279	335	376
YoY	2	68	6	-11	8	7	1	87	162	7	13	20	12
영업이익률 (%)	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	3.8	3.7	4.1	3.8	3.3	3.3	3.8	4.0
세전이익	71	69	44	42	215	73	70	83	228	230	226	442	341
세전이익률 (%)	3.5	3.3		1.9	10.2	3.4	3.2	3.6	3.7	3.1	2.7	5.0	3.6
순이익	44	51	19	41	146	53	51	60	179	118	155	309	258
순이익률 (%)	2.2	2.4	0.9	1.9	6.9	2.4	2.3	2.6	2.9	1.6	1.8	3.5	2.8
지배주주순이익	39	48	13	36	140	44	47	58	167	98	136	289	241

자료: HL만도, 하나증권

도표 2. HL만도의 핵심 부품군 커버리지



자료: HL만도

HL만도 1Q24 실적 발표 컨퍼런스 콜

1. 실적

매출액은 2조 173억원으로 전년동기 대비 5.5% 증가. EV 수요 둔화와 고금리, 고물가 등의 어려운 환경 속에서 당사는 폭넓은 제품 커버리지와 고객 다변화에 힘입어 매출 성장세를 지속 시현해 옴. 영업이익은 756억원으로 OP마진 3.6%를 기록. 고객 다변화를 통한 매출 증가 및 팬데믹 이후 비정상적이었던 공급망 관련 임팩트가 점진적으로 안정됨에 따라 1분기에는 개선된 영업이익 달성

1분기 신규 수주금액은 약 6.2조원으로 연간 수주 목표 대비 41%를 달성하며 올해 연간 수주 목표를 순조롭게 달성 가능할 것으로 예상. 주요 신규 수주에 대해서 말하자면, 먼저 현대/기아, 북미 선도 EV 업체, GM 등의 주요 고객사로부터 EPB 신규 수주를 확보하며 고객과의 관계를 강화. 고사양 제품에 관해서도 현대/기아, 북미선도 EV업체, 중국 및 인도 로컬 OEM 등 각 지역의 핵심 고객 중심으로 신규 수주를 확보하면서 안정적인 중장기 성장 기반을 견고히 함. 전 차종에 공급 가능한 EPB와 EPS와 같은 전장제품 중심의 수주가 지속적으로 이루어지고 있고 HL Klemove의 ADAS와 전장제품의 경우에도 인도 로컬 고객사향 신규 수주를 확보하며 성장 동력 강화중. 당사는 올 2월 중국 철륵과 JV를 설립했고 이를 통해 상용차용 조향 제품인 BN-EPS 개발 및 양산에 주력할 계획. 기존 승용차 시장 외에도 중국의 상용차 시장에 진입하며 시장 선점을 위한 초석을 마련하고 이후 글로벌 상용차 시장으로 매출을 확대해 나갈 계획. 인도 법인은 현대차 인도 법인으로부터 3년 연속 ESG 평가 최고 우수 협력업체로 선정됨. 인도는 향후 우수한 원가 경쟁력을 바탕으로 한 수출 전초 기지로의 역할을 확대할 것이고, ESG 요구사항이 강화되는 환경에서 선제적으로 대응해 나갈 수 있는 체계를 구축할 것임.

[지역별 매출]

대부분의 지역에서 SUV와 프리미엄 차종 중심의 세일즈 믹스 개선 및 고객 다변화에 힘입어 전년대비 매출 성장률 5.5%를 달성. 한국에서의 매출은 전년동기 대비 2.4% 감소한 7,379억원을 기록. 구체적으로는 주요 고객사인 현대/기아향 물량 감소로 전년동기 대비 1.4% 소폭 하락한 영향이 있었음. 미주 매출은 전년동기 대비 2.8% 증가한 504억원을 기록. 북미 매출의 27%를 차지하는 전기차 선도 업체의 매출은 전년동기 대비 12% 감소. 반면, 북미 메이저 OEM 완성차 매출이 증가하며 북미 지역은 호실적 기록. GM향 매출은 신규 차종 영향과 물량증가로 전년동기 대비 11% 상승, 포드 또한 물량 증가에 따라 전년동기 대비 매출이 123% 성장. 지역 매출의 약 38%를 차지하는 현대/기아 향 매출은 1.6% 소폭 증가. 중국 매출은 전년동기대비 7.2% 증가한 4,464억원을 기록. 중국 지역에서의 지속적인 고객 다변화로 시장성장률은 크게 상회. 북미 전기차 선두 업체향 매출은 전년동기 대비 20% 감소하며 중국 매출의 20%를 차지. 반면 중국 로컬 완성차업체향 매출은 25% 증가하며 중국 지역 매출 비중 47%를 기록. 지리 및 니오향 매출이 신규 SOP 영향으로 전년동기 대비 각각 59%, 10% 증가했고 장성기차향 매출의 경우 전년대비 22% 성장. 유럽매출은 전년동기 대비 39.2% 증가한 2,081억원을 기록. 폭스바겐향 서스펜션 공장 생산량이 지속적으로 증가하며 지역 매출을 견인. 인도 매출은 전년대비 14.2% 늘어난 2,110억원 기록. 인도 내수시장 성장이 지속되며 당사 고객사 전반의 매출이 증가. 인도지역의 매출 68%를 차지하는 현대기아 매출이 12%

증가했고 기업 실적의 22%를 차지하는 로컬 완성차업체향 매출도 6% 상승을 기록해 실적을 견인.

1분기 영업이익은 756억원 기록. 공급망 안정화에 따라 1분기 영업이익은 전년 및 전분기 대비 상승. 영업외에서는 2022년 하반기 HL Klemove에서 전략적으로 투자한 중국 자율주행 업체가 1분기에도 지속적인 주가상승을 기록하며 금융자산 평가이익 1,480억원이 영업외이익으로 반영. 조달금리 증가로 이자비용 증가했지만 최근 원화 약세로 전분기 대비 평균 환율이 9.7원 증가함에 따라 우호적인 환영향이 영업외 이익에 반영. 당기순이익은 전년답 4.7%p 증가한 1,457억원을 기록

[최근 시장 동향과 당사의 견고한 매출 성장 추이]

내연기관에서 xEV로의 전환은 궁극적으로 실현될 것이나 현재 과도기 국면으로 순수 전기차 성장은 일시적으로 둔화되고, HEV의 수요로 전환되는 과정으로 판단. 이런 상황에서 샷시 제품 포트폴리오를 바탕으로 안정적인 매출 성장을 기록. 또한 중장기적으로 특정 고객의 물량 변화가 당사 매출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단.

샷시 비즈니스의 두가지 핵심 경쟁력을 강조드리자면 첫번째로 당사는 다양한 가격대와 파워트레인을 커버할 수 있는 제품 포트폴리오를 보유하고 있음. 부품사 입장에서 시장 수요가 집중되는 세그먼트에 유연하게 대응할 수 있는 제품 체계 갖추는 것이 중요. 예시로 IDB의 경우 HEV, BEV, ICE 프리미엄 차종에 모두 적용. IDB 제품의 사양 자체는 기본적으로 동일해 소프트웨어 변경만으로도 다양한 파워트레인과 차종에 적용 가능. 보다 대중적인 로우엔드 차종의 경우 당사 ABS/ESC 제품이 바로 적용될 수 있음. 즉 고객의 니즈에 따라 브레이크 제품군 내에서 기본적으로 유사한 기능의 제품이 유연하게 활용될 수 있음. 스티어링, 서스펜션 제품군 또한 모두 호환성을 기본으로 함. 이런 이점을 바탕으로 당사 제품은 BEV와 HEV에도 모두 적용가능해 시장 변동상황에 유연하게 적용 가능. 두번째 핵심 경쟁 우위는 CPB 증가. 당사 주력 제품은 친환경차 전환이 고도화될 수록 필수적으로 활용되는 제품군. xEV는 순수 전기차뿐만 아니라 하이브리드 등을 모두 포함하기 때문에 그 안에서의 수요는 유동적으로 변하겠지만 글로벌 자동차 생산 전망을 보았을 때 xEV 비중은 23년 29%에서 30년에는 62%로 지속 증가할 것으로 전망. 이에 따라 xEV에 필수적으로 활용될 수 있고 호환성이 높은 당사의 EPS와 IDB 등의 제품 등이 견고한 성장성을 지속할 것. 또한 중장기적으로 BEV에 주로 활용될 차세대 제품인 스티어바이 와이어, EMB가 성장을 견인할 것으로 전망. SDV와 BEV로의 전환이 지속될수록 고객의 고도화된 니즈에 부합하는 하이 퍼포먼스 제품이 필수적. 따라서 이를 통한 CPB 증가는 궁극적으로 HL만도 탑라인의 성장을 더욱 가속화하는 캐달리스트가 될 것으로 전망

[HL Klemove의 업데이트된 전략]

에이더스(ADAS) 전체 시장의 규모는 지속적으로 확대될 것으로 전망. 레벨 3 이상의 고도화된 자율주행과 법규 제한 등으로 레벨 3와 유사한 기능을 제공할 수 있는 레벨 2+가 시장에서 부각되고 있음. 이에따라 레벨 2+ 채택률은 21년에 2%에서 30년 26%로 증가할 전망으로 당사가 집중해서 대응해야 할 핵심 세그먼트임. HL Klemove는 이러한 시장 트렌드 변화에 따라 level 2+ 이하의 전략과 level 3 이상에서의 전략을 투트랙으로 설립. 먼저 level 2+ 이하에서는 기존 고객 안에서 과반수의 시장 점유율을 지속적으로 수성하는 가운데 신규고객 다변화를 도모 중. 특히 레벨2+의 경우 기존 고객으로부터

턴키 수주 확대를 통해 시장을 선점하는 것이 최우선 과제. 기존 고객의 레퍼런스 활용 해 지난 분기 글로벌 북미 고객사향 센서 수주를 성공적으로 확보하며 제품 다각화를 통한 매출 확대를 계획. 인도 시장의 경우 상품성을 위해 레벨 2 이하의 시스템을 적극 도입중으로 당사는 현지 턴키 솔루션 제공을 통해 시장점유율 탑 1 포지션을 수성하여 90%의 점유율 확보 중. 이렇듯 자율주행 시장 환경 변화에도 Level 2, Level 2+ 시장 확대에 따라 에이다스 매출 성장 잠재력이 높다고 할 수 있음. HL Klemove는 레벨 3이상의 시장에 대해서 선제적으로 준비해 나갈 예정. Level 3에서는 SDV로의 점진적인 전환이 이루어지면서 크로스 도메인 및 센트럴 라이즈드 아키텍처가 적용됨. 이에 따라 당사는 HPC의 성능을 지속적으로 개선시키고 크로스 도메인 사업도 적극 준비 중에 있음. 제품 측면에서 자율주행 고도화에 맞추어 더욱 포괄적인 제품 포트폴리오를 확대할 것. 자율주행 레벨이 고도화될수록 센서 개수의 증가뿐 아니라 전방 중심의 센싱에서 풀 서라운드 센싱으로 기능이 확대되며 연산처리 능력이 향상된 HPC도 추가 적용됨. 이러한 CPV 증가는 HL Klemove 중장기 매출 성장 드라이버로 작용할 것

[인도와 중국 시장에서의 당사 경쟁 우위]

당사는 주요 고객사의 해외 시장 진출 시 핵심 부품사 지위로 동반 진출해 왔으며 성장하는 주요 지역의 초기 시장을 선점해 시장점유율을 확대하는 전략을 실행해 옴. 인도 시장 진출 후 27여년간 고객이 요구하는 스펙 제품을 공동으로 연구 개발해 공급하며 풍부한 트랙 레코드를 축적했고 고객과의 관계를 강화함. 이러한 현대/기아 레퍼런스를 기반으로 고객 다변화를 실현해 현재는 시장을 선도하는 탑 5 고객 중 4개의 고객과 비즈니스를 영위하고 있으며 마켓쉐어를 확대해 나가는 중. 인도는 2015년 안전 기준 향상을 위해 ABS 브레이크 의무 규제를 도입했으며 최근에는 BMcap을 도입하면서 차량 안전 수준 등급을 부여. 이러한 제도 변화는 안전 관련 전장부품의 탑재율 상승을 견인하는 요인으로 당사의 경우 ESC, EPB와 같은 제품에 대한 수요가 급증할 것으로 전망. ADAS 제품의 경우 이미 시장을 선점 중에 있으며 로컬 고객향 ADAS 턴키 솔루션 제공을 통해 현지 입지를 지속 강화할 예정. 또한 HL Klemove 인도 연구소에 현지 전문가 채용 확대 및 인력 육성을 통해 보다 민첩한 고객 대응 역량을 확보할 계획. 당사는 샷시와 에이다스 전제품 라인업을 생산할 수 있는 인도 공장을 인도 지역 내에 보유하고 있으며 향후 인도에 진출하는 완성차 업체 수가 늘어나더라도 고객 요구에 즉각적으로 대응 가능한 기반을 갖춘. 중국 역시 시장을 선도하는 고객들과의 협업을 확대해 시장 성장률을 지속 상향할 수 있는 성장 기반을 강화 중. 중국은 전기차 및 자율주행에 대한 수용성이 가장 높은 지역으로 이를 뒷받침할 첨단 샷시 제품 및 에이다스 솔루션이 필수적. 이에 따라 당사가 축적한 글로벌 글로벌 OEM들과의 풍부한 레퍼런스 및 기술 경쟁력을 통해 고도화된 제품 수요에 발빠르게 대응하면서 성장성이 높은 고객들을 선점해 시장 점유율을 확대해 나갈 예정. 당사는 각 지역에 시장 변화와 고객 요구에 대응하는 역량 확보를 통해 중장기 매출 성장의 기반을 마련

Q&A

문) 북미 선도 업체에서 보급형 전기차를 25년 하반기에서 상반기로 SOP 시점을 기존보다 앞당긴다고 발표했는데, 내년 초 양산이라 하면 지금쯤 밸류체인 부품사들에게 양산 준비에 대한 오퍼가 갔을 것으로 예상되는데 우리쪽에도 연락이 왔는지?

답) 최근 북미 선도 업체의 보급형 전기차 SOP가 기존보다 앞당겨졌는데 이에 따른 티어 1인 만도의 대응을 질문했는데, 이에 대한 아직 구체적인 대응방안이나 새로운 소식에 대해서는 들은 바 없음

문) 에이다스 강조했는데, HL Klemove의 1분기 글로벌 연결손익 또는 누적 수주금액은 어느정도인지?

답) 손익은 말씀드리기 어렵고, 누적 수주 금액은 현재까지 9.2조원 수준

문) Klemove에서 level 2 또는 2+ 로 가면서 주행 부문은 기존부터 국내 완성차 고객사도 잘 공급해왔는데, 2+부터는 파킹쪽 추가되는데 이에 대해서는 어떻게 대응되는지? Klemove쪽에서의 외형 성장 흐름에 대해서도 설명을 한다면?

답) Klemove는 기존에 이어 이제 주행 중심의 솔루션을 제공하던 업체에서 드라이빙을 포괄하는 업체로 영역 확대 중. 드라이빙에서 파킹까지 추가하면 하이퍼포먼스 컴퓨팅이 요구되는 바 HPC를 적용해서 ASP를 늘리는 방향으로 고려 중. 고속도로에서 HBP라든지 이러한 것들을 지원하기 위해서 기존 센서보다 고도화된 센서로 준비 중이고, 프런트 카메라도 거리가 늘어난 고성능 카메라를 준비 중에 있고 코노레이다의 경우 처음 HL Klemove 사업을 하고 있을 때에는 헬라 쪽에서 지원을 받던 헬라 기술을 활용한 투코 노레이다 중심의 사업을 했음. 헬라로부터 지분 인수 후 코노레이다를 독자적으로 개발. 이 부분에 있어서 가시적인 성과 나올 것. 2분기에는 해당 성과에 대해서 구체적으로 말씀드릴 수 있을 듯. 센서 개수가 늘어나면서 기존 전방 중심에서 코노레이더 같은 경우 기존 기술 대비 이제는 77기가를 적용한 신기술을 적용해 글로벌로 수주를 확대하는 모습을 보이고 있음. 이제 북미 메이저 OEM에도 수주 확대해 나가고 있고 인도에서도 시장을 선점한 상황. 인도 쪽 수주를 해나가면서 로컬 OEM과 관계 굉장히 좋음. 현지에서 레이다라든지 해당 부분은 자체적으로 로컬라이즈를 실시 함. 그래서 인도에서는 우리가 최초로 에이다스를 로컬라이즈 하는 회사임. 인도는 시장이 확대되고 있기 때문에 전망이 높다고 할 수 있고, L1에서 L2, L2+로 확대해 나가고 있고 드라이빙에서 파킹 그리고 센서를 늘리는 상황. 그리고 level 3 이상에서 대해서도 크로스 도메인 등을 준비 중. 크로스 도메인은 장기적으로 보면 HPC가 각각의 function만 기능하던 또는 별도로 기능하던 부분들이 향후가 되면 크로스 function하게 되어 도메인 간에 융합이 벌어지게 됨. 해당 부분도 준비 중에 있음. 궁극적으로는 이 부분을 해야지 나중에 센트럴라이즈드 컴퓨팅까지 갈 수 있음. 이 부분에 대해 시장을 키워나가려는 준비 중에 있음.

문) 재료비 절감 요인이 이익 개선에 많이 기여하지 않을까 하는 기대 했는데, 해당 부분에 대해 수치적으로 이야기해줄 수 있는지? 올해 연간으로는 어느정도 작용할지?

답) 절감 요인을 보면 올해 기본적으로 매출증가에 따름. 우리가 제품 포트폴리오와 다양한 고객을 바탕으로 시장 변동에 상대적으로 잘 대응한 것으로 보임. 기존 대비 매출이 늘어남에 따른 효과로 수익성이 나온 것. 다만 재료비는 기존과 유사한 수준을 보이고 있음. 지정학적 이슈로 지역별 원재료 소스로 인해 조금 불확실한 상황이나, 저희는 로컬라이제이션을 아주 견고히 했기 때문에 큰 영향은 없을 것으로 판단. 연간 원가율은 1분기와 유사한 패턴 보이지 않을까 전망.

문) 우리가 중국에서 잘 하고 있는데, 중국의 자동차 재고 수준이 높은 걸로 알고 있어서 시장이 불안해 보임. 중국시장에 대한 우리 고객사들의 반응 어떤지?

답) 다른 피어 대비 만도는 잘 대응 중. 중국에는 다양한 형태의 OEM들이 존재. 우선 글로벌 OEM들이 진출했고 기본적으로 중국 로컬사, NEV가 있음. 다행히 우리가 대응하고 있고, 수주를 추진하는 고객들의 매출 물량이 중국에서 선방하고 있음. 시장에서는 전년대비 엄청나게 높은 목표를 설정해서 달성하지 못할 것이라고 우려하고 있음. 다만 저희가 보기에는 전년대비 상당히 많이 늘어날 것으로 전망하기 때문에 만약 중국 시장이 조금 슬로우다운 하더라도 당사 매출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단

추가로 중국에 대해 언급하자면 중국은 현재 글로벌 시장과 디커플링되는 모습. 미국/유럽은 EV 대해서 슬로우다운 하지만 중국은 반대로 EV에 대해 굉장히 적극적이고 2-3년 안에 전체 승용차 물량의 50%를 전기차로 가져가려는 움직임을 보임. ADAS 역시 다른 쪽은 level3를 이루는 경향이 있는데 중국은 특히 고속도로에서의 NOA라고 하는 네비게이션 온 파일럿을 적극적으로 추진하는 곳이 매우 많음. ADAS에 대한 수용성이 매우 높고, 적용에 따라 차량에 대한 밸류 차별화가 된다고 생각. 수출쪽으로는 특히 동남아, 유럽, 중동, 아프리카 쪽으로 보고 있으며 약 500만대 정도 수출에 하고 있는 것으로 알고 있음. 우리에게 기회가 많이 있는 것으로 보임. 과거에는 값싼 로컬 서플라이어를 선호했다면 현재는 경쟁력 가진 글로벌 플레이어를 원하고, 로컬에서 서비스를 제공할 수 있는 업체를 원함. 우리는 현지에서 R&D, 세일즈 등 현지 서비스를 잘하고 있고, SCM 역시 현지 국산화율이 매우 높음. 이 측면에서 로컬 OEM들이 우리를 선호함. 중국에 전기차 플레이어들이 많이 있었는데 옥석 가리기가 시작되고 물량이 재편되면서 떨어져 나가는 업체들이 생기고 있는 것 같음. 우리는 신용평가 등 이러한 부분을 신중히 관찰하기에 신규 수주 물량이나 신규 고객 등에 있어서 신중을 가해 수주하고 있음

제품 측면에서 보면 EV 쪽으로 전환되면서 예전에는 메케니컬 제품 중심으로 수주했었으나 고객이 우리에게 제안하는 부분들은 차세대 제품 쪽으로 협업을 요청하는 경우가 많음. 우리가 하고 있는 IDB, 장기적으로는 EMB까지도 관심 갖는 업체들이 많아 다양한 업체들이 현지 우리 쪽에 협업을 요청하고 있음. 내부적으로는 중국 물량에 대해서 어느정도 리스크 요인이 있다고 생각해 시나리오 경영을 하고 있음. 물량이 계획 대비 빠지더라도 어떤 식으로 대응할지 계획하고 있고, 우리는 현재 고객 다변화가 굉장히 잘 되어 있어 한 고객이 빠지더라도 다른 고객 물량이 올라가면 전체적으로 시장 성장성 이상으로 가져갈 수 있다고 판단. 프로젝트 비중이 늘어나기에 CPB 이런 쪽에서 도움을 받을 수 있는 부분이 있고 수출 쪽이 늘어나면서 로컬 경쟁자보다 우리쪽이 선호됨. 당분간 중국 쪽에서는 28년까지 긍정적으로 바라보고 있음

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,805.3	9,372.7	9,747.6
매출원가	6,510.1	7,262.6	7,564.7	8,036.0	8,383.0
매출총이익	1,006.1	1,130.5	1,240.6	1,336.7	1,364.6
판매비	757.9	851.2	905.7	960.6	989.5
영업이익	248.1	279.3	335.0	376.1	375.2
금융손익	(28.0)	(53.8)	115.9	(22.9)	(29.8)
중속/관계기업손익	(2.2)	(3.1)	(3.0)	(2.5)	(2.0)
기타영업외손익	12.1	3.4	(6.3)	(9.5)	(8.8)
세전이익	230.0	225.7	441.6	341.2	334.6
법인세	111.7	71.1	132.5	83.3	81.6
계속사업이익	118.3	154.6	309.1	257.9	253.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	118.3	154.6	309.1	257.9	253.0
비지배주주지분 손이익	20.0	19.0	20.1	16.8	16.4
지배주주순이익	98.3	135.6	289.0	241.2	236.5
지배주주지분포괄이익	246.3	118.4	263.6	220.0	215.7
NOPAT	127.6	191.3	234.5	284.3	283.7
EBITDA	586.9	601.1	658.8	693.1	686.8
성장성(%)					
매출액증가율	22.27	11.67	4.91	6.44	4.00
NOPAT증가율	(29.85)	49.92	22.58	21.24	(0.21)
EBITDA증가율	4.97	2.42	9.60	5.21	(0.91)
영업이익증가율	6.80	12.58	19.94	12.27	(0.24)
(지배주주)순이익증가율	(41.17)	37.95	113.13	(16.54)	(1.95)
EPS증가율	(41.19)	37.94	113.20	(16.56)	(1.93)
수익성(%)					
매출총이익률	13.39	13.47	14.09	14.26	14.00
EBITDA이익률	7.81	7.16	7.48	7.39	7.05
영업이익률	3.30	3.33	3.80	4.01	3.85
계속사업이익률	1.57	1.84	3.51	2.75	2.60

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,093	2,887	6,155	5,136	5,037
BPS	45,990	47,505	53,060	57,596	62,033
CFPS	11,759	12,373	13,800	14,488	14,332
EBITDAPS	12,499	12,800	14,030	14,761	14,627
SPS	160,064	178,739	187,519	199,602	207,586
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	19.25	13.63	5.30	6.35	6.47
PBR	0.88	0.83	0.61	0.57	0.53
PCFR	3.43	3.18	2.36	2.25	2.27
EV/EBITDA	5.90	5.74	4.43	4.02	3.84
PSR	0.25	0.22	0.17	0.16	0.16
재무비율(%)					
ROE	4.78	6.18	12.24	9.28	8.42
ROA	1.70	2.24	4.51	3.61	3.38
ROIC	4.46	6.23	7.47	8.98	8.82
부채비율	157.10	166.82	148.39	140.77	133.35
순부채비율	63.99	62.60	46.61	38.20	30.43
이자보상배율(배)					
	4.29	2.92	5.18	6.23	6.21

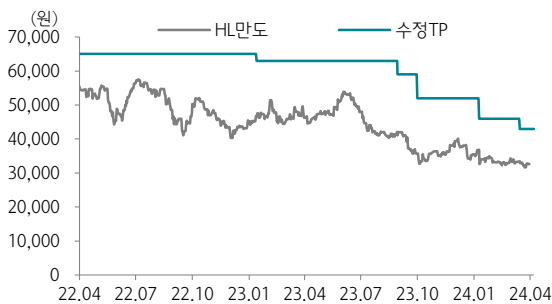
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	2,980.3	3,265.0	3,533.5	3,837.1	4,102.7	
금융자산	611.5	681.3	932.6	1,070.1	1,226.0	
현금성자산	492.1	614.9	863.4	998.0	1,150.9	
매출채권	1,495.0	1,579.1	1,612.5	1,716.5	1,785.1	
채고자산	665.2	733.9	733.9	781.2	812.5	
기타유동자산	208.6	270.7	254.5	269.3	279.1	
비유동자산	2,865.5	3,021.7	2,988.3	3,010.5	3,031.8	
투자자산	234.7	277.7	233.1	237.4	235.3	
금융자산	202.2	241.6	233.1	237.4	235.3	
유형자산	2,116.7	2,175.5	2,184.5	2,200.5	2,222.3	
무형자산	159.8	197.0	199.2	201.2	202.8	
기타비유동자산	354.3	371.5	371.5	371.4	371.4	
자산총계	5,845.8	6,286.7	6,521.8	6,847.6	7,134.5	
유동부채	2,150.8	2,635.7	2,595.8	2,695.3	2,761.4	
금융부채	757.0	1,003.9	1,003.9	1,003.9	1,003.9	
매입채무	989.0	1,162.3	1,128.4	1,201.1	1,249.2	
기타유동부채	404.8	469.5	463.5	490.3	508.3	
비유동부채	1,421.3	1,294.9	1,300.4	1,308.3	1,315.7	
금융부채	1,309.4	1,152.5	1,152.5	1,152.5	1,152.5	
기타비유동부채	111.9	142.4	147.9	155.8	163.2	
부채총계	3,572.1	3,930.5	3,896.1	4,003.6	4,077.1	
지배주주지분	2,157.4	2,230.8	2,491.6	2,704.5	2,912.9	
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	
자본잉여금	603.1	603.2	603.2	603.2	603.2	
자본조정	202.5	204.6	204.6	204.6	204.6	
기타포괄이익누계액	222.3	223.3	223.3	223.3	223.3	
이익잉여금	1,082.7	1,152.7	1,413.5	1,626.5	1,834.9	
비지배주주지분	116.3	125.4	134.1	139.5	144.5	
자본총계	2,273.7	2,356.2	2,625.7	2,844.0	3,057.4	
순금융부채	1,455.0	1,475.1	1,223.8	1,086.3	930.4	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	53.6	429.4	488.4	534.5	544.3
당기순이익	118.3	154.6	309.1	257.9	253.0
조정	408.6	343.9	163.6	304.0	306.9
감가상각비	338.8	321.8	323.8	317.0	311.6
외환거래손익	9.8	(9.9)	(16.8)	(16.8)	(7.8)
지분법손익	(5.8)	2.2	0.0	0.0	0.0
기타	65.8	29.8	(143.4)	3.8	3.1
영업활동 자산부채 변동	(473.3)	(69.1)	15.7	(27.4)	(15.6)
투자활동 현금흐름	(204.3)	(322.4)	(139.8)	(336.8)	(339.6)
투자자산감소(증가)	(10.8)	65.0	33.2	(15.7)	(9.3)
자본증가(감소)	31.0	(337.5)	(300.0)	(300.0)	(300.0)
기타	(224.5)	(49.9)	127.0	(21.1)	(30.3)
재무활동 현금흐름	(244.8)	68.7	(28.2)	(28.2)	(28.2)
금융부채증가(감소)	(99.0)	89.9	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(108.3)	2.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	(37.5)	(23.5)	(28.2)	(28.2)	(28.2)
현금의 증감	(395.5)	175.6	255.9	134.6	152.9
Unlevered CFO	552.2	581.0	648.0	680.3	673.0
Free Cash Flow	(258.7)	91.9	188.4	234.5	244.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HL만도



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.11	BUY	43,000		
24.2.5	BUY	46,000	-27.33%	-24.02%
23.10.28	BUY	52,000	-30.89%	-22.88%
23.9.26	BUY	59,000	-35.44%	-28.81%
23.2.9	BUY	63,000	-26.11%	-14.44%
22.2.10	BUY	65,000	-24.37%	-11.54%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 4월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 4월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.20%	5.36%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 04월 25일