



BUY(Maintain)

목표주가: 59,000원(유지)

주가(08/02): 37,400원

시가총액: 17,562억 원



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

Stock Data

KOSPI(08/02)		2,676.19pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,600원	31,650원
등락률	-24.6%	18.2%
수익률	절대	상대
1M	-13.7%	-10.4%
6M	4.8%	-0.5%
1Y	-17.0%	-18.8%

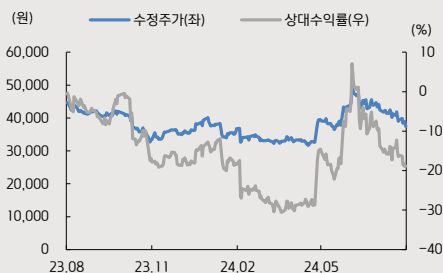
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	475천주
외국인 지분율	27.6%
배당수익률(2024E)	3.5%
BPS(2024E)	53,296원
주요 주주	HL 홀딩스 외 4 인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,837.6	10,004.6
영업이익	248.1	279.3	382.9	495.3
EBITDA	586.9	601.1	724.7	858.3
세전이익	230.0	225.7	480.5	471.3
순이익	118.3	154.6	317.4	337.0
지배주주지분순이익	98.3	135.6	297.9	311.7
EPS(원)	2,093	2,887	6,344	6,638
증감률(% YoY)	-41.2	37.9	119.7	4.6
PER(배)	19.3	13.6	5.9	5.6
PBR(배)	0.88	0.83	0.70	0.63
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	4.4	3.5
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.3	5.0
ROE(%)	4.8	6.2	12.6	11.8
순차입금비율(%)	64.0	62.6	47.9	36.5

Price Trend



NDR Key Takeaways

HL만도 (204320)

NDR 후기: 25년 연간 매출액 10조 원 돌파



7월에는 국민연금공단, T. Rowe Price Hong Kong 등 long-only 성향 펀드의 HL만도 지분 확대 공시가 연달아 확인되었다. 4월 말부터 시작된 주가상승 랠리 이후 6월부터 단기 차익실현 장세가 지속됐으나, 오히려 이를 지분 확대의 기회로 삼은 것이다. 당사 역시 HL만도에 대한 최선호주 의견을 유지하며 비중확대에 유리한 시점으로 판단한다. 하반기부터 업종 내 차별화된 수익성 개선 사이클을 보이기 시작할 것으로 기대한다.

>>> 고마진 수주 서프라이즈의 연속 그리고 후속 수주 가능성

HL만도는 2분기에 5.3조 원의 신규 수주를 기록했으며, 절반 가량을 SDV 3사 (북미 BEV 선도 업체, 중국 SW 선도 업체, 북미 BEV 스타트업)로부터 확보했다. 수주 내역은 고부가 전장제품인 R-EPS, IDB 2세대, SDC 등으로 구성됐으며, 모두 세전이익률 6%대 중반이라는 HL만도의 신규수주 마진 정책을 상회하는 프로젝트다. 연간 OPM 개선을 담보할 신규 수주가 지속되고 있다.

특히 중국 SW 선도 업체로부터 수주한 SDC(Smart Damping Control)는 전자식 서스펜션으로, HL만도가 북미 BEV 선도 업체와 Volkswagen향으로 공급하고 있는 기계식 서스펜션과는 달리 고마진 전장제품군에 속한다. 또한 과거 북미 BEV 선도 업체로부터 수주한 IDB 2세대 프로젝트가 레퍼런스가 되어 북미 BEV 스타트업과의 신규 공급계약에 성공했으며, 해당 업체는 최근 유럽 최대 자동차 업체와 JV를 설립했기에 향후 유럽에서 유의미한 후속 수주도 기대할 수 있다. 중국 SW 선도 업체 역시 HL만도와와의 IDB 2세대 공급계약을 검토 중이며 주요 비딩 경쟁사는 Bosch, Continental이 될 것으로 보인다.

올해 12월부터 HL만도의 멕시코 2공장 가동이 시작되며 25년부터 연간 100만 대의 IDB 2세대를 미국으로 공급할 예정이다. 올해 멕시코 2공장 투자집행을 끝으로 HL만도의 연간 매출액 대비 CapEx 피크아웃이 본격 시작된다. 물론 중국 SW 선도 업체향 증산을 위해 신규 투자가 발생할 수 있으나, 기존 중국공장의 유휴설비를 교체하는 수준으로 충분히 대응 가능한 상황이다.

>>> 2025년 연간 매출액 10조 원, OPM 5% 달성 기대

2016년을 마지막으로 연간 영업이익률 5%대를 회복하지 못하고 있는 HL만도에 대해 올해 하반기부터 유의미한 실적개선 사이클 시작이 기대된다. 약 10년 동안 지속되어 온 현대차그룹 중국실적 역성장 사이클에서 HL만도는 신규 고객사 확보를 위한 노력을 기울여 왔으며 그 결과 외형은 성장을 거듭해 올 수 있던 반면 수익성 악화가 불가피했다. 그러나 북미 BEV 선도 업체 및 현대차그룹 레퍼런스가 축적되면서 일감이 몰려들기 시작한 최근에는 세전이익률 기준 전장제품군 6%대 중반, 기계식제품군 4%를 상회하는 프로젝트를 선별 수주해왔으며 올해 하반기부터 본격적으로 매출인식이 시작될 전망이다. 동시에 내년부터는 CapEx, R&D 비용 피크아웃과 맞물리기 시작하며 유의미한 수익성 개선세가 확인될 것이다. 신임 CFO 부임 이후 일회성 비용 관리 역량 또한 강화된 것으로 평가된다. 부품업종 최선호주 의견을 유지한다.

(1)SDV 고객사: 갈수록 특정 부품사 lock-in 효과가 강력해지고 있다

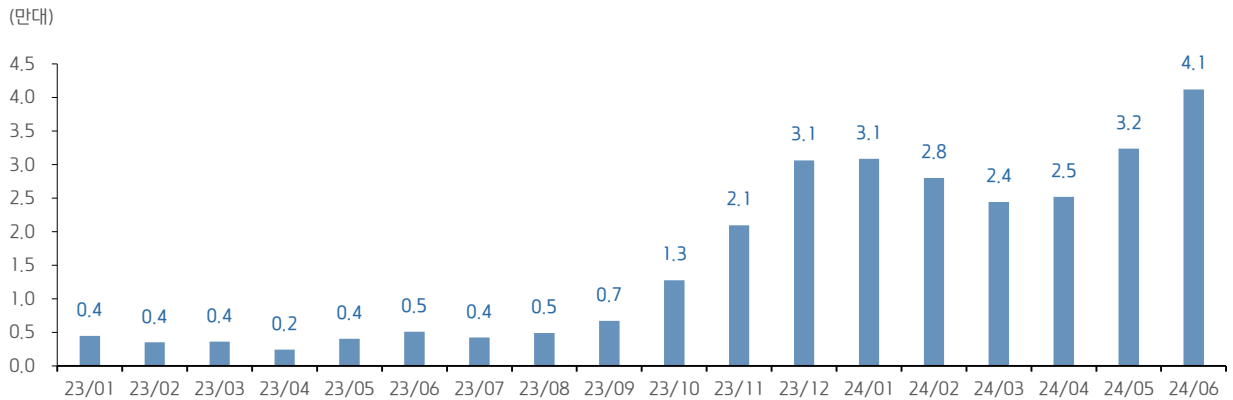
수주에서 양산까지 주어지는 기간이 짧아질수록 타고객사에 납품하고 있는 기존 제품의 범용성이 중요해진다. 신규 고객사가 요구하는 스펙에 맞게 제품을 커스터마이징 할 수 있는 시간이 물리적으로 부족해지기 때문이다. 실제로 최근 HL만도가 수주하고 있는 신규 프로젝트는 수주에서 양산까지 주어지는 기간이 6개월 내외 수준으로 짧아졌다. 대표적으로 중국 SW 선도 업체항 프로젝트가 이에 해당한다. 2Q24에 신규 수주된 프로젝트의 SOP가 4Q24다. HL만도 중국공장에서 북미 BEV 선도 업체항으로 이미 양산 중인 제품군의 소프트웨어 커스터마이징 자유도와 안전과 직결된 제동/조향 하드웨어의 성능 우위를 모두 인정 받았기 때문이다. 이처럼 더욱 타이트해진 납기에 대응할 역량을 갖추지 못한 부품사는 공급단가 경쟁력과는 별개로 비딩 시도조차 어려워지는 케이스가 발생하고 있으며, 이는 앞으로 HL만도 수주 경쟁력 강화의 원천이 될 것으로 판단한다.

과거에는 최소 1.0~1.5년의 양산 준비기간이 주어졌으나, SDV(Software-Defined Vehicle)를 본격적으로 개발하는 고객사들이 등장하기 시작하면서 오랜 관행에 변화가 생겼다. 특히 중국 SW 선도 업체처럼 직접 완성차를 양산하지 않고 전통 완성차 업체에게 양산 외주를 맡기는 경우에는 신차 출시 주기가 대폭 짧아질 수 있다. 신차 라인업 확대 과정에서 생산능력이 부족해질 경우 과거처럼 신공장을 건설하는 것이 아닌 외주 양산 업체를 확대하는 것만으로도 어렵지 않게 대응할 수 있기 때문이다. 다만 모든 차량에 중국 SW 선도 업체가 개발한 중앙 소프트웨어가 탑재되고 있기 때문에, 해당 소프트웨어와 강력하게 호환되는 부품을 중국 현지에서 공급할 수 있는 부품사를 중국 SW 선도 업체가 직접 선정하고 있다. HL만도가 수주에 성공할 수 있었던 배경이다.

고객사가 완성차 하드웨어 플랫폼을 개발한 후 해당 스펙에 적용 가능한 소프트웨어를 전장부품 밸류체인이 개발하여 납품하던 전통 생태계와는 달리, SDV 개발 생태계에서는 고객사가 완성차를 제어하는 중앙 소프트웨어를 먼저 마련한 후 하드웨어를 개발하는 구조로 변모하고 있다. 완성차 업체가 직접 개발했기에 오히려 대체가 불가능한 중앙 소프트웨어와 호환 가능한 알고리즘을 확보해내고 이를 빠르게 대량생산까지 가능한 제품화를 해낼 수 있는 역량을 확보한 부품사에게 결국 lock-in 효과가 생길 수밖에 없게 됐다. 따라서 SDV 초기 시장을 선점하고자 하는 완성차 업체가 SOP를 빠르게 가져가고 싶을 경우 공급단가를 낮추기 위한 경쟁을 유도하기가 부담스러워진다.

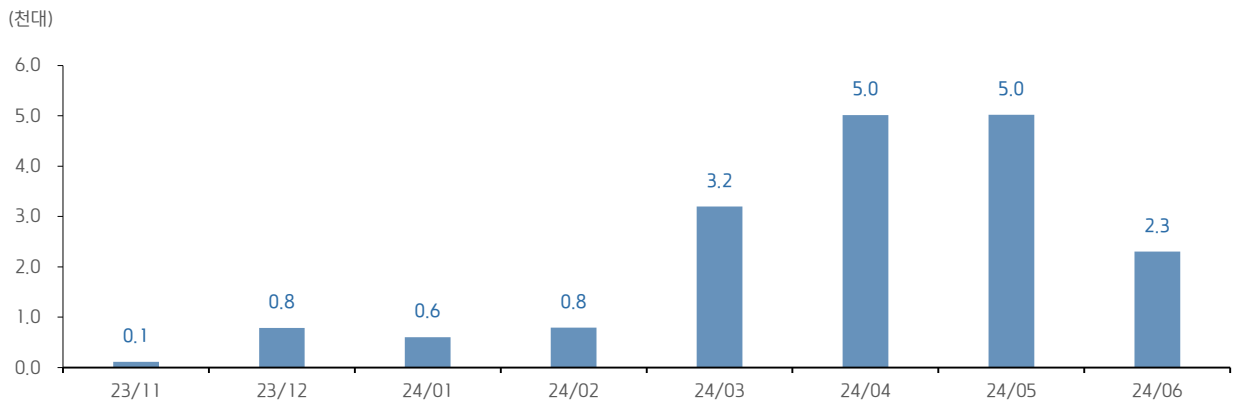
대표적인 예시가 바로 HL만도와 북미 BEV 선도 업체의 비즈니스 관계다. 해당 고객사는 2017년부터 누적되어 온 HL만도의 SDV 양산 대응 역량에 lock-in 되어 왔다고 볼 수 있다. 특히 수년간 Firmware OTA로 리콜에 대응해 온 해당 업체의 특성상 HL만도 역시 고객사 요청에 대응하기 위해 Firmware OTA 부품에 대한 개발 및 양산 경험을 장기간 쌓아오면서 레벨업 되어왔다. 결국 HL만도는 해당 생태계 내에서 입지를 강화할 수 있었고 EPB, EPS뿐 아니라 Bosch가 독점해왔던 IDB까지도 영역을 확대하는 성과를 거뒀다. 물론 반대로 HL만도의 기존 영역 역시 공급처가 다변화 될 수 있다. 하지만 북미 BEV 선도 업체의 고성장을 함께해온 주요 협력사 지위는 SDV 시대에 강력한 레퍼런스로 작용하고 있으며, 신규 고객사 및 고마진 프로젝트 확보 선순환이 가능해졌다.

중국 SW 선도 업체의 #1 JV(A사)의 판매 증감 추이



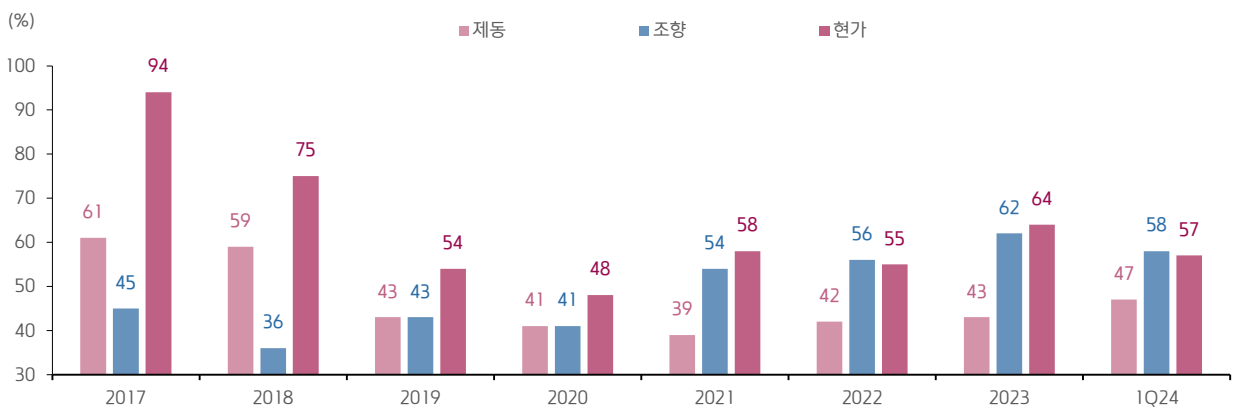
자료: 키움증권 리서치

중국 SW 선도 업체의 #2 JV(L사)의 판매 증감 추이



자료: 키움증권 리서치

HL만도 중국공장: 유휴설비로 인해 여전히 가동률이 낮으나 생산설비 소규모 투자만으로 빠르게 수주 대응 가능



자료: DART, 키움증권 리서치

(2)HL만도의 인도 경쟁력은 중국보다 훨씬 강력하다

인도 자동차 시장에서 가격경쟁력을 갖추기 위해서는 현지 생산이 필수적이다. 따라서 현대차는 인도에서만은 한국에서 수입해오는 모델 없이 전량 현지 생산을 추구해왔고, 현대차와 인도에 동반 진출했던 HL만도 역시 서플라이체인 현지화율을 극한으로 끌어 올릴 수밖에 없었다. 결과적으로 낮은 투입원가 대비 프리미엄 포지셔닝 구축에 성공한 현대차에게 있어 인도는 고마진 시장으로 자리잡게 됐고, HL만도 역시 인도에서 그 수혜를 함께 누리고 있다. 현대차의 프리미엄 차종을 벤치마킹하려는 Tata, Mahindra & Mahindra 등 인도 로컬 완성차 업계 역시 HL만도 의존도를 높여왔으며 현재 HL만도 인도 매출액의 70%는 현대차그룹향, 23%는 인도 로컬 고객사향으로 형성되어 있다.

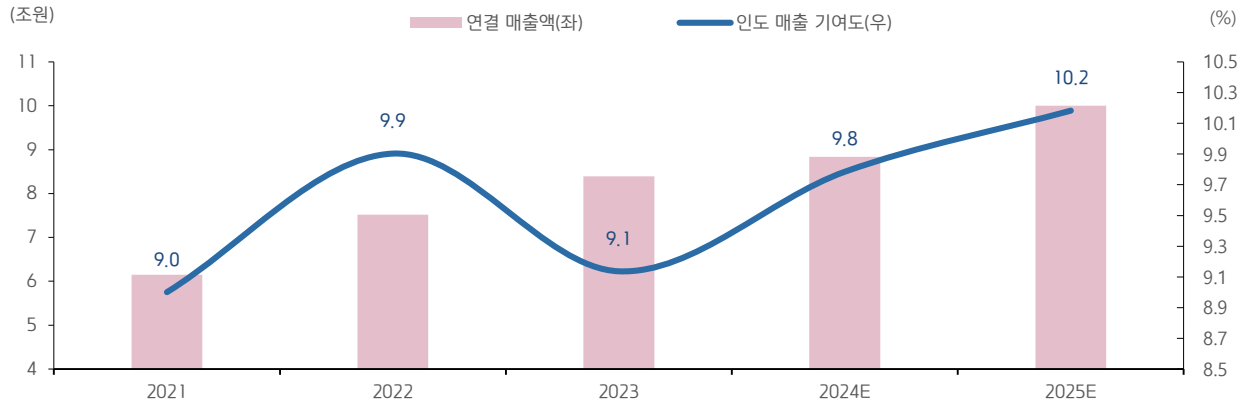
인도에서 현대차는 Top-tier 브랜드이기 때문에 기술력과 네임밸류 측면에서 현대차 밸류체인을 대체할 업체를 인도 로컬에서 사실상 찾아보기 어렵다. 따라서 자연스럽게 HL만도가 인도에서 수준 높은 소프트웨어 R&D 엔지니어를 확보할 수 있는 채용 환경이 조성되었다. 한국 R&D 엔지니어 대비 1/5 수준에 형성되어 있는 인건비를 적극 활용하기 위해 HL만도는 차세대 제품개발에 필요한 선행개발의 영역까지 서서히 국내에서 인도 R&D 센터로 이관하는 작업을 진행 중이다. 이는 최근 국내 R&D 인력에 대한 의존도가 높은 경쟁사들이 고정비 부담으로부터 벗어나지 못하고 있는 사례와 상반된다.

무엇보다 기존 HL만도의 주요 고객사들의 인도 증설 계획이 매력적이다. HL만도는 현재 인도에서 3개의 공장을 가동하고 있으나 인도 로컬 고객사들로부터 신규 수주가 확대됨에 따라 이미 기존 공장의 유휴부지에 4공장 건설을 검토 중이다. 추가적인 증설 역시 뒤따를 수 있는데, 대표적으로 현대차 푸네공장이 연산 30만 대 규모로 25년 하반기 중 가동될 예정이기 때문이다. 게다가 인도법인 IPO 이후에는 현대차의 인도 현지 생산능력은 지속 확대될 가능성이 높을 전망이다.

기아도 2Q24 실적발표를 통해 신차 라인업 확대에 따른 인도공장 증설 계획을 밝힌 바 있으며, VinFast는 이미 연산 15만 대 규모의 인도 신공장을 건설 중이다. 만약 북미 BEV 선도 업체까지 현재 보유 중인 인도 신공장 건설 계획을 공식화할 경우, 2028년 기준 13%로 계획하고 있는 HL만도 인도법인의 연결 매출 기여도가 대폭 확대될 것으로 기대한다. 13%라는 HL만도의 현 사업계획에는 인도에서 증설 중이거나 증설 가능성이 있는 고객사들의 사업계획이 아직 반영되지 않았기 때문이다.

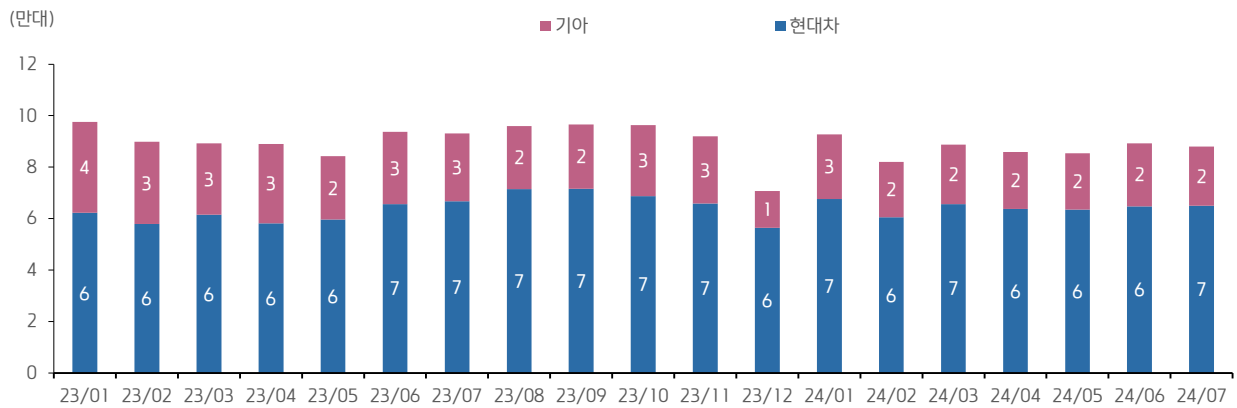
현대차 인도법인 IPO가 성공적으로 마무리되고 HL만도 인도 성장 잠재력까지 부각될 경우, HL만도 인도법인 IPO 또는 현재 인도 ADAS 시장의 90%를 점유하고 있는 HL클레무브 IPO가 일각에서 논의될 가능성이 있을 것으로 당사는 판단한다. 다만 현재 HL만도의 재무구조는 외부 자금조달이 필요한 상황으로 보기 어렵고, 오히려 비용부담 축소 사이클 진입을 앞두고 있기 때문에 IPO에는 부채상환, 주주환원, M&A, 밸류에이션 정상화 등의 강력한 명분이 뒷받침돼야 할 것이다. 특히 TuSimple, iMotion 등 해외 스타트업에 대한 반복된 지분투자가 유의미한 실익을 거두고 있지 못하고 있는 반면 이로 인한 영업외손익 변동성은 크게 확대되고 있다. 조달자금이 신규 지분투자에 쓰일 경우 EPS 추정을 중요시하는 해외 기관투자자에게 오히려 투자매력도가 반감될 수 있다.

HL만도 인도법인의 연결 매출 기여도 추이 및 전망



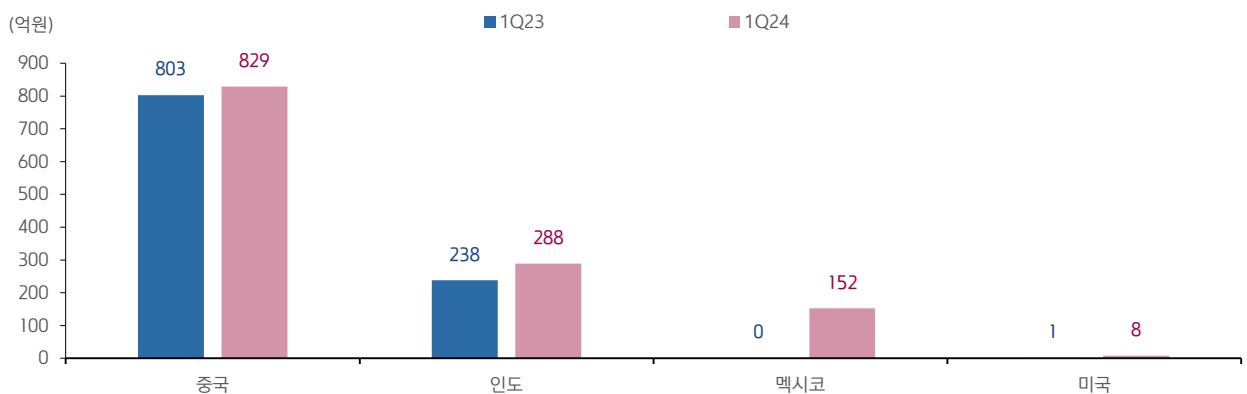
자료: 키움증권 리서치 추정

2024년 현대차, 기아 인도공장 출하량 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치

HL클레무브 지역별 매출액 비교



자료: DART, 키움증권 리서치

주: 2024년 1분기 기준

(3)밸류업의 방향성: 단기 규모 확대보다는 정책 공시부터 시작될 필요

올해 3분기 중 한국거래소가 밸류업 지수를 공개할 계획임을 밝힌 가운데, HL만도 2Q24 NDR에 참여한 기관투자자들은 대체로 HL만도에 대해 단기적인 주주환원 확대보다는 '성장주'로서의 퍼포먼스를 유지해나가기를 요구했다. 현대차, 기아 의존도가 높은 국내 경쟁사들과는 달리 HL만도는 북미 BEV 선도 업체를 비롯해 고성장이 기대되는 신규 고객사를 지속적으로 확보해낸다는 것이 주요 투자포인트이기 때문에 CapEx, R&D를 축소하면서까지 단기 주주환원 확대를 우선순위에 둘 필요는 없다는 것이다. 아직 순현금 재무구조에 진입하지 못한 HL만도에 대해 자사주 매입 및 소각, 배당성향 상황과 같이 최근 현대차그룹 주요 계열사들이 보여주고 있는 강력한 주주환원을 제고를 기대하기에 다소 무리가 따른다는 것에 기관투자자들도 공감한 셈이다.

다만 외형성장세와는 달리 개선되지 못하고 있는 수익성을 공통적으로 지적했다. 실제로 HL만도는 2016년을 마지막으로 올해에도 연간 영업이익률 5%대를 기록하지 못할 전망이다. 만약 신규 고객사 확보를 위한 저가 수주가 지속되고 있는 것이라면 단기는 물론 중장기적인 주주환원도 기대할 수 없다는 것이 기관투자자들의 주요 우려사항이었다. 이에 대해 HL만도는 북미 BEV 선도 업체, 현대차그룹 등 그동안의 강력한 수주 레퍼런스를 기반으로 현재 철저히 수익성 중심의 선별 수주를 진행하고 있음에도 누적 수주잔고가 58조 원에 이르고 있음을 강조했다.

당사는 고마진 수주잔고와 비용 통제효과가 손익에 본격적으로 반영되기 시작하는 내년 부터 HL만도가 연간 영업이익률 5%대 혹은 그 이상까지 바라볼 수 있는 중장기 수익성 개선 사이클의 신호탄을 쏠 것으로 판단한다. 참고로 HL만도는 수주 공시에 대해 보수적인 입장을 취해왔다. 그러나 강력한 NDA 제약이 따르는 경우가 아니라면 공시 조건에 부합하는 신규 수주 건은 공시를 통해 HL만도의 성장성과 차별화된 수주 역량에 대한 자신감을 소통하는 방안을 고려해 볼 필요가 있을 것이다.

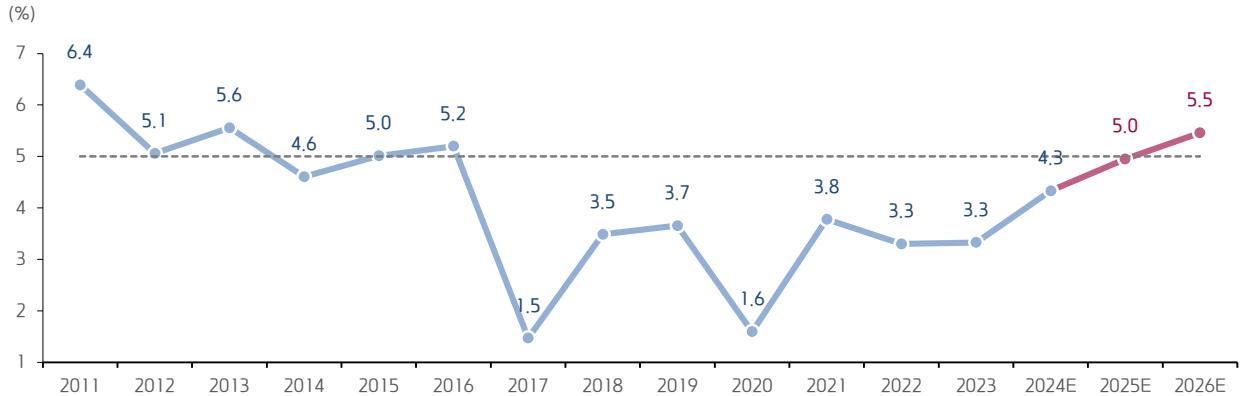
결과적으로 HL만도가 시도할 수 있는 밸류업 정책의 방향성은 ①ROE 등 수익성 지표 관련 명확한 중장기 가이드라인 공시, ②수익성 지표 목표치 달성 이후 실행 가능한 현실적인 주주환원안 공시, ③배당성향 공시 등으로 정리할 수 있다. 성장과 주주환원을 동시에 요구하는 것은 비현실적이지만, HL만도의 성장 가능성을 믿고 투자한 주주들이 HL만도의 성장 이후 어떤 리턴을 기대할 수 있을지에 대한 청사진은 합리적으로 요구할 수 있기 때문이다. 예를 들어, HL만도의 역사적인 배당성향은 20~25% 수준이지만 그동안 주주환원 정책을 명확하게 공시한 적은 없다. 따라서 공식적인 채널을 통해 다양한 체질개선을 예고하는 것만으로도 10x 이상의 역사적 P/E를 주로 기록해왔던 HL만도의 밸류에이션 정상화 노력을 시장이 인정할 여지는 충분하다고 판단한다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	19,968	20,868	21,191	21,904	21,073	21,474	22,193	23,633	75,162	83,932	88,376
YoY(%)	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	2.9	4.7	7.9	22.3	11.7	5.3
QoQ(%)	-8.4	4.5	1.6	3.4	-3.8	1.9	3.4	6.5			
매출원가	17,223	18,113	18,168	19,122	18,118	18,475	18,931	20,137	65,101	72,626	75,661
%	86.3	86.8	85.7	87.3	86.0	86.0	85.3	85.2	86.6	86.5	85.6
판매비 및 대손상각비	2,044	1,985	2,208	2,276	2,199	2,102	2,269	2,315	7,579	8,513	8,886
%	10.2	9.5	10.4	10.4	10.4	9.8	10.2	9.8	10.1	10.1	10.1
영업이익	702	770	815	506	756	896	994	1,183	2,481	2,793	3,829
%	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	3.9	4.5	5.0	3.3	3.3	4.3
YoY(%)	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	16.4	21.9	133.8	6.8	12.6	37.1
QoQ(%)	23.5	9.7	5.9	-37.9	49.5	18.5	10.9	19.0			
세전이익	708	695	437	418	2,152	501	1,005	1,147	2,300	2,257	4,805
%	3.5	3.3	2.1	1.9	10.2	2.3	4.5	4.9	3.1	2.7	5.4
지배주주순이익	393	479	129	355	1,396	45	650	828	983	1,356	2,919
%	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	0.2	2.9	3.5	1.3	1.6	3.3

자료: 키움증권 리서치

연결 기준 연간 영업이익률 추이 및 전망



자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	6,516	지배주주순이익 기준 12M Fwd EPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	9.0	HL만도 역사적 12M Fwd P/E 밴드 중하단
적정주가(원)	58,641	
목표주가(원)	59,000	
전일종가(원)	37,400	
Upside	57.8%	

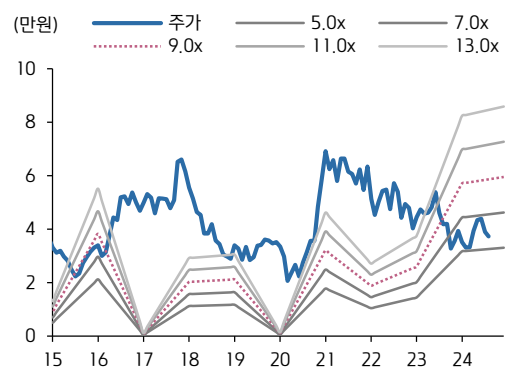
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Band Chart



자료: 키움증권 리서치

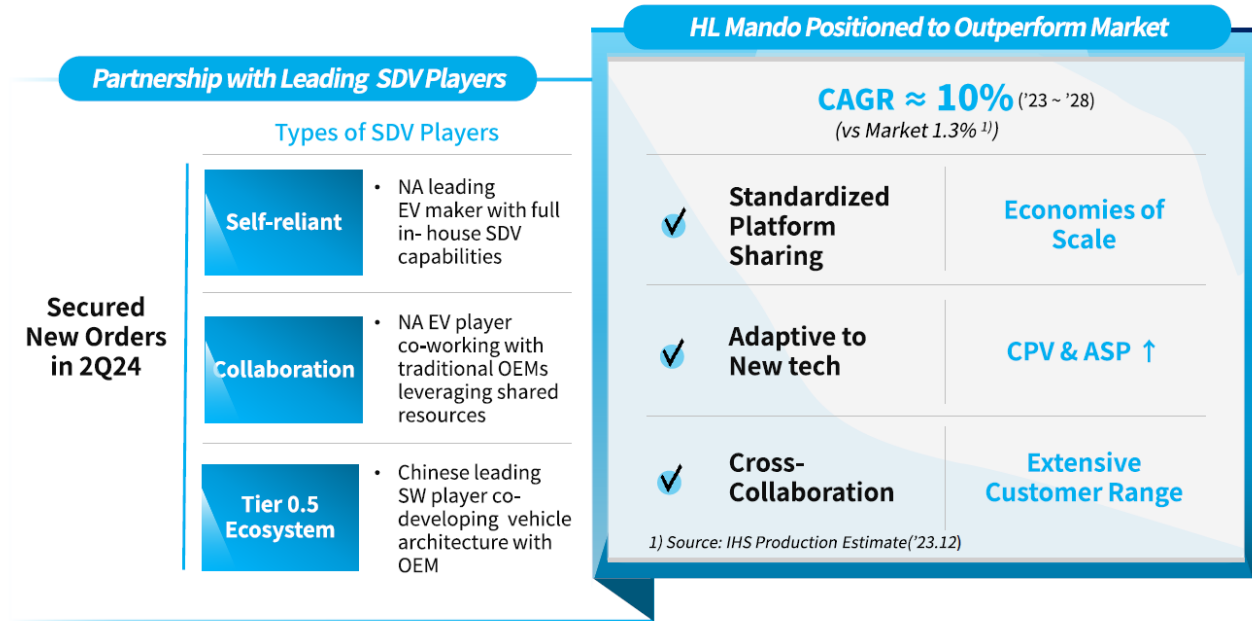
HL만도 12M Fwd P/E Band Chart



자료: 키움증권 리서치

2Q24 신규 수주 내역의 절반은 SDV 3사로부터 확보

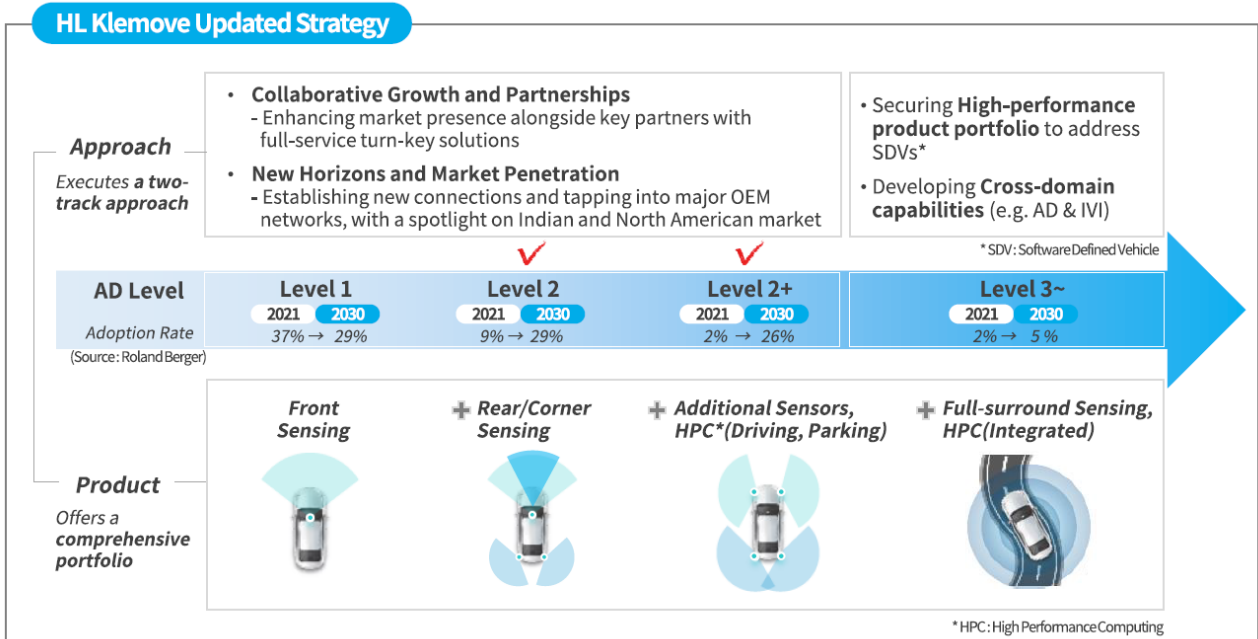
Strengthening partnerships with leading SDV market innovators to accelerate future growth



자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL Klemove 수주 전략: 자율주행 L2+ 이하와 Level 3 이상으로 구분하여 고객사 대응 → 인도 시장점유율 90%

Harnessing the rapid growth of the autonomous market, we're focusing our expertise on the Level 2/2+ AD/ADAS market, responding to the demand for safety and convenience



자료: HL만도, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,837.6	10,004.6	11,272.5
매출원가	6,510.1	7,262.6	7,566.1	8,489.3	9,541.1
매출총이익	1,006.0	1,130.5	1,271.4	1,515.3	1,731.5
판관비	757.9	851.2	888.6	1,020.0	1,115.9
영업이익	248.1	279.3	382.9	495.3	615.5
EBITDA	586.9	601.1	724.7	858.3	988.2
영업외손익	-18.1	-53.6	97.7	-24.0	-27.5
이자수익	19.1	26.1	26.2	22.6	34.5
이자비용	57.8	95.7	76.6	62.0	68.7
외환관련이익	136.9	121.2	103.5	120.5	115.1
외환관련손실	126.3	98.3	86.6	103.7	96.2
종속 및 관계기업손익	-2.2	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
기타	12.2	-3.8	134.3	1.7	-9.1
법인세차감전이익	230.0	225.7	480.5	471.3	588.0
법인세비용	111.7	71.1	163.1	134.3	167.6
계속사업손손익	118.3	154.6	317.4	337.0	420.4
당기순이익	118.3	154.6	317.4	337.0	420.4
지배주주순이익	98.3	135.6	297.9	311.7	388.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.3	11.7	5.3	13.2	12.7
영업이익 증감율	6.8	12.6	37.1	29.4	24.3
EBITDA 증감율	5.0	2.4	20.6	18.4	15.1
지배주주순이익 증감율	-41.2	37.9	119.7	4.6	24.8
EPS 증감율	-41.2	37.9	119.7	4.6	24.8
매출총이익률(%)	13.4	13.5	14.4	15.1	15.4
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.3	5.0	5.5
EBITDA Margin(%)	7.8	7.2	8.2	8.6	8.8
지배주주순이익률(%)	1.3	1.6	3.4	3.1	3.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,980.3	3,265.0	3,402.3	3,804.2	4,293.4
현금 및 현금성자산	492.1	614.9	676.0	779.2	897.0
단기금융자산	119.4	66.4	73.1	82.9	94.0
매출채권 및 기타채권	1,629.6	1,730.0	1,821.6	2,062.1	2,323.5
재고자산	665.2	733.9	707.0	750.3	845.4
기타유동자산	74.0	119.8	124.6	129.7	133.5
비유동자산	2,865.5	3,021.7	3,107.8	3,141.5	3,225.2
투자자산	234.7	277.7	267.6	257.1	262.5
유형자산	2,116.7	2,175.5	2,228.3	2,218.2	2,248.0
무형자산	159.8	197.0	244.2	291.5	340.0
기타비유동자산	354.3	371.5	367.7	374.7	374.7
자산총계	5,845.8	6,286.7	6,510.1	6,945.7	7,518.6
유동부채	2,150.8	2,635.7	2,614.7	2,765.0	2,956.1
매입채무 및 기타채무	1,296.5	1,525.8	1,596.4	1,828.8	2,088.8
단기금융부채	757.0	1,003.8	909.5	832.1	761.0
기타유동부채	97.3	106.1	108.8	104.1	106.3
비유동부채	1,421.3	1,294.9	1,247.8	1,226.8	1,232.8
장기금융부채	1,309.4	1,152.5	1,107.5	1,107.5	1,107.5
기타비유동부채	111.9	142.4	140.3	119.3	125.3
부채총계	3,572.1	3,930.5	3,862.5	3,991.8	4,189.0
지배지분	2,157.4	2,230.7	2,502.6	2,783.7	3,127.8
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.2	603.2	603.2	603.2
기타자본	3.1	5.2	5.2	5.2	5.2
기타포괄손익누계액	222.3	223.3	258.4	293.4	328.5
이익잉여금	1,082.7	1,152.7	1,389.5	1,635.5	1,944.6
비지배지분	116.3	125.4	145.0	170.2	201.8
자본총계	2,273.7	2,356.2	2,647.6	2,953.9	3,329.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	53.6	429.4	874.7	859.5	933.5
당기순이익	0.0	0.0	317.4	337.0	420.4
비현금항목의 가감	433.9	453.4	575.9	557.1	595.0
유형자산감가상각비	304.4	289.5	300.7	310.3	308.4
무형자산감가상각비	34.4	32.3	41.2	52.7	64.3
지분법평가손익	-10.3	-4.0	-3.1	-3.1	-3.1
기타	105.4	135.6	237.1	197.2	225.4
영업활동자산부채증감	-473.3	-96.1	-31.1	-86.9	-106.2
매출채권및기타채권의감소	-153.2	-102.2	-91.6	-240.5	-261.3
재고자산의감소	-111.4	-59.7	26.9	-43.3	-95.1
매입채무및기타채무의증가	23.8	197.8	70.6	232.4	260.0
기타	-232.5	-132.0	-37.0	-35.5	-9.8
기타현금흐름	93.0	72.1	12.5	52.3	24.3
투자활동 현금흐름	-204.3	-322.4	-363.5	-324.6	-392.6
유형자산의 취득	-312.3	-337.5	-353.5	-300.1	-338.2
유형자산의 처분	343.3	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-58.7	-74.6	-88.4	-100.0	-112.7
투자자산의감소(증가)	-15.3	-46.2	7.0	7.4	-8.6
단기금융자산의감소(증가)	-92.2	53.0	-6.6	-9.8	-11.1
기타	-69.1	78.0	78.0	77.9	78.0
재무활동 현금흐름	-244.8	18.2	-194.3	-165.2	-163.6
차입금의 증가(감소)	-242.6	87.3	-139.4	-77.3	-71.1
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	-47.7	-42.3	-28.2	-61.0	-65.7
기타	45.5	-26.8	-26.7	-26.9	-26.8
기타현금흐름	35.3	-2.4	-255.7	-266.5	-259.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-360.2	122.8	61.1	103.3	117.7
기초현금 및 현금성자산	852.3	492.1	614.9	676.0	779.2
기말현금 및 현금성자산	492.1	614.9	676.0	779.2	897.0

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,093	2,887	6,344	6,638	8,282
BPS	45,945	47,505	53,296	59,281	66,610
CFPS	11,759	12,947	19,023	19,041	21,624
DPS	500	600	1,300	1,400	1,700
주가배수(배)					
PER	19.3	13.6	5.9	5.6	4.5
PER(최고)	32.2	18.9	7.9		
PER(최저)	19.2	11.2	4.9		
PBR	0.88	0.83	0.70	0.63	0.56
PBR(최고)	1.47	1.15	0.94		
PBR(최저)	0.87	0.68	0.59		
PSR	0.25	0.22	0.20	0.18	0.16
PCFR	3.4	3.0	2.0	2.0	1.7
EV/EBITDA	5.9	5.7	4.4	3.5	2.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	19.8	18.2	19.2	19.5	19.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.5	3.5	3.7	4.5
ROA	2.0	2.5	5.0	5.0	5.8
ROE	4.8	6.2	12.6	11.8	13.2
ROIC	5.5	4.5	8.1	8.7	11.3
매출채권회전율	4.9	5.0	5.0	5.2	5.1
재고자산회전율	12.4	12.0	12.3	13.7	14.1
부채비율	157.1	166.8	145.9	135.1	125.8
순차입금비율	64.0	62.6	47.9	36.5	26.4
이자보상배율	4.3	2.9	5.0	8.0	9.0
총차입금	2,066.5	2,156.3	2,017.0	1,939.6	1,868.5
순차입금	1,455.0	1,475.0	1,267.9	1,077.5	877.6
NOPLAT	586.9	601.1	724.7	858.3	988.2
FCF	16.0	-24.5	157.5	197.0	248.7

Compliance Notice

- 당사는 08월 02일 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

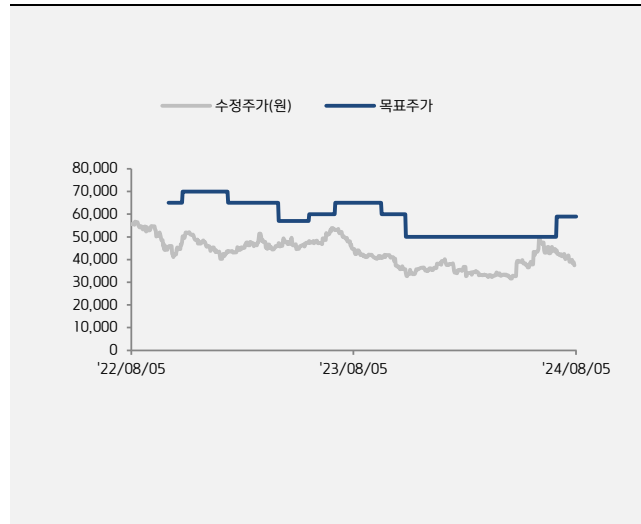
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
담당자 변경	2022-10-05	Buy(Reinitiate)	65,000원	6개월	-31.47	-26.69
HL만도	2022-10-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-33.39	-25.57
(204320)	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	-34.69	-29.75
	2023-10-30	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-27.73	-19.80
	2024-01-10	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-29.72	-19.80
	2024-04-04	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-30.33	-19.80
	2024-04-29	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-22.13	-20.40
	2024-05-13	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-16.08	-0.80
	2024-07-04	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-30.65	-25.25
	2024-08-05	Buy(Maintain)	59,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

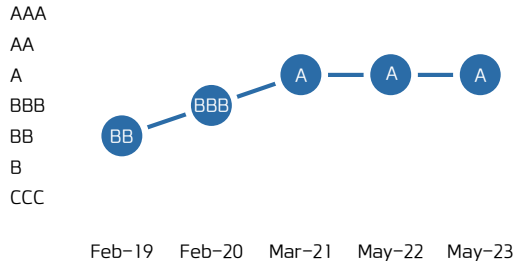
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/07/01~2024/06/30)

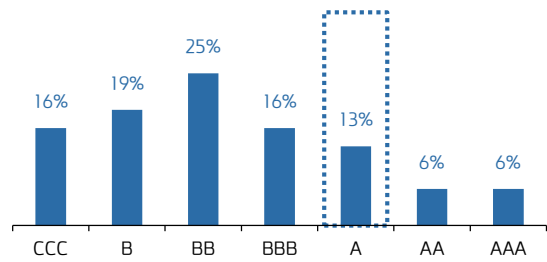
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

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