



BUY(Maintain)

목표주가: 50,000원(하향)

주가(10/27): 35,700원

시가총액: 16,764억원



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

Stock Data

KOSPI(10/27)		2,302.81pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	53,900 원	35,700원
등락률	-33.8%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-15.0%	-9.0%
6M	-22.8%	-16.3%
1Y	-31.5%	-28.6%

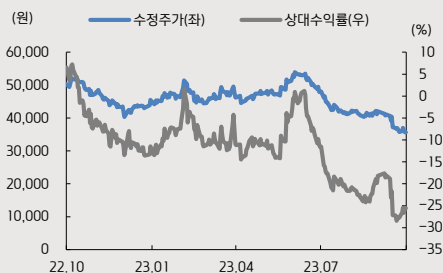
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	298천주
외국인 지분율	25.3%
배당수익률(2023E)	2.2%
BPS(2023E)	50,373원
주요 주주	한라홀딩스 외 3 인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,147.4	7,516.2	8,409.0	9,060.6
영업이익	232.3	248.1	321.5	382.3
EBITDA	559.1	586.9	657.7	739.8
세전이익	228.1	230.0	263.9	368.7
순이익	178.6	118.3	165.9	263.8
지배주주지분순이익	167.1	98.3	148.1	244.0
EPS(원)	3,559	2,093	3,155	5,197
증감률(%, YoY)	2,787.0	-41.2	50.7	64.7
PER(배)	17.8	19.3	11.3	6.9
PBR(배)	1.52	0.88	0.71	0.63
EV/EBITDA(배)	7.8	5.9	4.8	4.1
영업이익률(%)	3.8	3.3	3.8	4.2
ROE(%)	9.3	4.8	6.6	9.7
순차입금비율(%)	62.9	64.4	54.3	42.0

Price Trend



Earnings Update

HL만도 (204320)

마의 4%



HL만도는 3Q23 영업이익률 3.8%로 6개 분기 연속 4%를 하회하는 영업이익률을 기록했다. 3분기 북미 BEV 선도 고객의 중국공장 재정비에도 불구하고 원재료비 안정화 및 우호적 환율과 등에 기인한 4%대 영업이익률 회복이 기대됐던 만큼 당분간 주가 약세 흐름이 이어질 전망이다. 현대차 ABS 리콜 관련 당사 귀책 사항은 아직까지 파악된 바 없다. 하지만 잠재적 품질비용 발생 가능성 부담이 명쾌히 해소되고 있지는 못하다.

>>> 3Q23 Review: 고객사 Mix 악화, R&D 인력 총원

동사의 3Q23 실적은 매출액 2.1조 원(+7.7% YoY, +1.6% QoQ), 영업이익 815억 원(+6.4% YoY, +5.9% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.1조 원, 영업이익 824억 원)에 부합했다. 주요 고객사별 연결매출 의존도는 현대차그룹 48.1%, 북미 BEV 선도 고객사 14.8%, GM 7.8% 등으로 집계됐다.

상반기에 17% 수준을 기록했던 북미 BEV 선도 고객사 의존도가 일시 축소되며 고객 Mix가 악화됐으며, 3분기 중 약 100명의 R&D 인력 총원에 따른 고정비 부담 상승으로 인해 동사 영업이익률은 6개 분기 연속 4%를 하회하게 됐다. 영업외비용에서는 금리 상승으로 인한 이자비용 증가 및 폴란드법인 손상평가할인을 조정에 따른 추가 유형자산평가차손 약 70억 원이 반영되면서 3Q23 세전이익률은 상반기보다 낮은 수준인 2.1%를 기록했다.

>>> 4Q23 Preview: 북미 리스크

동사의 4Q23 실적은 매출액 2.2조 원(+1.2% YoY, +4.1% QoQ), 영업이익 928억 원(+63.2% YoY, +13.9% QoQ)을 기록할 전망이다. 3위 고객사 GM의 UAW(전미자동차노조) 파업에 따른 생산차질이 9월 중순부터 지속되고 있으며, 현대차/기아 역시 최근 실적발표를 통해 연말에 Q보다는 P에 집중하는 판매전략 전개를 시사한 바 있다. 이에 따라 동사의 4Q23 북미시장 외형 성장을 보수적으로 바라볼 필요가 있다고 판단한다. 다만 원재료비 하향안정화 추세와 북미 BEV 선도 고객사 생산정상화가 동반되면서 분기영업이익률 4%대 달성에는 재도전할 수 있을 전망이다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 50,000원으로 하향

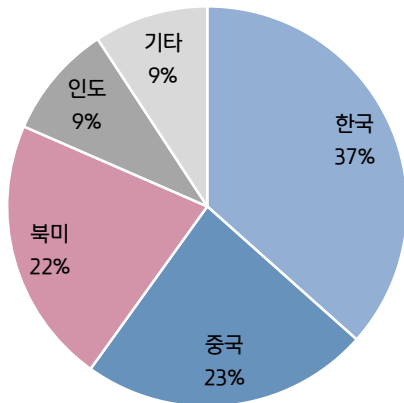
동사에 대한 BUY 투자의견을 유지하며 목표주가는 50,000원으로 하향한다. 이미 동사의 매출비중 30%, 신규수주 80%가 xEV향으로 발생되고 있기에 최근 완성차 업계의 BEV 관련 CapEx 집행 및 신차 출시 연기 결정, 수요 성장 둔화 전망, 공격적 판가인하 정책에 수반될 수 있는 단가인하 요구 가능성 등이 동사의 최근 주가 조정에 복합적으로 반영되고 있다. 하지만 비단 xEV 뿐 아니라 완성차 업계 전반의 24년 Q 성장이 제한적일 것으로 전망되는 만큼, 약조건 속에서도 차별화된 실적개선 가능성을 시장에 증명해 보일 시점이다. 뚜렷한 마진개선세와 북미 BEV 선도 고객사 신공장 수주를 기다리고 있다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	16,878	16,790	19,684	21,810	19,968	20,868	21,191	22,063	61,474	75,162	84,090
YoY(%)	12.4	12.9	37.1	26.6	18.3	24.3	7.7	1.2	10.5	22.3	11.9
QoQ(%)	-2.0	-0.5	17.2	10.8	-8.4	4.5	1.6	4.1			
매출원가	14,447	14,628	17,013	19,013	17,223	18,113	18,168	18,864	52,461	65,101	72,368
%	85.6	87.1	86.4	87.2	86.3	86.8	85.7	85.5	85.3	86.6	86.1
판매비 및 대손상각비	1,742	1,705	1,904	2,228	2,044	1,985	2,208	2,271	6,690	7,579	8,508
%	10.3	10.2	9.7	10.2	10.2	9.5	10.4	10.3	10.9	10.1	10.1
영업이익	689	457	766	569	702	770	815	928	2,323	2,481	3,215
%	4.1	2.7	3.9	2.6	3.5	3.7	3.8	4.2	3.8	3.3	3.8
YoY(%)	-4.0	-40.4	44.0	85.6	1.8	68.5	6.4	63.2	161.9	6.8	29.6
QoQ(%)	125.1	-33.7	67.7	-25.8	23.5	9.7	5.9	13.9			
세전이익	527	689	1,799	-715	708	695	436	800	2,281	2,300	2,639
%	3.1	4.1	9.1	-3.3	3.5	3.2	2.1	3.6	3.7	3.1	3.1
지배주주순이익	298	359	1,291	-965	393	479	129	481	1,671	983	1,481
%	1.8	2.1	6.6	-4.4	2.0	2.3	0.6	2.2	2.7	1.3	1.8

자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 23년 연간 지역별 매출비중 전망



자료: 키움증권 리서치

10월 27일 기준 공매도 상위 10위 종목

순위	종목명	공매도 비중
1	아모레퍼시픽	46.72
2	한화솔루션	43.75
3	한국금융지주	43.22
4	BGF리테일	37.12
5	한세실업	34.06
6	LG에너지솔루션	33.95
7	한국항공우주	31.37
8	한진칼	31.30
9	HL만도	30.73
10	현대엘리베이	30.37

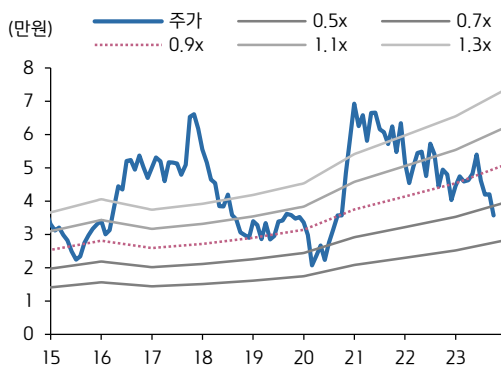
자료: KRX, 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	4,686	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	11.0	HL 만도 Peer Group 12M Fwd P/E 중단
적정주가(원)	51,551	
목표주가(원)	50,000	
전일종가(원)	35,700	
Upside	40.1%	

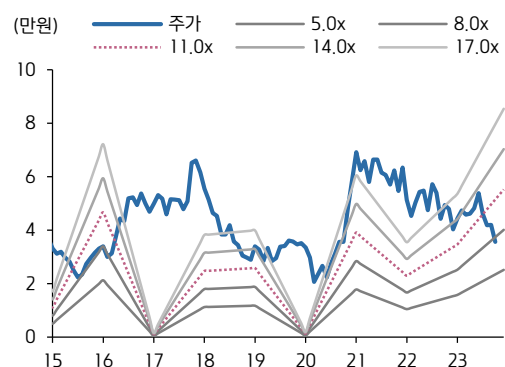
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Chart



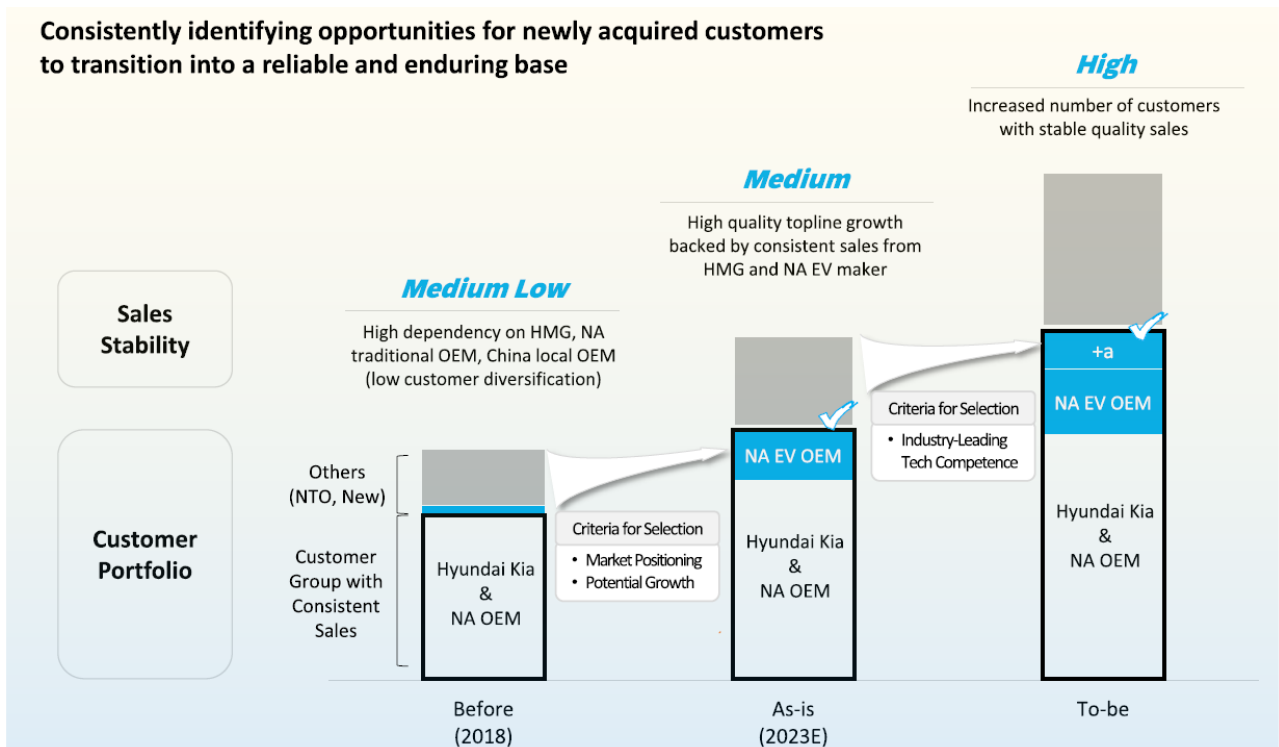
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Chart



자료: 키움증권 리서치

HL만도 고객사 포트폴리오 운영 계획



자료: HL만도, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 10월 27일 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

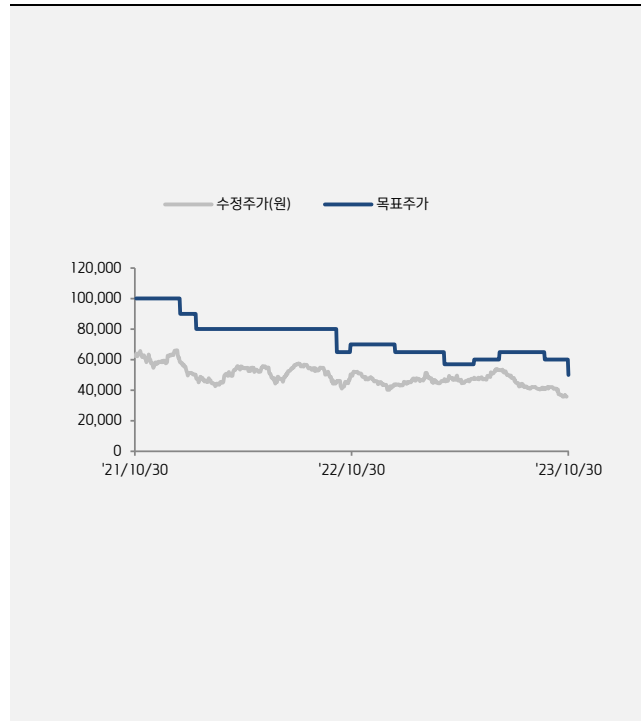
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2021-11-01	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
담당자 변경	2022-04-14	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-39.39	-30.25
	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	-29.29	-20.92
	2023-04-04	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-17.14	-13.33
	2023-04-24	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-17.99	-12.98
	2023-05-24	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-17.58	-10.17
	2023-07-06	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-21.22	-17.69
	2023-07-27	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-30.68	-17.69
	2023-09-20	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-34.38	-29.75
	2023-10-30	Buy(Maintain)	50,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

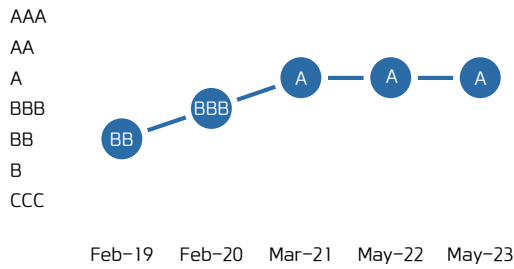
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

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 (2022/10/01~2023/09/30)

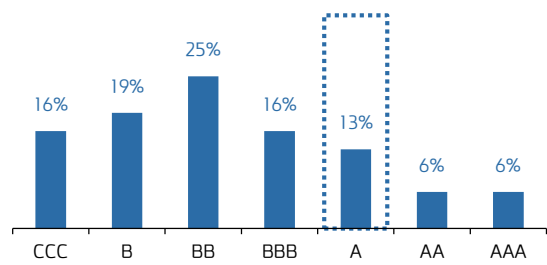
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

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	4.7	4.2		
ENVIRONMENT	5.5	4.5	18.0%	▼0.2
친환경 기술	5.5	4.2	18.0%	▼0.2
SOCIAL	5.3	3.7	41.0%	▼1.2
제품의 안정성 및 품질	6.1	3.9	23.0%	▼1.1
노무 관리	4.2	3.5	18.0%	▼1.3
GOVERNANCE	3.9	4.6	41.0%	▲1.0
기업 지배구조	4.3	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 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
HL Mando Corp.	●●●●	●●●	●●●●	●●	●●●	A	◀▶
Hanon Systems	●●●	●	●●●●	●●●●	●●	BBB	▲
HYUNDAI WIA CORPORATION	●●●	●●●●	●●●	●	●●	BB	◀▶
SL CORPORATION	●●●	●	●●●	●●	●●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	●●	●	●●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	●●	●	●●●●	●	●	CCC	◀▶

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