기업브리프

키움증권

Earnings Update

2023.02.10

HL만도 (204320)

이미 낮아져 있던 수익성 눈높이를 하회

BUY(Maintain)

목표주가: 65,000원

주가(02/09): 46,400원

시가총액: 21,788억원

자동차/부품 Analyst 신윤철

yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(02/09)		2,481.52pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,500원	40,300원
등락률	-19.3%	15.1%
수익률	절대	상대
1M	6.3%	0.7%
6M	-17.3%	-16.6%
1Y	-2.8%	7.4%

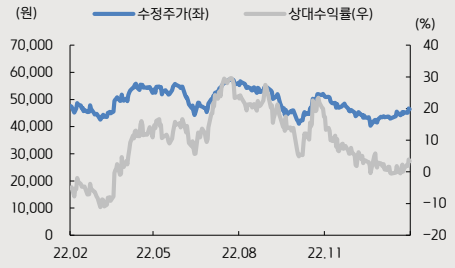
Company Data

발행주식수		46,957 천주
일평균 거래량(3M)		215천주
외국인 지분율		23.3%
배당수익률(2022E)		1.2%
BPS(2022E)		46,066원
주요 주주	한라홀딩스 외 4 인	30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022P	2023F
매출액	5,563.5	6,147.4	7,514.7	8,451.4
영업이익	88.7	232.3	247.9	357.0
EBITDA	394.5	559.1	598.0	739.5
세전이익	5.2	228.1	229.0	282.7
순이익	13.9	178.6	117.7	213.2
지배주주지분순이익	5.8	167.1	97.7	198.0
EPS(원)	123	3,559	2,080	4,217
증감률(%,YoY)	-94.8	2,787.0	-41.6	102.8
PER(배)	476.9	17.8	19.4	11.0
PBR(배)	1.69	1.52	0.87	0.91
EV/EBITDA(배)	10.0	7.8	6.1	5.1
영업이익률(%)	1.6	3.8	3.3	4.2
ROE(%)	0.4	9.3	4.7	8.7
순차입금비율(%)	65.7	62.9	71.3	57.3

Price Trend



HL만도는 4Q22에 역대 최대 분기 매출액을 기록했으나 영업이익은 미주에서의 재고자산평가손실 인식 등 선제적 비용 반영으로 시장 기대치를 크게 하회했다. 2022년 연간 북미 BEV 선도 고객사의 연결 매출 기여도는 약 15% 수준으로 마무리 되었으며 미국, 중국에서의 외형 성장성이 돋보였다. 2027년까지의 매출액 CAGR +10.7%, Non-HKMC 판매 비중 63%까지 확대로 중장기 사업계획이 상향 조정되어 제시되었다.

>>> 4Q22 Review: 2023년 준비를 위한 선제적 비용 반영

동사의 4Q22 실적은 매출액 2.18조 원(+26.5% YoY, +10.7% QoQ), 영업이익 566억 원(+84.8% YoY, -26.1% QoQ)을 기록하며 당사 추정치(매출액 2.11조 원, 영업이익 779억 원) 및 시장 기대치(매출액 2.08조 원, 영업이익 863억 원)를 하회했다. 재고자산평가손실, R&D 비용 증가, CES 2023 참가 및 사명 리브랜딩 비용 등이 일제히 반영되며 수익성이 악화되었다.

연결 기준 권역별 전년 동기 대비 매출액 성장률은 국내 +13.7% / 북미 +59.9% / 중국 +5.0% / 기타 +77.8%를 기록했다. 특히 북미 BEV 선도 고객사의 4Q22 매출 기여도는 글로벌 15% / 중국 31% / 북미 31%였으며, 해당 고객사의 독일공장 납품으로 유럽 매출성장률은 +130% YoY를 기록했다.

>>> 2023년 연간 가이던스: 내수 턴어라운드가 필요할 것

현재 동사의 2023년 실적 컨센서스는 매출액 8.2조 원, 영업이익 3,560억 원에 형성되어 있다. 이는 동사가 제시한 2023년 연간 가이던스(매출액 8.5조 원, 영업이익 3,570억 원) 대비 수익성 측면에서 기대치가 더 높았음을 의미한다. 특히 북미 BEV 선도 고객사의 증산이 기대되는 중국 등 해외 시장에서는 올해 추가적인 CapEx 집행이 필요하기 때문에 동사는 2022년 연간 적자를 기록한 내수 시장을 중심으로 원재료비 협상 및 고정비 절감 노력을 통해 수익성 턴어라운드를 도모할 것으로 전망한다. 배당성향은 2022년과 마찬가지로 20~25% 수준을 유지하게 될 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원 유지

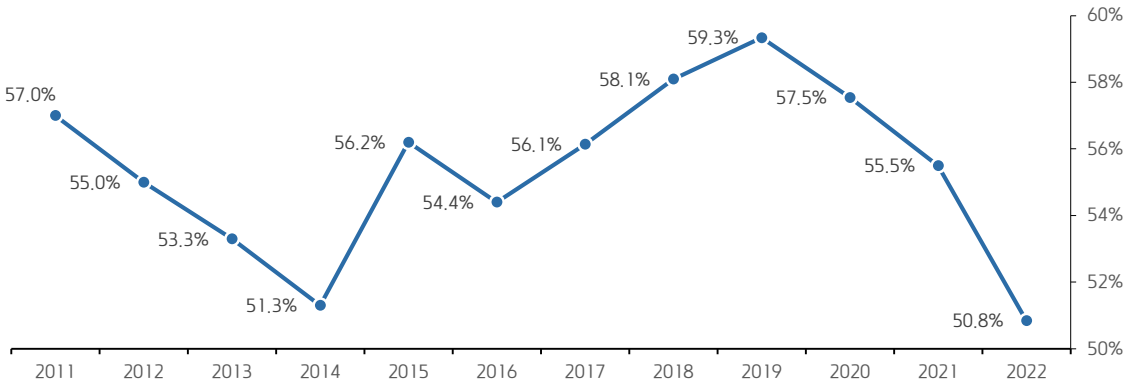
동사에 대한 BUY 투자의견 및 목표주가 65,000원을 유지한다. 보수적인 2023년 연간 가이던스를 고려하여 12M Fwd EPS 추정치는 기존 대비 11.5% 하향 조정했다. 그러나 최근 글로벌 Peer 업체들의 밸류에이션 확장을 반영하여 Target Multiple은 15.0x로 상향 조정했다. 2022년 말에는 영업외 단에서도 폴란드 법인 유형자산손상차손 300억 원, TuSimple 주가 하락으로 인한 단기금융자산평가손실 -294억 원 등 각종 비용 인식으로 인해 EPS가 훼손된 바 있다. 또한 최근 북미 BEV 선도 고객사 차량 판가의 높은 변동성으로 동사의 2023년 수익성 가시성이 일부 흐려지기도 했다. 그러나 이에 대한 우려는 이미 주가에 반영된 것으로 당사는 판단하여 차선호주 의견을 유지한다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	15,015	14,875	14,360	17,224	16,878	16,790	19,684	21,794	61,474	75,147	84,514
YoY(%)	*14.6*	*46.8*	*-4.4*	*-0.9*	*12.4*	*12.9*	*37.1*	*26.5*	*10.5*	*22.2*	*12.5*
QoQ(%)	*-13.6*	*-0.9*	*-3.5*	*19.9*	*-2.0*	*-0.5*	*17.2*	*10.7*			
매출원가	12,829	12,540	12,243	14,849	14,469	14,628	17,035	18,993	52,461	65,125	72,315
%	*85.4*	*84.3*	*85.3*	*86.2*	*85.7*	*87.1*	*86.5*	*87.1*	*85.3*	*86.7*	*85.6*
판매비 및 관리비	1,467	1,568	1,586	2,068	1,720	1,705	1,833	2,235	6,690	7,543	8,628
%	*9.8*	*10.5*	*11.0*	*12.0*	*10.2*	*10.2*	*9.6*	*10.3*	*10.9*	*10.0*	*10.2*
영업이익	718	767	532	306	689	457	766	556	2,323	2,497	3,570
%	*4.8*	*5.2*	*3.7*	*1.8*	*4.1*	*2.7*	*3.9*	*2.6*	*3.8*	*3.3*	*4.2*
YoY(%)	*288.0*	*흑전*	*-19.0*	*-61.9*	*-4.0*	*-40.4*	*44.0*	*84.8*	*161.9*	*6.7*	*44.0*
QoQ(%)	*-10.7*	*6.8*	*-30.7*	*-42.4*	*125.1*	*-33.7*	*67.7*	*-26.1*			
세전이익	681	1,022	318	261	527	689	1,799	-724	2,281	2,290	2,827
%	*4.5*	*6.9*	*2.2*	*1.5*	*3.1*	*4.1*	*3.9*	*-3.3*	*3.7*	*3.0*	*3.3*
지배주주순이익	491	783	227	171	298	359	1,291	-971	1,671	977	1,980
%	*3.3*	*5.3*	*1.6*	*1.0*	*1.8*	*2.1*	*2.6*	*-4.5*	*2.7*	*1.3*	*2.3*

자료: HL만도, 키움증권 리서치

2022년 현대차그룹 매출 의존도: 50.8%로 역사적 최저 수준 기록



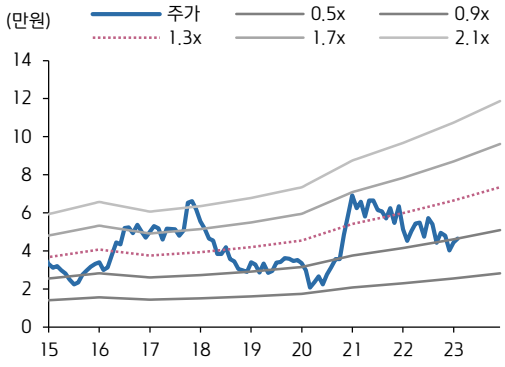
자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	4,299	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	15.0	HL 만도 Peer Group 12M Fwd P/E 중상단
적정주가(원)	64,487	
목표주가(원)	65,000	
전일종가(원)	46,400	
Upside	40.1%	

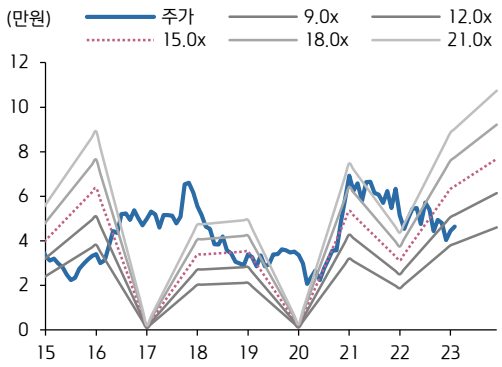
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Chart



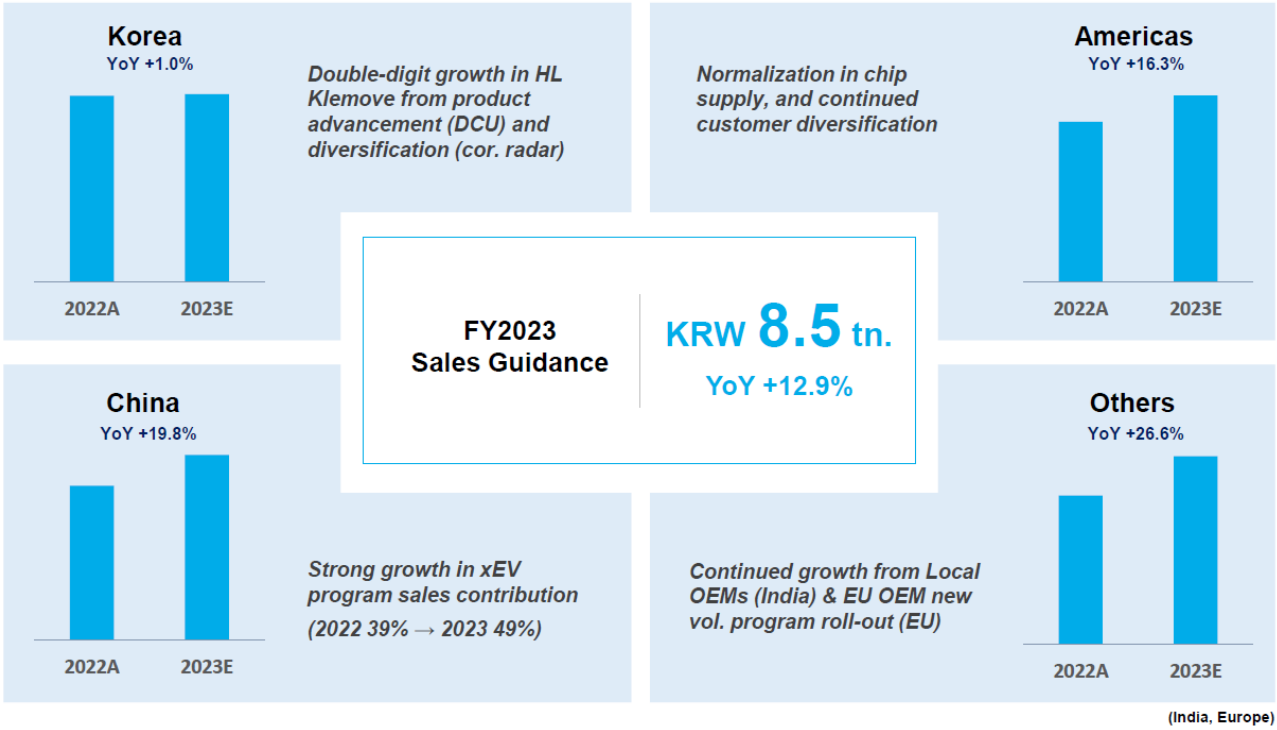
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Chart



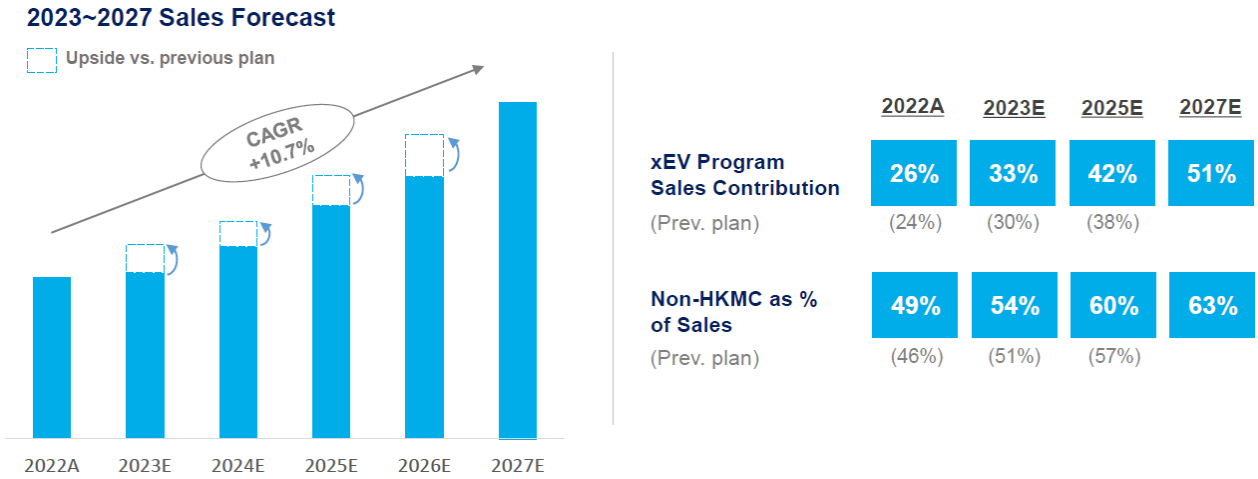
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

HL만도 2023년 지역별 및 연결 매출액 가이던스



자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 중장기 실적 가이던스 상향 조정



	2022A	2023E	2025E	2027E
xEV Program Sales Contribution	26%	33%	42%	51%
(Prev. plan)	(24%)	(30%)	(38%)	
Non-HKMC as % of Sales	49%	54%	60%	63%
(Prev. plan)	(46%)	(51%)	(57%)	

자료: HL만도, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
매출액	5,563.5	6,147.4	7,514.7	8,451.4	9,330.9
매출원가	4,893.8	5,246.1	6,512.5	7,231.5	7,944.3
매출총이익	669.7	901.3	1,002.2	1,219.8	1,386.5
판관비	581.0	669.0	754.3	862.8	955.7
영업이익	88.7	232.3	247.9	357.0	430.9
EBITDA	394.5	559.1	598.0	739.5	824.9
영업외손익	-83.5	-4.2	-18.8	-74.3	-82.3
이자수익	7.0	8.1	6.8	9.2	7.0
이자비용	45.0	50.8	57.8	59.7	47.9
외환관련이익	44.4	52.3	68.0	58.0	40.0
외환관련손실	63.8	35.4	45.0	50.0	30.0
종속 및 관계기업손익	3.3	10.2	-3.3	10.2	10.6
기타	-29.4	11.4	12.5	-42.0	-62.0
법인세차감전이익	5.2	228.1	229.0	282.7	348.6
법인세비용	-8.7	49.5	111.4	69.5	85.8
계속사업순손익	13.9	178.6	117.7	213.2	262.9
당기순이익	13.9	178.6	117.7	213.2	262.9
지배주주순이익	5.8	167.1	97.7	198.0	244.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.0	10.5	22.2	12.5	10.4
영업이익 증감율	-59.4	161.9	6.7	44.0	20.7
EBITDA 증감율	-24.0	41.7	7.0	23.7	11.5
지배주주순이익 증감율	-94.8	2,781.0	-41.5	102.7	23.3
EPS 증감율	-94.8	2,787.0	-41.6	102.8	23.3
매출총이익율(%)	12.0	14.7	13.3	14.4	14.9
영업이익률(%)	1.6	3.8	3.3	4.2	4.6
EBITDA Margin(%)	7.1	9.1	8.0	8.8	8.8
지배주주순이익률(%)	0.1	2.7	1.3	2.3	2.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
유동자산	2,407.0	2,944.3	2,917.1	3,120.2	3,455.3
현금 및 현금성자산	561.4	852.3	492.4	584.2	673.1
단기금융자산	27.1	27.2	27.2	27.3	27.4
매출채권 및 기타채권	1,364.7	1,412.1	1,525.5	1,715.6	1,894.2
재고자산	322.6	544.1	676.3	591.6	653.2
기타유동자산	131.2	108.6	195.7	201.5	207.4
비유동자산	2,531.3	2,760.1	2,931.1	3,035.6	3,060.7
투자자산	157.9	221.6	299.2	342.6	301.4
유형자산	2,039.4	2,193.0	2,287.0	2,298.0	2,342.1
무형자산	125.2	113.9	177.3	202.0	207.1
기타비유동자산	208.8	231.6	167.6	193.0	210.1
자산총계	4,938.3	5,704.4	5,848.2	6,155.8	6,516.0
유동부채	2,031.6	2,129.6	2,012.6	2,079.1	2,144.9
매입채무 및 기타채무	1,328.0	1,281.7	1,228.8	1,363.7	1,493.4
단기금융부채	618.7	724.8	660.7	592.3	528.4
기타유동부채	84.9	123.1	123.1	123.1	123.1
비유동부채	1,197.2	1,530.5	1,562.8	1,549.9	1,549.9
장기금융부채	1,092.2	1,440.6	1,480.6	1,467.7	1,467.7
기타비유동부채	105.0	89.9	82.2	82.2	82.2
부채총계	3,228.8	3,660.1	3,575.3	3,628.9	3,694.8
지배지분	1,637.5	1,954.5	2,163.1	2,402.0	2,677.7
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	603.1	603.1	603.1	603.1
기타자본	0.0	3.1	3.1	3.1	3.1
기타포괄손익누계액	67.1	186.6	320.9	399.3	477.7
이익잉여금	722.3	915.5	989.7	1,150.2	1,347.5
비지배지분	72.1	89.7	109.7	124.8	143.5
자본총계	1,709.6	2,044.3	2,272.8	2,526.9	2,821.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	430.0	412.7	376.0	879.0	804.4
당기순이익	0.0	0.0	117.7	213.2	262.9
비현금항목의 가감	442.1	417.2	562.3	538.8	556.5
유형자산감가상각비	253.6	280.3	309.6	327.1	329.2
무형자산감가상각비	52.2	46.5	40.6	55.3	64.8
지분법평가손익	-3.3	-10.2	3.3	-10.2	-10.6
기타	139.6	100.6	208.8	166.6	173.1
영업활동자산부채증감	52.4	-140.1	-379.1	9.5	-125.8
매출채권및기타채권의감소	-9.5	19.6	-113.4	-190.2	-178.5
재고자산의감소	14.2	-158.5	-132.2	84.7	-61.6
매입채무및기타채무의증가	104.3	-61.9	-52.9	134.9	129.7
기타	-56.6	60.7	-80.6	-19.9	-15.4
기타현금흐름	-64.5	135.6	75.1	117.5	110.8
투자활동 현금흐름	-144.4	-376.6	-606.4	-572.2	-512.4
유형자산의 취득	-177.6	-207.3	-300.6	-338.1	-373.2
유형자산의 처분	21.1	38.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-19.9	-33.5	-104.0	-80.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-12.0	-53.6	-80.8	-33.2	51.8
단기금융자산의감소(증가)	18.8	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	25.2	-120.8	-120.9	-120.8	-120.9
재무활동 현금흐름	71.4	229.0	-77.1	-120.2	-116.8
차입금의 증가(감소)	126.9	253.1	-24.2	-81.3	-63.9
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	-41.3	-8.7	-37.5	-23.5	-37.5
기타	-14.2	-15.4	-15.4	-15.4	-15.4
기타현금흐름	-0.9	25.8	-52.3	-94.8	-86.3
현금 및 현금성자산의 순증가	356.1	290.8	-359.8	91.8	88.9
기초현금 및 현금성자산	205.3	561.4	852.3	492.4	584.2
기말현금 및 현금성자산	561.4	852.3	492.4	584.2	673.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	123	3,559	2,080	4,217	5,200
BPS	34,872	41,624	46,066	51,153	57,024
CFPS	9,710	12,689	14,480	16,014	17,449
DPS	0	800	500	800	1,000
주가배수(배)					
PER	476.9	17.8	19.4	11.0	8.9
PER(최고)	511.0	25.0	32.5		
PER(최저)	131.4	14.8	19.3		
PBR	1.69	1.52	0.87	0.91	0.81
PBR(최고)	1.81	2.14	1.47		
PBR(최저)	0.46	1.26	0.87		
PSR	0.50	0.48	0.25	0.26	0.23
PCFR	6.1	5.0	2.8	2.9	2.7
EV/EBITDA	10.0	7.8	6.1	5.1	4.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	21.0	19.9	17.6	17.8
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	1.3	1.2	1.7	2.2
ROA	0.3	3.4	2.0	3.6	4.1
ROE	0.4	9.3	4.7	8.7	9.6
ROIC	4.0	5.7	4.7	6.8	8.4
매출채권회전율	4.0	4.4	5.1	5.2	5.2
재고자산회전율	16.9	14.2	12.3	13.3	15.0
부채비율	188.9	179.0	157.3	143.6	131.0
순차입금비율	65.7	62.9	71.3	57.3	45.9
이자보상배율	2.0	4.6	4.3	6.0	9.0
총차입금	1,710.9	2,165.5	2,141.3	2,060.0	1,996.1
순차입금	1,122.4	1,286.0	1,621.6	1,448.5	1,295.7
NOPLAT	394.5	559.1	598.0	739.5	824.9
FCF	289.4	147.1	-278.7	217.6	132.8

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 02월 09일 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

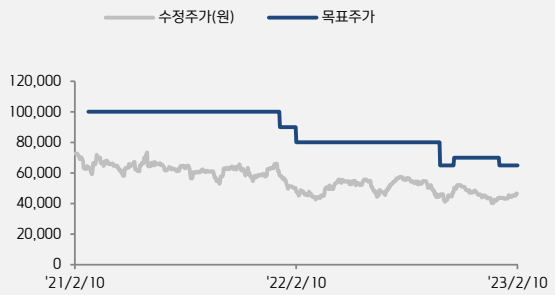
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
HL만도 (204320)	2021-03-04	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-33.92	-28.10
	2021-04-05	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.12	-28.10
	2021-05-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.96	-26.60
	2021-06-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.98	-26.60
	2021-06-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.33	-26.60
	2021-08-02	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.85	-26.60
	2021-09-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-41.25	-36.90
	2021-10-15	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.75	-35.70
	2021-11-01	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.17	-34.30
	2021-11-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.50	-34.30
	2021-12-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.37	-33.90
	2022-01-14	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-40.93	-35.33
	2022-02-10	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-41.50	-35.25
	2022-04-14	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-39.39	-30.25
	2022-05-02	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-36.66	-28.13
담당자 변경	2022-10-05	Buy(Reinitiate)	65,000원	6개월	-31.47	-26.69
	2022-10-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-33.39	-25.57
	2023-01-11	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-32.60	-30.00
	2023-02-10	Buy(Maintain)	65,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

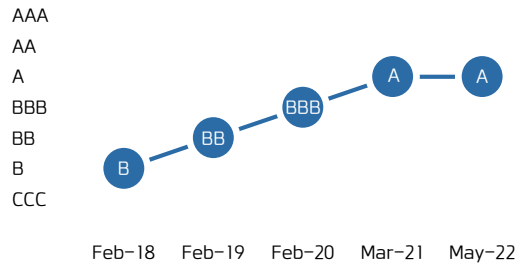
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

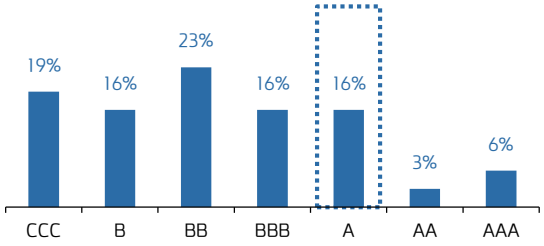
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

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	5.3	4.4		
ENVIRONMENT	5.7	4.7	18.0%	
친환경 기술	5.7	4.5	18.0%	
SOCIAL	5.7	4.1	41.0%	▼0.8
제품의 안정성 및 품질	5.8	4.5	23.0%	▼1.4
노무 관리	5.5	3.5	18.0%	
GOVERNANCE	4.8	4.6	41.0%	▲1.9
기업 지배구조	5.8	5.6		▲2.2
기업 활동	5.2	4.8		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 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
LEAR CORPORATION	● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	A	▲
Mando Corporation	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ●	A	◀▶
Continental Aktiengesellschaft	● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	●	BBB	◀▶
BORGWARNER INC.	● ● ● ●	● ● ●	●	● ● ●	● ● ● ●	BBB	▼
Sumitomo Electric Industries, Ltd.	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	BB	◀▶
AISIN CORPORATION	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ● ●	BB	▲

4분위 등급: 최저● 최고● ● ● ●
등급 추이: 유지◀▶ 상향▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향▼ 2등급 이상 하향▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치