



BUY(Maintain)

목표주가: 57,000원(하향)

주가(04/03): 46,200원

시가총액: 21,694억원



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

Stock Data

KOSPI(04/03)		2,472.34pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,500원	40,300원
등락률	-19.7%	14.6%
수익률	절대	상대
1M	-10.1%	-11.6%
6M	4.2%	-9.2%
1Y	-13.3%	-5.5%

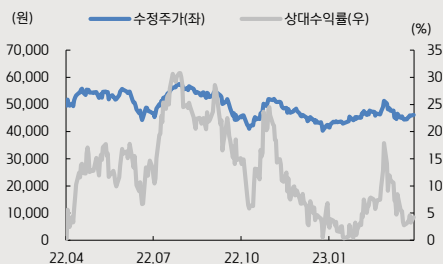
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	262천주
외국인 지분율	22.4%
배당수익률(2023E)	1.7%
BPS(2023E)	51,203원
주요 주주	한라홀딩스 외 4 인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,147.4	7,516.2	8,515.1	9,393.7
영업이익	232.3	248.1	342.0	433.9
EBITDA	559.1	586.9	678.3	790.8
세전이익	228.1	230.0	267.1	349.7
순이익	178.6	118.3	201.4	263.7
지배주주지분순이익	167.1	98.3	187.1	244.9
EPS(원)	3,559	2,093	3,984	5,216
증감률(%, YoY)	2,787.0	-41.2	90.3	30.9
PER(배)	17.8	19.3	11.5	8.8
PBR(배)	1.52	0.88	0.90	0.80
EV/EBITDA(배)	7.8	5.9	5.4	4.5
영업이익률(%)	3.8	3.3	4.0	4.6
ROE(%)	9.3	4.8	8.2	9.6
순차입금비율(%)	62.9	64.4	54.4	43.8

Price Trend



Earnings Update

HL만도 (204320)

비용구조 개선에 대한 가시성 확보 필요



HL만도는 주요 고객사 증산에 따른 양호한 매출액 성장세를 보일 것이나, 직전 분기에 이어 영업이익률은 시장 기대치를 하회할 전망이다. 외형 성장이 수익성 개선으로 이어지지 못하는 흐름이 최근 지속되고 있으며, 이를 보완하기 위해서는 기존에 비용 전가율이 낮았던 해외 고객사에 대한 추가 협상이 필요할 것으로 판단한다. 또한 동사의 L3 ADAS DCU 최초 탑재가 기대됐던 23년형 G90의 스펙 변경도 다소 아쉬운 대목이다.

>>> 1Q23 Preview: 지속되는 내수 수익성 부진이 아쉽다

동사의 1Q23 실적은 매출액 1.91조 원(+12.9% YoY, -12.6% QoQ), 영업이익 672억 원(-2.5% YoY, +18.2% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 1.94조 원, 영업이익 752억 원)를 하회할 전망이다. 현대차그룹 및 북미 BEV 선도 고객사의 양호한 생산실적에도 불구하고 비철금속류 원재료비 및 협력사 인플레이션 비용 보전에 따른 내수시장 원가 부담이 예상보다 완화되지 못할 것으로 판단하며, 이러한 흐름은 1H23까지 지속될 가능성이 높을 전망이다.

기존에 2023년 가이드선으로 제시되었던 연 매출 8.5조 원, 현대차그룹향 매출 의존도 46% 달성에는 크게 무리가 따르지 않을 것으로 판단한다. 다만 이와 더불어 비용구조 개선에 대한 가시성까지 연내 확보될 수 있기를 기대한다.

>>> 멕시코 사업 확대될 경우 Q↑, P↓로 접근해야

최근 주요 고객사가 멕시코 신규 공장 건설을 공식화하면서, 이미 멕시코에 공장을 보유하고 있는 동사의 사업 확대 가능성에 대한 관심이 높아진 상황이다. 신규 공장에 양산 배정될 차량에 대한 부품사 비딩이 진행된 바는 아직 없는 것으로 파악되지만 당사는 향후 멕시코 신규 수주를 통한 동사의 사업 확대 가능성이 높다고 판단한다. 다만 온전히 Q에 방점을 둘 필요가 있다.

기존 대비 큰 폭의 원가절감을 목표하고 있는 차세대 플랫폼 기반의 신차가 멕시코 공장에서 주력으로 생산될 경우, R-EPS 등 고가 전장부품이 채택될 가능성이 낮아지기 때문이다. 또한 동사의 멕시코 공장은 서스펜션을 주력 생산하고 있기에, 이외 제품군 대응에는 추가 투자가 필요할 것으로 보인다.

>>> 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 57,000원으로 하향

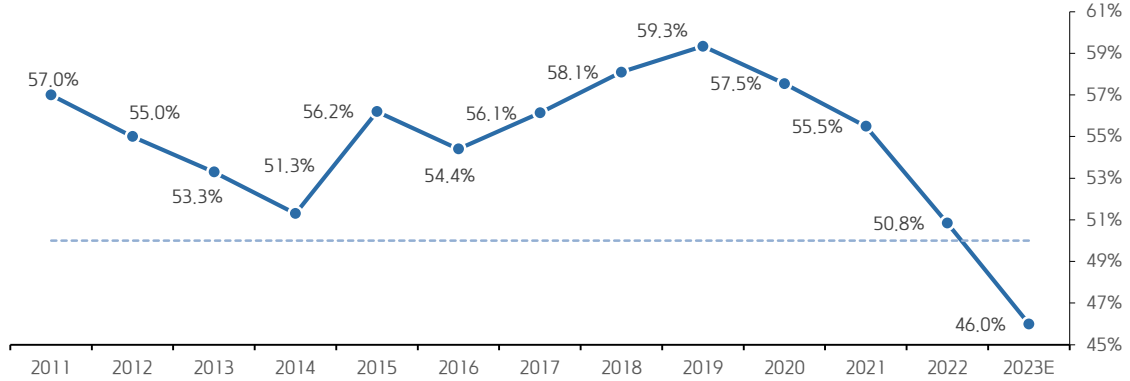
동사에 대한 BUY 투자 의견을 유지하며 목표주가는 57,000원으로 하향한다. 1Q23 수익성 악화 전망치를 감안하여 12M Fwd EPS 추정치를 기존 대비 2.5% 하향 조정했으며, 목표주가는 Target Multiple 13.5배를 적용해 산출했다. Target Multiple 상향을 위해서는 동사의 주요 고부가 제품군인 R-EPS, IDB2 등 전장부품에 대한 신규 프로젝트 수주 성과가 확인될 필요가 있을 것으로 판단한다. 그동안 상용화가 연기되어 왔던 HL Klemove의 신제품 L3 ADAS DCU가 탑재된 양산차 자율주행 퍼포먼스 또한 중요한 요소가 될 것이다. 최초 탑재는 2023년형 G90이 아닌 EV9부터 개시될 것으로 기대된다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	16,878	16,790	19,684	21,794	19,052	19,470	21,970	24,659	61,474	75,147	85,151
YoY(%)	12.4	12.9	37.1	26.5	12.9	16.0	11.6	13.1	10.5	22.2	13.3
QoQ(%)	-2.0	-0.5	17.2	10.7	-12.6	2.2	12.8	12.2			
매출원가	14,469	14,628	17,035	18,969	16,442	16,705	18,894	21,009	52,461	65,101	73,051
%	85.7	87.1	86.5	87.0	86.3	85.8	86.0	85.2	85.3	86.6	85.8
판매비 및 관리비	1,720	1,705	1,833	2,256	1,938	2,020	2,194	2,527	6,690	7,564	8,680
%	10.2	10.2	9.6	10.4	10.2	10.4	10.0	10.2	10.9	10.1	10.2
영업이익	689	457	766	569	672	744	882	1,122	2,323	2,481	3,420
%	4.1	2.7	3.9	2.6	3.5	3.8	4.0	4.6	3.8	3.3	4.0
YoY(%)	-4.0	-40.4	44.0	85.6	-2.5	62.9	15.1	97.4	161.9	6.8	37.9
QoQ(%)	125.1	-33.7	67.7	-25.8	18.2	10.7	18.5	27.3			
세전이익	527	689	1,799	-715	511	570	695	896	2,281	2,300	2,671
%	3.1	4.1	9.1	-3.3	2.7	2.9	3.2	3.6	3.7	3.1	3.1
지배주주순이익	298	359	1,291	-965	358	399	487	627	1,671	983	1,871
%	1.8	2.1	6.6	-4.4	1.9	2.0	2.2	2.5	2.7	1.3	2.2

자료: HL만도, 키움증권 리서치

2023년 현대차그룹 매출 의존도: 2022년에 이어 역사적 최저치 경신할 것으로 기대



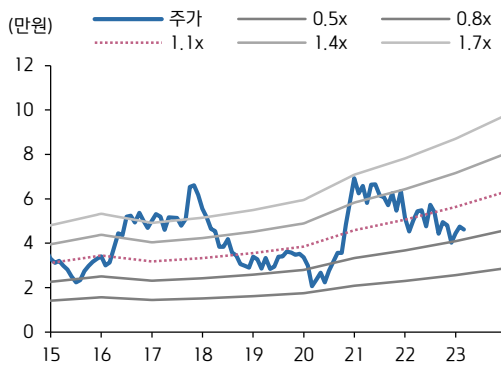
자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	4,189	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	13.5	HL만도 Peer Group 12M Fwd P/E 중단
적정주가(원)	56,558	
목표주가(원)	57,000	
전일종가(원)	46,200	
Upside	23.4%	

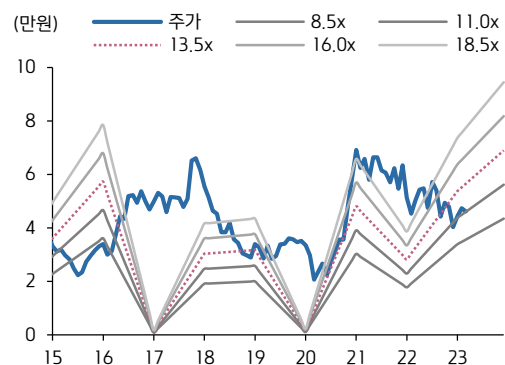
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,147.4	7,516.2	8,515.1	9,393.7	10,578.4
매출원가	5,246.1	6,510.1	7,305.1	7,997.8	8,954.9
매출총이익	901.3	1,006.0	1,210.0	1,395.9	1,623.5
판매비	669.0	757.9	868.0	962.0	1,064.6
영업이익	232.3	248.1	342.0	433.9	558.9
EBITDA	559.1	586.9	678.3	790.8	934.3
영업외손익	-4.2	-18.1	-75.0	-84.2	-94.5
이자수익	8.1	19.1	8.5	5.9	6.7
이자비용	50.8	57.8	56.3	44.2	43.2
외환관련이익	52.3	136.9	58.0	40.0	40.0
외환관련손실	35.4	126.3	50.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	10.2	-2.2	8.0	8.4	8.4
기타	11.4	12.2	-43.2	-64.3	-76.4
법인세차감전이익	228.1	230.0	267.1	349.7	464.4
법인세비용	49.5	111.7	65.7	86.0	114.3
계속사업손익	178.6	118.3	201.4	263.7	350.2
당기순이익	178.6	118.3	201.4	263.7	350.2
지배주주순이익	167.1	98.3	187.1	244.9	325.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.5	22.3	13.3	10.3	12.6
영업이익 증감율	161.9	6.8	37.8	26.9	28.8
EBITDA 증감율	41.7	5.0	15.6	16.6	18.1
지배주주순이익 증감율	2,786.4	-41.2	90.3	30.9	32.8
EPS 증감율	2,787.0	-41.2	90.3	30.9	32.8
매출총이익률(%)	14.7	13.4	14.2	14.9	15.3
영업이익률(%)	3.8	3.3	4.0	4.6	5.3
EBITDA Margin(%)	9.1	7.8	8.0	8.4	8.8
지배주주순이익률(%)	2.7	1.3	2.2	2.6	3.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,944.3	2,980.3	3,084.8	3,363.7	3,769.6
현금 및 현금성자산	852.3	492.1	442.9	461.2	520.3
단기금융자산	27.2	110.4	121.4	133.6	146.9
매출채권 및 기타채권	1,412.1	1,558.4	1,765.6	1,947.7	2,193.4
재고자산	544.1	665.2	596.1	657.6	740.5
기타유동자산	108.6	154.2	158.8	163.6	168.5
비유동자산	2,760.1	2,865.5	3,028.1	3,068.3	3,182.4
투자자산	221.6	234.7	291.4	225.8	222.2
유형자산	2,193.0	2,116.7	2,164.2	2,238.1	2,345.9
무형자산	113.9	159.8	196.7	211.5	221.5
기타비유동자산	231.6	354.3	375.8	392.9	392.8
자산총계	5,704.4	5,845.8	6,112.9	6,431.9	6,951.9
유동부채	2,129.6	2,150.8	2,219.0	2,274.9	2,384.2
매입채무 및 기타채무	1,281.7	1,296.5	1,422.8	1,533.4	1,684.4
단기금융부채	724.8	757.0	698.9	644.2	602.6
기타유동부채	123.1	97.3	97.3	97.3	97.2
비유동부채	1,530.5	1,421.3	1,358.9	1,307.9	1,317.9
장기금융부채	1,440.6	1,309.4	1,243.4	1,198.4	1,198.4
기타비유동부채	89.9	111.9	115.5	109.5	119.5
부채총계	3,660.1	3,572.1	3,577.9	3,582.8	3,702.2
지배지분	1,954.5	2,157.4	2,404.4	2,699.8	3,075.6
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.1	603.1	603.1	603.1
기타자본	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
기타포괄손익누계액	186.6	222.3	319.6	417.0	514.4
이익잉여금	915.5	1,082.7	1,232.2	1,430.3	1,708.7
비지배지분	89.7	116.3	130.6	149.3	174.2
자본총계	2,044.3	2,273.7	2,535.0	2,849.1	3,249.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	412.7	-13.3	748.1	704.2	789.8
당기순이익	0.0	0.0	201.4	263.7	350.2
비현금항목의 가감	412.7	433.9	456.0	487.1	532.0
유형자산감가상각비	280.3	304.4	293.1	301.8	315.4
무형자산감가상각비	46.5	34.4	43.1	55.1	60.0
지분법평가손익	-10.2	-10.3	-12.4	-12.8	-12.8
기타	100.6	105.4	132.2	143.0	169.4
영업활동자산부채증감	-140.1	-540.2	-26.7	-153.2	-172.5
매출채권및기타채권의감소	0.0	0.0	-207.1	-182.2	-245.6
재고자산의감소	-158.5	-111.4	69.2	-61.5	-82.9
매입채무및기타채무의증가	-61.9	23.8	126.3	110.6	151.0
기타	80.3	-452.6	-15.1	-20.1	5.0
기타현금흐름	135.6	93.0	117.4	106.6	80.1
투자활동 현금흐름	-376.6	-137.4	-491.6	-395.1	-505.7
유형자산의 취득	-207.3	-312.3	-340.6	-375.7	-423.1
유형자산의 처분	38.7	343.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-33.5	-58.7	-80.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-53.6	-15.3	-48.8	74.0	12.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.1	-83.2	-11.0	-12.1	-13.4
기타	-120.8	-11.2	-11.2	-11.3	-11.2
재무활동 현금흐름	229.0	-244.8	-102.1	-91.7	-43.0
차입금의 증가(감소)	253.1	-242.6	-124.2	-99.7	-41.6
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	-8.7	-47.7	-23.5	-37.5	-46.9
기타	-15.4	45.5	45.6	45.5	45.5
기타현금흐름	25.8	35.3	-203.5	-199.1	-182.1
현금 및 현금성자산의 순증가	290.8	-360.2	-49.2	18.3	59.1
기초현금 및 현금성자산	561.4	852.3	492.1	442.9	461.2
기말현금 및 현금성자산	852.3	492.1	442.9	461.2	520.3

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,559	2,093	3,984	5,216	6,928
BPS	41,624	45,945	51,203	57,495	65,498
CFPS	12,689	11,759	14,000	15,988	18,787
DPS	800	500	800	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	17.8	19.3	11.5	8.8	6.6
PER(최고)	25.0	32.2	13.1		
PER(최저)	14.8	19.2	10.3		
PBR	1.52	0.88	0.90	0.80	0.70
PBR(최고)	2.14	1.47	1.02		
PBR(최저)	1.26	0.87	0.80		
PSR	0.48	0.25	0.25	0.23	0.20
PCFR	5.0	3.4	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	7.8	5.9	5.4	4.5	3.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.0	19.8	18.6	17.8	13.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.2	1.7	2.2	2.2
ROA	3.4	2.0	3.4	4.2	5.2
ROE	9.3	4.8	8.2	9.6	11.3
ROIC	5.7	5.4	6.3	8.6	10.8
매출채권회전율	4.4	5.1	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율	14.2	12.4	13.5	15.0	15.1
부채비율	179.0	157.1	141.1	125.8	113.9
순차입금비율	62.9	64.4	54.4	43.8	34.9
이자보상배율	4.6	4.3	6.1	9.8	12.9
총차입금	2,165.5	2,066.5	1,942.3	1,842.6	1,801.0
순차입금	1,286.0	1,464.0	1,378.0	1,247.8	1,133.8
NOPLAT	559.1	586.9	678.3	790.8	934.3
FCF	147.1	-50.9	112.2	74.1	136.2

Compliance Notice

- 당사는 04월 03일 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

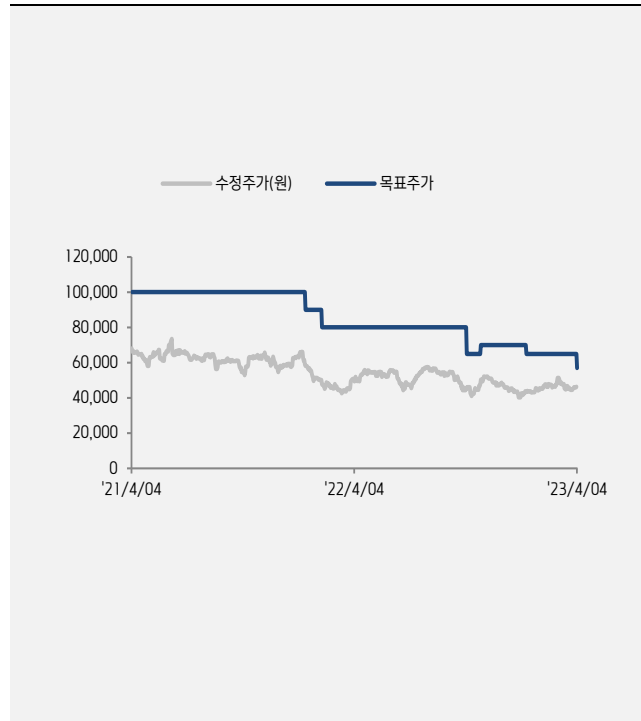
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HL만도 (204320)	2021-04-05	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-36.49	-33.00
	2021-05-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.47	-26.60
	2021-06-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.47	-26.60
	2021-06-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.71	-26.60
	2021-08-02	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-36.41	-26.60
	2021-09-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-36.91	-26.60
	2021-10-15	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-37.02	-35.70
	2021-11-01	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-36.68	-34.30
	2021-11-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-38.39	-34.30
	2021-12-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-38.73	-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
담당자 변경	2022-05-02	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-36.66	-28.13
	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	-31.78	-28.15
	2023-02-10	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-29.14	-20.92
2023-04-04	Buy(Maintain)	57,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

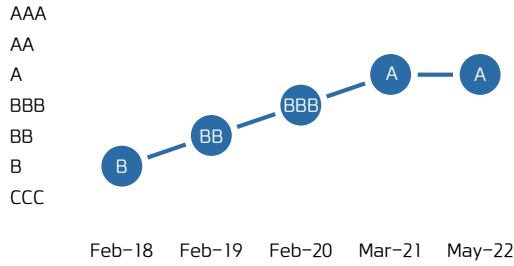
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

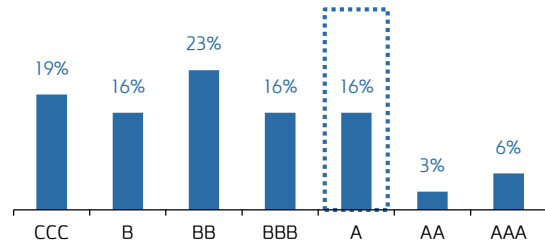
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

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

항목	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