



# BUY(Maintain)

목표주가: 57,000원(유지)

주가(04/21): 46,850원

시가총액: 21,999억원



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

## Stock Data

KOSPI(04/21)		2,544.40pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,500원	40,300원
등락률	-18.5%	16.3%
수익률	절대	상대
1M	3.9%	-2.5%
6M	4.3%	-9.2%
1Y	-13.6%	-8.9%

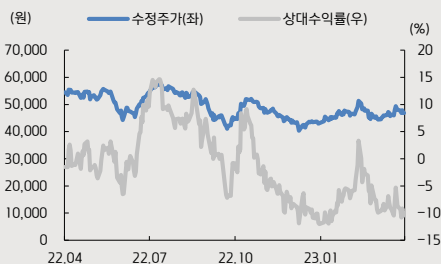
## Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	299천주
외국인 지분율	22.9%
배당수익률(2023E)	1.7%
BPS(2023E)	52,311원
주요 주주	한라홀딩스 외 4 인 30.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,147.4	7,516.2	8,606.7	9,471.1
영업이익	232.3	248.1	347.8	434.7
EBITDA	559.1	586.9	684.1	792.3
세전이익	228.1	230.0	355.8	391.8
순이익	178.6	118.3	258.5	295.4
지배주주지분순이익	167.1	98.3	239.1	273.3
EPS(원)	3,559	2,093	5,092	5,820
증감률(% YoY)	2,787.0	-41.2	143.3	14.3
PER(배)	17.8	19.3	9.2	8.0
PBR(배)	1.52	0.88	0.90	0.79
EV/EBITDA(배)	7.8	5.9	5.3	4.4
영업이익률(%)	3.8	3.3	4.0	4.6
ROE(%)	9.3	4.8	10.4	10.4
순차입금비율(%)	62.9	64.4	50.5	38.9

## Price Trend



## Earnings Update

# HL만도 (204320)

## 아쉬운 단기 실적, 수주로 치유되어야



HL만도는 주요 고객사 증산에 따른 양호한 매출액 성장세를 보였으며 영업이익률은 3.5%를 기록하며 당사 추정치에 부합했다. 외형 성장이 수익성 개선으로 이어지지 못하는 흐름이 최근 지속되고 있으며, 결국 해외 고객사 매출비중 확대에 따른 추가적인 지역 Mix 개선이 필요한 상황이다. 단기 주가 흐름에는 동사가 올해 목표로 제시한 non-HKMC 매출 비중 53% 달성 가능성 가시화 및 BEV향 단가 인하 우려 해소가 중요하다.

### >>> 1Q23 Review: 내수 실적 분기 흑자전환

동사의 1Q23 실적은 매출액 1.99조 원(+18.3% YoY, -8.4% QoQ), 영업이익 702억 원(+1.8% YoY, +23.5% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 1.97조 원, 영업이익 680억 원)에 부합했다. 비철금속류 원재료비 상승 및 협력사 인플레이션 비용 보전에 따른 부담이 가중되었으나, 주요 고객사로부터의 일부 비용 조기 회수에 성공하며 시장 기대치에 부합하는 수익성을 확보했다. 또한 내수에 집중되어 있던 기존 R&D 비용을 1Q23부터 중국, 인도 등 해외법인에 분배하기 시작하면서 내수 분기 실적이 흑자전환에 성공했다.

북미 BEV 선도 고객사의 지역별 1Q23 매출 기여도는 글로벌 17% / 중국 39% / 북미 32% / 유럽 17%를 기록하며 동사의 외형 성장을 지속 견인하고 있다. 특히 기존에 매출 규모가 작았던 유럽시장에 대한 견인이 눈에 띈다.

### >>> 2Q23 Preview: 일시적 판관비 부담 따를 전망

동사의 2Q23 실적은 매출액 1.95조 원(+16.0% YoY, -2.5% QoQ), 영업이익 666억 원(+45.8% YoY, -5.1% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.06조 원, 영업이익 832억 원)를 하회할 전망이다. 1Q23에 분기 흑자전환에 성공했던 내수에서 인건비 등 판관비 요인의 일시적 증가에 기인한 분기 적자전환이 발생할 가능성이 열려있다고 판단하기 때문이다.

이에 따라 2023년 연간 영업이익률 추정치를 4.0%로 하향 조정했으나, 1Q23 실적에서 영업외비용의 안정이 확인된 만큼 2Q23에도 영업외손실 발생에 따른 EPS 훼손 가능성은 제한적일 것으로 추정한다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원 유지

동사에 대한 BUY 투자의견과 목표주가 57,000원을 유지한다. 목표주가는 Target Multiple 11.0배를 적용해 산출했다. Target Multiple 상향을 위해서는 북미 BEV 선도 고객사향 비즈니스 레퍼런스를 활용해 동사의 주요 고부가 전장제품군인 R-EPS, IDB 등에 대한 유의미한 볼륨의 신규 고객사 수주 성과가 확인될 필요가 있다는 당사의 기존 관점을 유지한다.

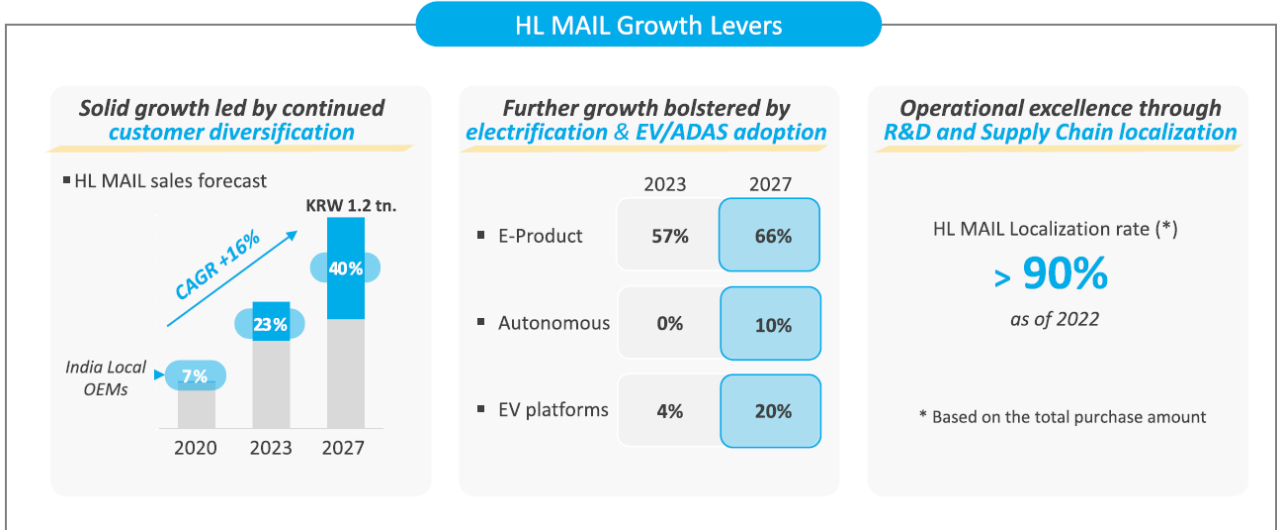
또는 CSS를 비롯한 저부가 제품군일지라도, 판매 Mix 악화 요인을 상쇄할 수 있을 정도의 강력한 볼륨효과를 기대할 수 있는 해외 고객사향 중저가 BEV 볼륨모델 수주가 가시화 되는 경우 역시 상향 검토가 가능할 것이다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	16,878	16,790	19,684	21,810	19,968	19,470	21,970	24,659	61,474	75,162	86,067
YoY(%)	12.4	12.9	37.1	26.6	18.3	16.0	11.6	13.1	10.5	22.3	14.5
QoQ(%)	-2.0	-0.5	17.2	10.8	-8.4	-2.5	12.8	12.2			
매출원가	14,447	14,628	17,013	19,013	17,222	16,705	18,894	21,009	52,461	65,101	73,831
%	85.6	87.1	86.4	87.2	86.2	85.8	86.0	85.2	85.3	86.6	85.8
판매비 및 대손상각비	1,742	1,705	1,904	2,228	2,004	2,098	2,154	2,461	6,690	7,564	8,758
%	10.3	10.2	9.7	10.2	10.2	10.8	9.8	10.0	10.9	10.1	10.2
영업이익	689	457	766	569	702	666	922	1,188	2,323	2,481	3,478
%	4.1	2.7	3.9	2.6	3.5	3.4	4.2	4.8	3.8	3.3	4.0
YoY(%)	-4.0	-40.4	44.0	85.6	1.8	45.8	20.4	109.0	161.9	6.8	40.2
QoQ(%)	125.1	-33.7	67.7	-25.8	23.5	-5.1	38.4	28.8			
세전이익	527	689	1,799	-715	709	686	955	1,208	2,281	2,300	3,558
%	3.1	4.1	9.1	-3.3	3.6	3.5	4.3	4.9	3.7	3.1	4.1
지배주주순이익	298	359	1,291	-965	394	479	666	842	1,671	983	2,380
%	1.8	2.1	6.6	-4.4	2.0	2.5	3.0	3.4	2.7	1.3	2.8

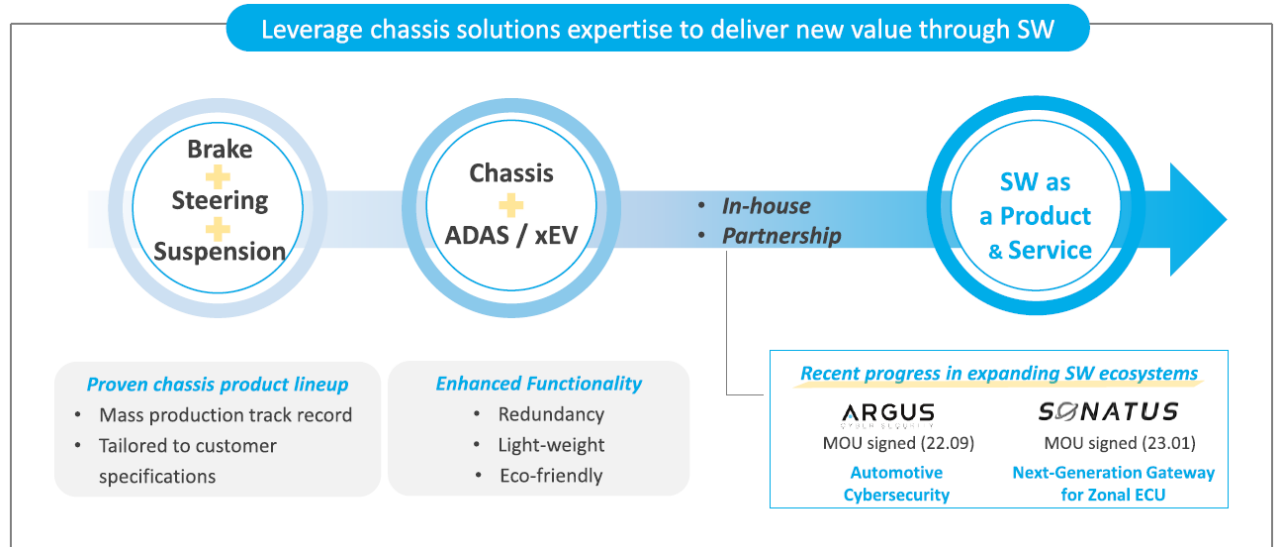
자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 인도시장 중장기 사업계획: E-product 중심의 고객 대응 위해 인도 현지에서 연구소 운영 중



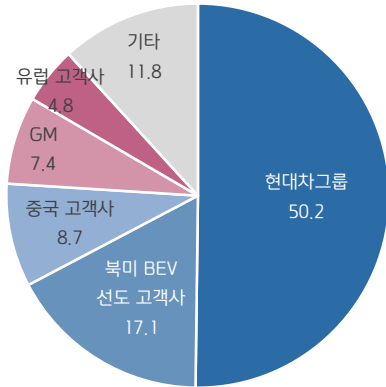
자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 SDV 시장 대비: 하드웨어 및 소프트웨어 R&D 역량을 두루 갖춘 차별화된 전장부품사 포지셔닝 추구



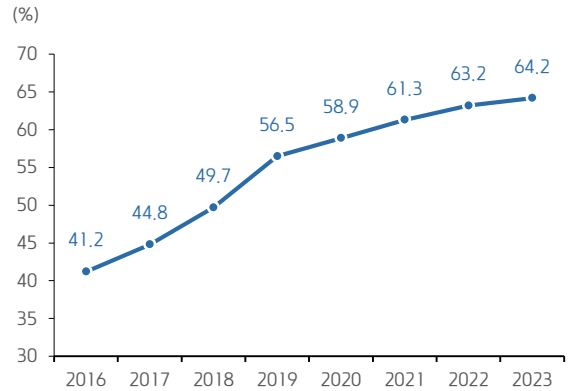
자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 고객사별 글로벌 매출 기여도



자료: HL만도, 키움증권 리서치  
주: 1Q23 기준

HL만도 E-Product 글로벌 매출 기여도



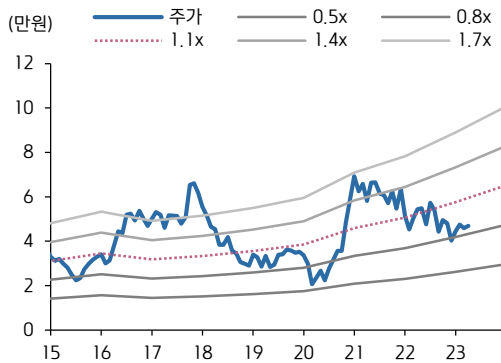
자료: HL만도, 키움증권 리서치  
주: 2023년은 1Q23 기준

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	5,274	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	11.0	HL만도 Peer Group 12M Fwd P/E 중단
적정주가(원)	58,012	
목표주가(원)	<b>57,000</b>	
전일종가(원)	46,850	
Upside	21.7%	

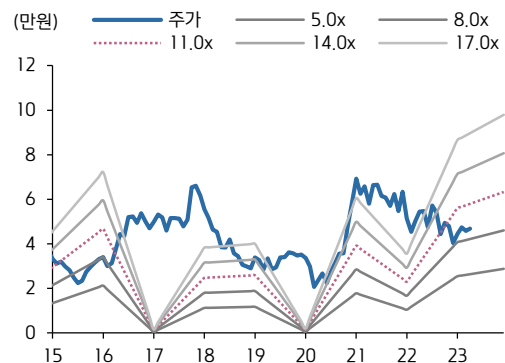
자료: 키움증권 리서치

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
<b>매출액</b>	6,147.4	7,516.2	8,606.7	9,471.1	10,634.2
매출원가	5,246.1	6,510.1	7,383.1	8,063.6	9,002.3
매출총이익	901.3	1,006.0	1,223.6	1,407.5	1,631.9
판매비	669.0	757.9	875.8	972.8	1,097.2
<b>영업이익</b>	232.3	248.1	347.8	434.7	534.7
<b>EBITDA</b>	559.1	586.9	684.1	792.3	911.3
영업외손익	-4.2	-18.1	8.0	-42.9	-48.7
이자수익	8.1	19.1	18.9	17.6	17.4
이자비용	50.8	57.8	55.4	48.6	43.5
외환관련이익	52.3	136.9	77.9	89.0	101.3
외환관련손실	35.4	126.3	75.2	78.9	93.5
종속 및 관계기업손익	10.2	-2.2	8.0	8.4	8.4
기타	11.4	12.2	33.8	-30.4	-38.8
<b>법인세차감전이익</b>	228.1	230.0	355.8	391.8	486.1
법인세비용	49.5	111.7	97.4	96.4	119.6
계속사업손익	178.6	118.3	258.5	295.4	366.5
<b>당기순이익</b>	178.6	118.3	258.5	295.4	366.5
<b>지배주주순이익</b>	167.1	98.3	239.1	273.3	339.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	10.5	22.3	14.5	10.0	12.3
영업이익 증감율	161.9	6.8	40.2	25.0	23.0
EBITDA 증감율	41.7	5.0	16.6	15.8	15.0
지배주주순이익 증감율	2,786.4	-41.2	143.2	14.3	24.0
EPS 증감율	2,787.0	-41.2	143.3	14.3	24.1
매출총이익률(%)	14.7	13.4	14.2	14.9	15.3
영업이익률(%)	3.8	3.3	4.0	4.6	5.0
EBITDA Margin(%)	9.1	7.8	7.9	8.4	8.6
지배주주순이익률(%)	2.7	1.3	2.8	2.9	3.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	2,944.3	2,980.3	3,367.1	3,670.2	4,086.9
현금 및 현금성자산	852.3	492.1	699.8	746.3	822.1
단기금융자산	27.2	110.4	121.4	133.6	146.9
매출채권 및 기타채권	1,412.1	1,558.4	1,784.5	1,963.8	2,204.9
재고자산	544.1	665.2	602.5	663.0	744.4
기타유동자산	108.6	154.2	158.9	163.5	168.6
<b>비유동자산</b>	2,760.1	2,865.5	3,031.8	3,074.3	3,189.6
투자자산	221.6	234.7	291.4	225.8	222.2
유형자산	2,193.0	2,116.7	2,167.9	2,244.2	2,353.1
무형자산	113.9	159.8	196.7	211.5	221.5
기타비유동자산	231.6	354.3	375.8	392.8	392.8
<b>자산총계</b>	5,704.4	5,845.8	6,398.9	6,744.6	7,276.4
<b>유동부채</b>	2,129.6	2,150.8	2,322.9	2,373.6	2,478.5
매입채무 및 기타채무	1,281.7	1,296.5	1,464.3	1,576.0	1,728.1
단기금융부채	724.8	757.0	761.3	700.3	653.1
기타유동부채	123.1	97.3	97.3	97.3	97.3
<b>비유동부채</b>	1,530.5	1,421.3	1,483.9	1,432.9	1,442.9
장기금융부채	1,440.6	1,309.4	1,368.4	1,323.4	1,323.4
기타비유동부채	89.9	111.9	115.5	109.5	119.5
<b>부채총계</b>	3,660.1	3,572.1	3,806.8	3,806.6	3,921.5
<b>지배지분</b>	1,954.5	2,157.4	2,456.4	2,780.1	3,169.6
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	1,284.2	1,510.6	1,802.7
비지배지분	89.7	116.3	135.7	157.9	185.3
<b>자본총계</b>	2,044.3	2,273.7	2,592.1	2,938.0	3,355.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	412.7	-13.3	821.3	741.7	814.4
당기순이익	0.0	0.0	258.5	295.4	366.5
비현금항목의 가감	412.7	433.9	476.3	490.8	527.9
유형자산감가상각비	280.3	304.4	293.1	302.5	316.5
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	152.5	146.0	164.2
영업활동자산부채증감	-140.1	-540.2	-10.6	-148.2	-165.4
매출채권및기타채권의감소	0.0	0.0	-226.1	-179.2	-241.2
재고자산의감소	-158.5	-111.4	62.7	-60.5	-81.4
매입채무및기타채무의증가	-61.9	23.8	167.9	111.7	152.1
기타	80.3	-452.6	-15.1	-20.2	5.1
기타현금흐름	135.6	93.0	97.1	103.7	85.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-376.6	-137.4	-495.3	-398.2	-507.9
유형자산의 취득	-207.3	-312.3	-344.3	-378.8	-425.4
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	-11.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	229.0	-244.8	85.3	-97.9	-48.6
차입금의 증가(감소)	253.1	-242.6	63.2	-105.9	-47.2
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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	290.8	-360.2	207.8	46.5	75.8
기초현금 및 현금성자산	561.4	852.3	492.1	699.8	746.3
기말현금 및 현금성자산	852.3	492.1	699.8	746.3	822.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,559	2,093	5,092	5,820	7,220
BPS	41,624	45,945	52,311	59,206	67,501
CFPS	12,689	11,759	15,647	16,744	19,047
DPS	800	500	800	1,000	1,000
<b>주당배수(배)</b>					
PER	17.8	19.3	9.2	8.0	6.5
PER(최고)	25.0	32.2	10.2		
PER(최저)	14.8	19.2	8.0		
PBR	1.52	0.88	0.90	0.79	0.69
PBR(최고)	2.14	1.47	1.00		
PBR(최저)	1.26	0.87	0.78		
PSR	0.48	0.25	0.26	0.23	0.21
PCFR	5.0	3.4	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	7.8	5.9	5.3	4.4	3.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.0	19.8	14.5	15.9	12.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.2	1.7	2.1	2.1
ROA	3.4	2.0	4.2	4.5	5.2
ROE	9.3	4.8	10.4	10.4	11.4
ROIC	5.7	5.4	6.2	8.6	10.4
매출채권회전율	4.4	5.1	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율	14.2	12.4	13.6	15.0	15.1
부채비율	179.0	157.1	146.9	129.6	116.9
순차입금비율	62.9	64.4	50.5	38.9	30.0
이자보상배율	4.6	4.3	6.3	8.9	12.3
총차입금	2,165.5	2,066.5	2,129.7	2,023.8	1,976.6
순차입금	1,286.0	1,464.0	1,308.4	1,143.9	1,007.5
NOPLAT	559.1	586.9	684.1	792.3	911.3
FCF	147.1	-50.9	119.5	77.4	124.0

Compliance Notice

- 당사는 04월 21일 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

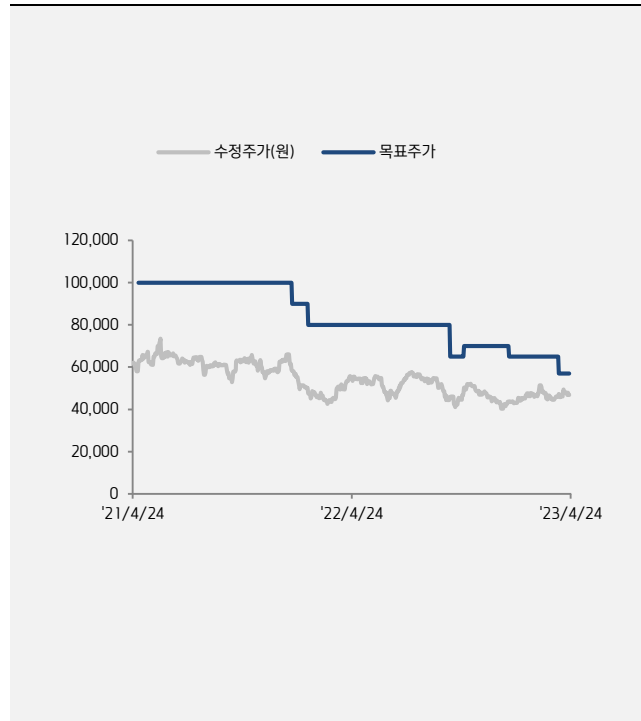
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HL만도 (204320)	2021-05-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.72	-26.60
	2021-06-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.79	-26.60
	2021-06-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.47	-26.60
	2021-08-02	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-36.39	-26.60
	2021-09-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-37.30	-26.60
	2021-10-15	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-37.27	-26.60
	2021-11-01	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-36.06	-34.30
	2021-11-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.12	-34.30
	2021-12-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.12	-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
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	-29.29	-20.92
2023-04-04		Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-18.52	-17.11
2023-04-24	Buy(Maintain)	57,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

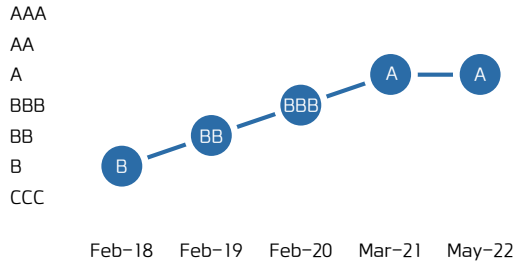
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

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)

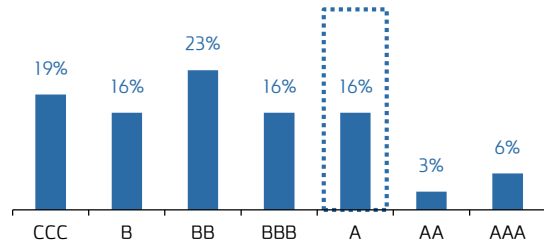
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

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		
<b>ENVIRONMENT</b>	5.7	4.7	18.0%	
친환경 기술	5.7	4.5	18.0%	
<b>SOCIAL</b>	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%	
<b>GOVERNANCE</b>	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