

HL만도 (204320)

순조로운 수주와 더딘 수익성 회복

3Q23(P): 매출액 2.1조원, 영업이익 820억원

영업이익, 당사 추정(870억원) 하회 및 Consensus(820억원) 부합

매출액은 전년동기 및 전분기 대비 모두 증가(yoy +8%, qoq +2%). 전분기비 매출액 증가를 이끈 곳은 중국(qoq +6%)과 인도(qoq +11%). 중국은 지역 내 최대 고객사의 공장 라인 개선에 따른 가동 중단이 있었음에도 현지 로컬 고객사향 판매가 호조세를 보이며 중국 전체 매출액 증가를 이끈 것으로 파악. 3Q22를 고점으로 2Q23까지 3개 분기 연속 전분기비 매출액 감소가 나타났던 인도 역시 현지 로컬 고객사향 판매가 견조하게 유지되며 전분기비 매출액 증가가 나타난 것으로 관측. 비용 측면에서는 원자재 및 물류비 안정화가 긍정적 영향을 미쳤으나 R&D 관련 인원 채용 증가에 따라 연구비 증가가 나타난 것으로 판단.

수익성 회복 속도 다소 더디게 나타나

영업이익과 OPM 모두 4Q22를 저점으로 3개 분기 연속 개선. 다만 개선 속도는 기대에 미치지 못하고 있다는 판단. 2Q 약 100억원의 일회성 비용이 발생했던 점을 감안하면 3Q 영업이익은 실질적으로는 전분기비 감소. 또한 4%대 OPM 회복을 기대했었으나 3.8%를 기록하며 전분기비 +0.1%p 개선되는데 그쳐. 2022년 6월말 MMT 지분 추가 확보 등에 따라 연결 매출액 규모는 한 단계 커졌으나 수익성(영업이익 및 OPM)은 외형 성장 대비 회복 속도가 다소 더디게 나타나고 있는 것으로 추정.

신규 수주는 순조롭게 진행 중

9월말 기준 누적 신규 수주 금액은 10.2조원으로 연간 가이던스(14.4조원) 대비 71% 달성. 특히 전기차 관련 수주에서 HMG 뿐만 아니라 북미 EV 생산업체 등으로부터 신규 수주에 성공한 것으로 관측. 다만, EV 시장 자체의 성장성에 대해 우려가 있는 만큼 동사도 해당 이슈로부터 자유롭지는 못한 상황. Target PER을 12.0x에서 10.0x으로 하향하여 목표주가를 73,000원에서 45,000원으로 조정.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **45,000원 (D)**

현재주가 (10/30) **33,950원**

상승여력 **33%**

시가총액	15,942억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	123억원
60일 평균 거래량	301,730주
52주 고/저	53,900원 / 33,950원
외인자본율	25.31%
배당수익률	1.24%
주요주주	한라홀딩스 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(19.2)	(29.3)	(32.5)
상대	(13.8)	(20.2)	(33.7)
절대 (달러환산)	(19.3)	(33.2)	(29.0)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,119	7.7	1.6	2,091	1.4
영업이익	82	6.4	5.9	82	-1.0
세전계속사업이익	44	-75.6	-36.8	80	-45.2
지배순이익	13	-90.0	-73.1	57	-77.6
영업이익률 (%)	3.8	-0.1 %pt	+0.1 %pt	3.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	0.6	-6.0 %pt	-1.7 %pt	2.7	-2.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	6,147	7,516	8,433	9,122
영업이익	232	248	325	393
지배순이익	167	98	154	211
PER	18.0	24.1	10.4	7.5
PBR	1.5	1.1	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.8	6.7	4.7	4.1
ROE	9.3	4.8	6.9	8.8

자료: 유안타증권

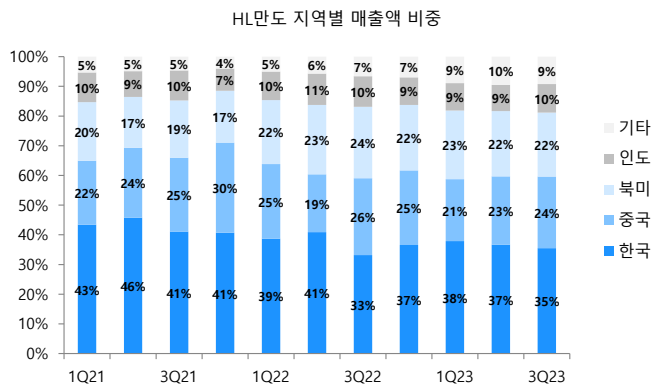
[표-1] HL 만도 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY	4Q23E
매출액	7,516	8,433	9,122	1,688	1,679	1,968	2,181	1,997	2,087	2,119	1.6%	7.7%	2,230
HL 클럽무브(연결)	1,366	1,534	1,676	307	325	340	394	365	385	381	-0.9%	12.2%	403
HL 클럽무브 외	6,150	6,899	7,446	1,381	1,354	1,628	1,787	1,632	1,702	1,738	2.1%	6.7%	1,828
지역별 비중													
한국	37%	37%	-	39%	41%	33%	37%	38%	37%	35%	-1%p	2%p	-
중국	24%	23%	-	25%	19%	26%	25%	21%	23%	24%	1%p	-2%p	-
북미	23%	22%	-	22%	23%	24%	22%	23%	22%	22%	0%p	-3%p	-
인도	10%	9%	-	10%	11%	10%	9%	9%	9%	10%	1%p	-1%p	-
기타	6%	9%	-	5%	6%	7%	7%	9%	10%	9%	0%p	3%p	-
고객사별 비중													
HMG	51%	49%	-	50%	55%	49%	49%	50%	49%	48%	-1%p	-1%p	-
GM	9%	8%	-	9%	9%	9%	8%	7%	8%	8%	0%p	-2%p	-
China Local	12%	10%	-	12%	11%	13%	12%	9%	10%	11%	1%p	-1%p	-
Europe	4%	5%	-	4%	4%	3%	3%	5%	5%	5%	0%p	2%p	-
기타	25%	28%	-	25%	21%	26%	27%	29%	28%	28%	0%p	2%p	-
영업이익	248	325	393	69	46	77	57	70	77	82	5.9%	6.4%	96
이익률	3.3%	3.9%	4.3%	4.1%	2.7%	3.9%	2.6%	3.5%	3.7%	3.8%	0.2%p	0.0%p	4.3%
세전이익	230	264	337	53	69	180	-72	71	70	44	-36.8%	-75.6%	80
이익률	3.1%	3.1%	3.7%	3.1%	4.1%	9.1%	-3.3%	3.5%	3.3%	2.1%	-1.3%p	-7.1%p	3.6%
지배순이익	98	154	211	30	36	129	-97	39	48	13	-73.1%	-90.0%	54
이익률	1.3%	1.8%	2.3%	1.8%	2.1%	6.6%	-4.4%	2.0%	2.3%	0.6%	-1.7%p	-6.0%p	2.4%

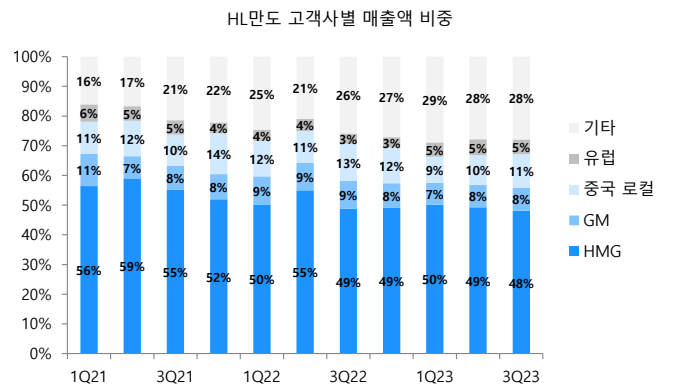
자료: 유안타증권, 주: 2023년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준, 잠정실적 분기 HL 클럽무브 매출액은 당사 추정

[그림-1] HL 만도 지역별 매출액 비중



자료: HL 만도

[그림-2] HL 만도 고객사별 매출액 비중



자료: HL 만도

HL 만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,147	7,516	8,433	9,122	9,682
매출원가	5,246	6,510	7,259	7,810	8,269
매출총이익	901	1,006	1,174	1,312	1,414
판매비	669	758	849	920	976
영업이익	232	248	325	393	438
EBITDA	559	587	638	710	769
영업외손익	-4	-18	-61	-56	-53
외환관련손익	17	11	-27	-79	-79
이자손익	-43	-39	23	25	28
관계기업관련손익	10	-2	-2	-2	-2
기타	11	12	-55	0	0
법인세비용차감전순이익	228	230	264	337	385
법인세비용	50	112	90	84	96
계속사업순이익	179	118	174	252	288
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	179	118	174	252	288
지배지분순이익	167	98	154	211	242
포괄순이익	337	262	208	252	288
지배지분포괄이익	318	246	190	227	260

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	413	-13	766	972	971
당기순이익	179	118	174	252	288
감가상각비	280	304	281	283	296
외환손익	0	0	9	79	79
중속, 관계기업관련손익	-10	2	2	2	2
자산부채의 증감	-140	-540	89	79	28
기타현금흐름	104	102	211	276	277
투자활동 현금흐름	-377	-137	-366	-360	-447
투자자산	1	-70	-2	0	-4
유형자산 증가 (CAPEX)	-207	-312	-278	-320	-400
유형자산 감소	39	343	4	0	0
기타현금흐름	-209	-98	-90	-40	-43
재무활동 현금흐름	229	-245	98	-28	-28
단기차입금	19	42	38	0	0
사채 및 장기차입금	436	-141	133	0	0
자본	1	0	0	0	0
현금배당	-9	-48	-35	-28	-28
기타현금흐름	-218	-98	-37	0	0
연결범위변동 등 기타	26	35	-99	-410	-396
현금의 증감	291	-360	399	173	100
기초 현금	561	852	492	891	1,064
기말 현금	852	492	891	1,064	1,164
NOPLAT	232	248	325	393	438
FCF	205	-326	488	652	571

자료: 유안타증권

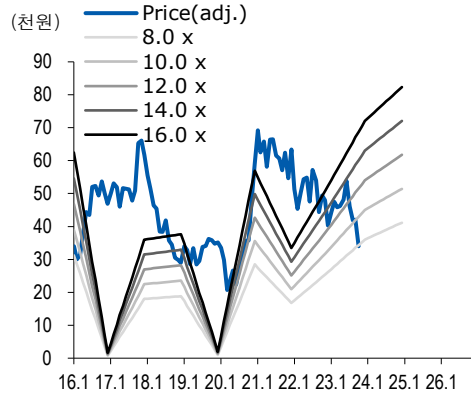
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,944	2,980	3,663	3,861	4,119
현금및현금성자산	852	492	891	1,064	1,164
매출채권 및 기타채권	1,412	1,558	1,713	1,730	1,827
재고자산	544	665	761	768	812
비유동자산	2,760	2,866	2,947	2,990	3,102
유형자산	2,193	2,117	2,149	2,186	2,289
관계기업 등 지분관련 자산	59	32	32	32	34
기타투자자산	163	202	210	210	212
자산총계	5,704	5,846	6,610	6,851	7,221
유동부채	2,130	2,151	2,906	2,923	3,026
매입채무 및 기타채무	1,282	1,296	1,667	1,684	1,779
단기차입금	127	169	207	207	207
유동성장기부채	598	588	900	900	900
비유동부채	1,531	1,421	1,252	1,252	1,260
장기차입금	584	495	506	506	506
사채	828	689	499	499	499
부채총계	3,660	3,572	4,159	4,176	4,286
지배지분	1,955	2,157	2,319	2,502	2,716
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	915	1,083	1,209	1,393	1,606
비지배지분	90	116	132	173	220
자본총계	2,044	2,274	2,451	2,675	2,936
순차입금	1,286	1,464	1,286	1,113	1,009
총차입금	2,165	2,066	2,237	2,237	2,237

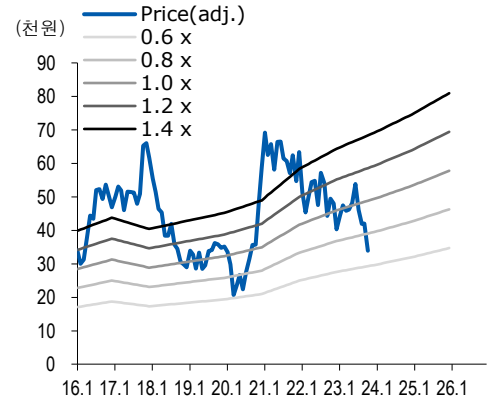
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,559	2,093	3,272	4,502	5,145
BPS	41,672	45,998	49,385	53,287	57,832
EBITDAPS	11,907	12,499	13,594	15,121	16,379
SPS	130,916	160,064	179,590	194,264	206,191
DPS	800	500	600	600	600
PER	18.0	24.1	10.4	7.5	6.6
PBR	1.5	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.8	6.7	4.7	4.1	3.7
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	10.5	22.3	12.2	8.2	6.1
영업이익 증가율 (%)	161.9	6.8	30.9	21.0	11.4
지배순이익 증가율 (%)	2,787.0	-41.2	56.3	37.6	14.3
매출총이익률 (%)	14.7	13.4	13.9	14.4	14.6
영업이익률 (%)	3.8	3.3	3.9	4.3	4.5
지배순이익률 (%)	2.7	1.3	1.8	2.3	2.5
EBITDA 마진 (%)	9.1	7.8	7.6	7.8	7.9
ROIC	6.6	4.1	6.5	9.0	9.8
ROA	3.1	1.7	2.5	3.1	3.4
ROE	9.3	4.8	6.9	8.8	9.3
부채비율 (%)	179.0	157.1	169.7	156.1	146.0
순차입금/자기자본 (%)	65.8	67.9	55.5	44.5	37.2
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.3	0.0	0.0	0.0

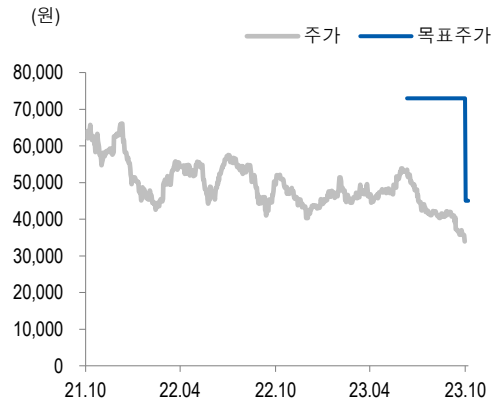
P/E band chart



P/B band chart



HL 만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-10-31	BUY	45,000	1년		
2023-07-11	BUY	73,000	1년	-41.90	-28.49

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-10-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 **자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상** 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 **자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한** 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.