



# HL 만도

| Bloomberg Code (204320 KS) | Reuters Code (204320.KS)

2024년 3월 21일

## [자동차부품/타이어]

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원  
☎ 02-3772-3734  
✉ minki.choi@sinhan.com

## 지나친 소외



**매수**  
(유지)



현재주가 (3월 20일)  
**32,450 원**



목표주가  
**48,000 원 (유지)**



상승여력  
**47.9%**

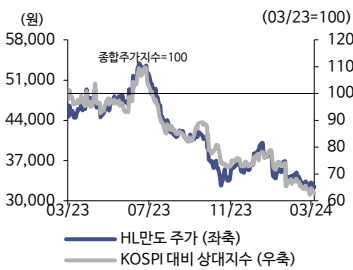
- ◆ 대형 부품사 소외받고 있으나 견조한 실적 전망
- ◆ 1) 주요 전기차 고객사의 전방위적인 가격 인상 계획
- ◆ 2) 핵심 지역으로 부상한 인도에서의 양호한 성과



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

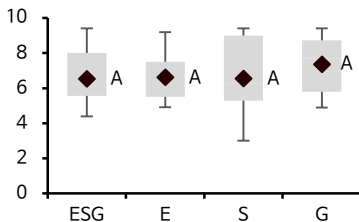
시가총액	1,523.8십억원
발행주식수	47.0백만주
유동주식수	32.2백만주(68.6%)
52 주 최고가/최저가	53,900 원/32,250 원
일평균 거래량 (60 일)	276,004 주
일평균 거래액 (60 일)	9,729 백만원
외국인 지분율	25.74%
<b>주요주주</b>	
한라홀딩스 외 3 인	30.26%
국민연금공단	7.52%
<b>절대수익률</b>	
3개월	-15.2%
6개월	-21.5%
12개월	-28.1%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	-17.6%
6개월	-25.3%
12개월	-36.4%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 대형 부품사 소외받고 있으나 견조한 실적 전망

자동차 섹터에 대한 관심이 밸류 업에 집중되면서 논 캡티브 대형 부품사들은 상대적으로 소외를 받고 있다. 업황 측면에서 보면 22~23년 완성차의 상승 사이클을 24년부터는 대형 부품사가 따라갈 것으로 기대되지만 아직은 실적 개선의 눈높이나 속도가 불투명한 탓이다. 1Q24 실적은 매출 2조원(+1% YoY, -8% QoQ), 영업이익 759억원(+8% YoY, +50% QoQ)으로 예상된다. 전분기 일회성 비용 요인들(충당금, 재고, R&D 비용)이 소멸해 3% 이상의 수익성으로 회복할 전망이다. 수익성 개선은 상반기에 완만하게 시작해 하반기에 추가적인 회복이 가능할 것으로 본다.

## 있고 있었던 성과들

시장 소외 속에서 동사의 개선 요인들도 외면받고 있다. 동사의 핵심 전기차 고객사의 경우 최근 주력 모델을 4월부터 유럽에서 2천유로, 북미에서 1천달러씩 인상할 것을 예고했다. 가장 전기차 경쟁이 치열한 중국에서도 5천위안의 가격 인상과 다양한 보조금 혜택 축소가 예상된다. 최근 북미에서 전기차 중고차 가격 하락 이후 매수세와 함께 거래량이 늘고 있는 점을 고려하면 신차/중고차 가격의 쌍끌이 하락세가 일단락되고 있다고 볼 수 있다.

자동차 산업에서 가장 중요한 지역으로 부각받고 있는 인도에서의 성과도 견조하다. 23년 전체 실적에서 인도의 비중은 매출 9%, 영업이익 25%로 추정된다. 선제적인 현지화와 ADAS 시장의 장악 등의 시너지로 고성장 시장에서 고마진을 기록하고 있다. 올해 상반기는 높은 기저효과의 영향으로 인도향 매출 성장이 정체할 수 있으나 글로벌 OEM 및 전기차 업체들의 인도향 투자 확대를 바탕으로 중장기 성장성을 확보할 것으로 기대한다.

## 목표주가 48,000원, 투자의견 매수 유지

목표주가 48,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 24F PER 10배로 ADAS 사업 확장 이후 받았던 프리미엄을 제외한 수치다. 올해는 밸류에이션 확장의 내러티브보다는 다각화된 고객군과 안정적인 제품 포트폴리오를 바탕으로 회복될 수익성이 중요하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	41,624	17.8	7.8	1.5	9.3	62.9
2022	7,516.2	248.1	98.3	2,093	45,945	19.3	5.9	0.9	4.8	64.4
2023F	8,393.1	279.3	135.7	2,889	48,975	13.6	5.4	0.8	6.1	53.3
2024F	8,745.5	356.1	227.8	4,851	53,226	6.7	3.9	0.6	9.5	41.2
2025F	9,610.9	399.2	260.2	5,542	58,168	5.9	3.6	0.6	10.0	33.5

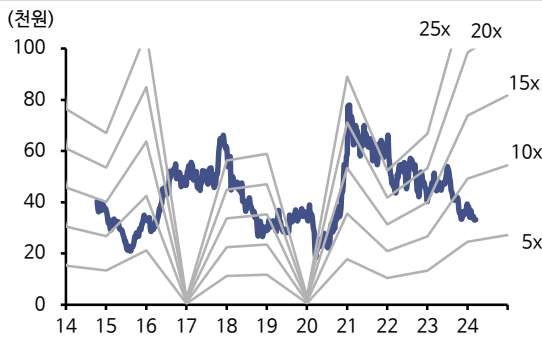
자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 Table

(원, 배)	2023	2024F	2025F	비고
EPS	2,889	4,853	5,545	
목표 PER	16.6	9.9	8.7	24FPER 10배 적용
목표주가	48,000	48,000	48,000	
현재 PER	11.2	6.7	5.9	
현재주가	32,450	32,450	32,450	
상승여력		47.9		

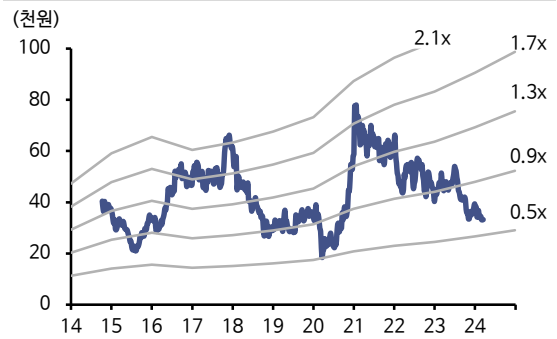
자료: 신한투자증권 추정

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q24F	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	2,012	1,997	0.7	2,190	(8.2)	2,007	2,089
영업이익	75	70	6.5	51	47.9	76	79
세전이익	70	71	(0.9)	48	45.8	72	70
순이익	48	39	21.9	36	34.4	49	48
영업이익률	3.7	3.5		2.3		3.8	3.8
순이익률	2.4	2.0		1.6		2.4	2.3

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

## 수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
매출액	8,393	8,676	9,498	8,393	8,745	9,611	0.0	0.8	1.2
영업이익	279	361	392	279	356	399	0.0	(1.3)	1.7
세전이익	232	339	375	232	334	382	0.0	(1.5)	1.7
순이익	136	231	256	136	228	260	0.0	(1.5)	1.7
영업이익률	3.3	4.2	4.1	3.3	4.1	4.2			

자료: 신한투자증권 추정

## 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,997	2,087	2,119	2,190	2,012	2,271	2,230	2,232	7,516	8,393	8,745	9,611
한국	756	765	752	783	699	754	834	744	2,791	3,057	3,032	3,347
중국	416	480	511	555	412	586	516	577	1,809	1,963	2,092	2,202
미국	372	374	367	347	378	408	342	360	1,350	1,459	1,488	1,747
인도	185	184	204	195	192	204	214	211	744	767	821	928
유럽/중남미 등	268	284	286	310	331	318	324	340	822	1,147	1,313	1,386
-ADAS	218	233	235	228	249	267	269	260	767	914	1,045	1,304
매출액 증감률	18.3	24.3	7.7	0.4	0.7	8.8	5.2	1.9	22.3	11.7	4.2	9.9
(% YoY) 한국	15.7	11.4	15.1	(1.7)	(7.5)	(1.4)	10.9	(5.0)	6.4	9.5	(0.8)	10.4
중국	(1.7)	47.1	0.6	0.8	(1.1)	22.0	1.0	3.9	16.5	8.5	6.5	5.3
미국	30.9	21.2	(1.5)	(9.9)	1.6	9.2	(6.8)	3.7	50.0	8.1	2.0	17.5
인도	14.2	3.8	0.1	(3.6)	3.6	11.4	5.2	8.3	34.5	3.0	7.1	13.0
유럽/중남미 등	62.3	57.6	23.8	26.0	23.5	12.1	13.3	9.7	58.7	39.6	14.4	5.6
-ADAS	28.3	26.2	22.6	3.3	14.3	14.3	14.3	14.3	5.2	19.2	14.3	24.7
영업이익	70	77	82	51	75	86	95	100	248	279	356	399
세전이익	71	69	44	48	70	80	88	96	230	232	334	382
순이익	39	48	13	36	48	55	60	66	98	136	228	260
영업이익률 (%)	3.5	3.7	3.8	2.3	3.7	3.8	4.2	4.5	3.3	3.3	4.1	4.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

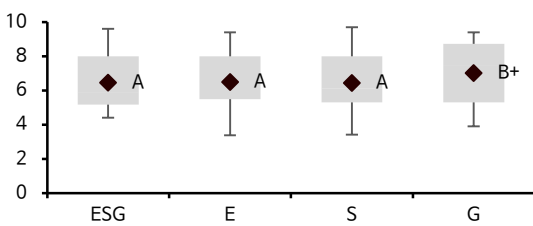
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 탄소 중립 달성 시점 2045년으로 단축, 친환경 부품 포트폴리오 다각화 진행
- ◆ 분쟁광물 위험평가 프로세스 수립해 비윤리적 분쟁광물 사용 근절, ESG 기반 공급망 관리
- ◆ 2022년 UNGC 반부패 우수기업 선정, 정도경영을 모토로 내외부 컴플라이언스 및 리스크 관리 시스템 구축

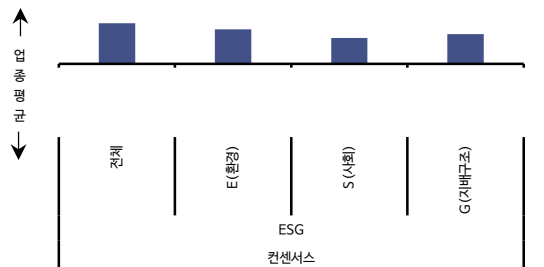
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

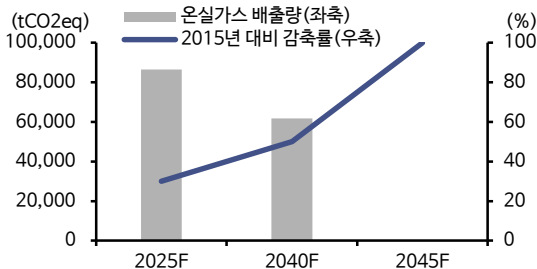
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

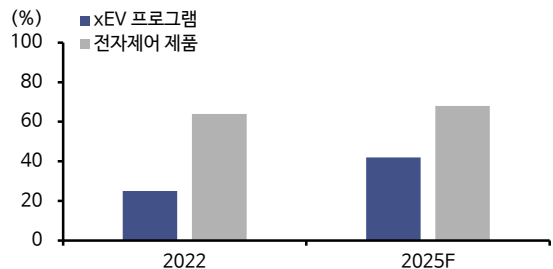
### Key Chart

#### HL만도의 온실가스 감축 로드맵



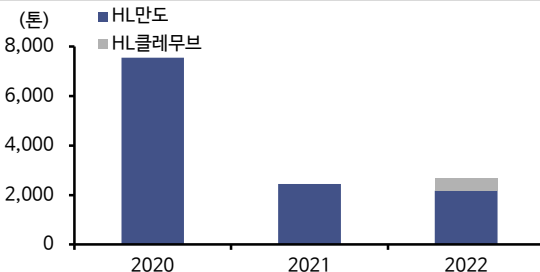
자료: HL만도, 신한투자증권

#### HL만도의 친환경 제품 매출 비중



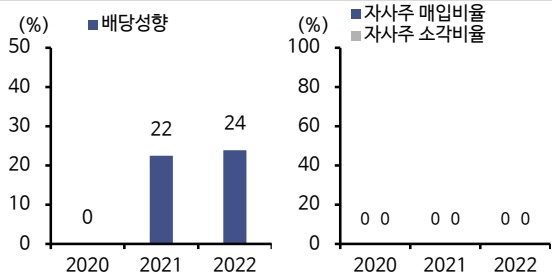
자료: HL만도, 신한투자증권

#### HL만도 및 HL클레무브의 폐기물 배출량 추이



자료: HL만도, 신한투자증권

#### HL만도 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>5,704.4</b>	<b>5,845.8</b>	<b>6,132.2</b>	<b>6,393.5</b>	<b>6,863.0</b>
유동자산	2,944.3	2,980.3	3,286.2	3,529.4	3,959.5
현금및현금성자산	852.3	492.1	849.5	1,046.3	1,155.9
매출채권	1,359.7	1,495.0	1,501.5	1,530.3	1,728.9
재고자산	544.1	665.2	668.1	680.9	769.3
비유동자산	2,760.1	2,865.5	2,846.1	2,864.1	2,903.5
유형자산	2,193.0	2,116.7	2,168.4	2,215.6	2,273.1
무형자산	113.9	159.8	187.2	157.0	131.7
투자자산	221.6	234.7	132.4	133.4	140.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>3,660.1</b>	<b>3,572.1</b>	<b>3,704.0</b>	<b>3,733.0</b>	<b>3,932.9</b>
유동부채	2,129.6	2,150.8	2,478.9	2,505.7	2,690.8
단기차입금	127.2	169.4	208.5	208.5	208.5
매출채무	969.0	989.0	993.3	1,012.3	1,143.6
유동성장기부채	597.7	587.6	870.6	870.6	870.6
비유동부채	1,530.5	1,421.3	1,225.1	1,227.2	1,242.1
사채	828.0	688.9	438.8	438.8	438.8
장기차입금(경기금융부채 포함)	612.6	620.6	674.0	674.0	674.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>2,044.3</b>	<b>2,273.7</b>	<b>2,428.2</b>	<b>2,660.6</b>	<b>2,930.0</b>
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.1	603.2	603.2	603.2
기타자본	3.1	3.1	5.2	5.2	5.2
기타포괄이익누계액	186.6	222.3	283.1	283.1	283.1
이익잉여금	915.5	1,082.7	1,161.9	1,361.5	1,593.6
<b>지배주주지분</b>	<b>1,954.6</b>	<b>2,157.4</b>	<b>2,299.7</b>	<b>2,499.4</b>	<b>2,731.4</b>
비지배주주지분	89.7	116.3	128.5	161.2	198.6
*총차입금	2,165.5	2,066.5	2,191.8	2,191.8	2,191.8
*순차입금(순현금)	1,285.9	1,464.0	1,293.8	1,096.3	982.1

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>412.7</b>	<b>(13.3)</b>	<b>447.7</b>	<b>141.1</b>	<b>82.0</b>
당기순이익	178.6	118.3	154.7	260.5	297.6
유형자산상각비	280.3	304.4	299.8	328.9	336.5
무형자산상각비	46.5	34.4	32.0	30.2	25.3
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	(15.7)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(2.1)	(103.6)	(1.2)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(10.2)	(5.8)	(0.5)	0.0	0.0
운전자본변동	(140.1)	(540.2)	(88.0)	(478.4)	(577.5)
(법인세납부)	(59.9)	(100.2)	(80.0)	(73.5)	(83.9)
기타	119.6	279.4	146.6	73.4	84.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(376.6)</b>	<b>(137.4)</b>	<b>(251.5)</b>	<b>(377.8)</b>	<b>(405.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(207.3)	(312.3)	(298.6)	(376.1)	(394.0)
유형자산의감소	38.7	343.3	4.6	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(33.5)	(58.7)	(56.9)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	30.2	21.6	136.1	(1.0)	(7.1)
기타	(204.7)	(131.3)	(36.7)	(0.7)	(4.8)
<b>FCF</b>	<b>26.2</b>	<b>(157.1)</b>	<b>214.9</b>	<b>241.2</b>	<b>144.5</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>229.0</b>	<b>(244.8)</b>	<b>32.0</b>	<b>(28.2)</b>	<b>(28.2)</b>
차입금의 증가(감소)	253.1	(242.6)	97.9	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.7)	(47.7)	(40.4)	(28.2)	(28.2)
기타	(15.4)	45.5	(25.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	115.4	461.6	461.6
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	25.8	35.3	13.9	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>290.8</b>	<b>(360.2)</b>	<b>357.5</b>	<b>196.8</b>	<b>109.5</b>
기초현금	561.4	852.3	492.1	849.5	1,046.3
기말현금	852.3	492.1	849.5	1,046.3	1,155.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>6,147.4</b>	<b>7,516.2</b>	<b>8,393.1</b>	<b>8,745.5</b>	<b>9,610.9</b>
증감률 (%)	10.5	22.3	11.7	4.2	9.9
<b>매출원가</b>	<b>5,246.1</b>	<b>6,510.1</b>	<b>7,269.1</b>	<b>7,507.8</b>	<b>8,242.2</b>
<b>매출총이익</b>	<b>901.3</b>	<b>1,006.0</b>	<b>1,124.0</b>	<b>1,237.7</b>	<b>1,368.7</b>
매출총이익률 (%)	14.7	13.4	13.4	14.2	14.2
<b>판매관리비</b>	<b>669.0</b>	<b>757.9</b>	<b>844.7</b>	<b>881.6</b>	<b>969.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>232.3</b>	<b>248.1</b>	<b>279.3</b>	<b>356.1</b>	<b>399.2</b>
증감률 (%)	161.9	6.8	12.6	27.5	12.1
영업이익률 (%)	3.8	3.3	3.3	4.1	4.2
영업외손익	(4.2)	(18.1)	(47.2)	(22.2)	(17.6)
금융손익	(36.3)	(28.0)	(41.9)	(27.6)	(23.2)
기타영업외손익	21.9	12.1	(10.6)	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	10.2	(2.2)	5.3	5.4	5.6
<b>세전계속사업이익</b>	<b>228.1</b>	<b>230.0</b>	<b>232.1</b>	<b>334.0</b>	<b>381.6</b>
법인세비용	49.5	111.7	77.4	73.5	83.9
계속사업이익	178.6	118.3	154.7	260.5	297.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>178.6</b>	<b>118.3</b>	<b>154.7</b>	<b>260.5</b>	<b>297.6</b>
증감률 (%)	1,188.6	(33.8)	30.8	68.4	14.3
순이익률 (%)	2.9	1.6	1.8	3.0	3.1
(지배주주)당기순이익	167.1	98.3	135.7	227.8	260.2
(비지배주주)당기순이익	11.5	20.0	19.0	32.7	37.4
종포괄이익	337.2	262.2	219.5	260.5	297.6
(지배주주)종포괄이익	318.3	246.3	194.8	219.9	251.3
(비지배주주)종포괄이익	18.9	15.8	24.8	40.6	46.3
<b>EBITDA</b>	<b>559.1</b>	<b>586.9</b>	<b>611.1</b>	<b>715.2</b>	<b>761.0</b>
증감률 (%)	41.7	5.0	4.1	17.0	6.4
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.8	7.3	8.2	7.9

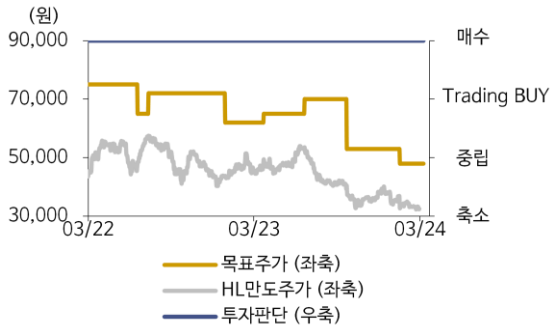
## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	3,804	2,519	3,294	5,548	6,338
EPS (지배순이익, 원)	3,559	2,093	2,889	4,851	5,542
BPS (자본총계, 원)	43,535	48,422	51,712	56,660	62,398
BPS (지배지분, 원)	41,624	45,945	48,975	53,226	58,168
DPS (원)	800	500	600	600	600
PER (당기순이익, 배)	16.7	16.0	11.9	5.8	5.1
PER (지배순이익, 배)	17.8	19.3	13.6	6.7	5.9
PBR (자본총계, 배)	1.5	0.8	0.8	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	1.5	0.9	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	7.8	5.9	5.4	3.9	3.6
배당성향 (%)	22.5	23.9	20.8	12.4	10.8
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.5	1.8	1.8
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.8	7.3	8.2	7.9
영업이익률 (%)	3.8	3.3	3.3	4.1	4.2
순이익률 (%)	2.9	1.6	1.8	3.0	3.1
ROA (%)	3.4	2.0	2.6	4.2	4.5
ROE (지배순이익, %)	9.3	4.8	6.1	9.5	10.0
ROIC (%)	5.8	5.7	5.3	8.2	9.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	179.0	157.1	152.5	140.3	134.2
순차입금비율 (%)	62.9	64.4	53.3	41.2	33.5
현금비율 (%)	40.0	22.9	34.3	41.8	43.0
이자보상배율 (배)	4.6	4.3	19.0	6.1	6.8
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	10.9	8.8	8.3	8.5	8.7
재고자산회수기간 (일)	25.7	29.4	29.0	28.2	27.5
매출채권회수기간 (일)	80.0	69.3	65.2	63.3	61.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### HL만도(204320)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 10일	매수	75,000	(33.6)	(25.6)
2022년 07월 08일	매수	65,000	(17.3)	(12.0)
2022년 08월 01일	매수	72,000	(32.6)	(20.3)
2023년 01월 17일	매수	62,000	(25.5)	(17.1)
2023년 04월 12일	매수	65,000	(25.4)	(17.1)
2023년 07월 11일	매수	70,000	(37.6)	(25.4)
2023년 10월 12일	매수	53,000	(32.1)	(24.3)
2024년 02월 06일	매수	48,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 19일 기준)

매수 (매수)	92.27%	Trading BUY (중립)	6.01%	중립 (중립)	1.72%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------