

HL만도 (204320)

멕시코 관세 영향 우려는 과도



▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 02-3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 58,000원

현재 주가(11/27)	37,450원
상승여력	▲54.9%
시가총액	17,585억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	49,600 / 31,100원
90 일 일평균 거래대금	102.86억원
외국인 지분율	25.6%

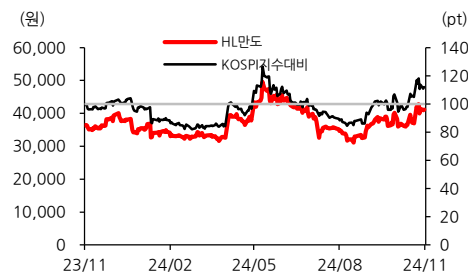
주주 구성	
에이치엘홀딩스 (외 5 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	10.1%
T.RowePrice-HongKong(Limited)(외 10인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.8	8.1	-13.6	3.0
상대수익률(KOSPI)	-3.7	15.0	-5.5	2.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,393	8,702	9,543	10,609
영업이익	279	339	409	505
EBITDA	601	670	760	871
지배주주순이익	136	138	220	258
EPS	2,887	2,946	4,680	5,498
순차입금	1,486	1,670	1,616	1,497
PER	13.6	12.7	8.0	6.8
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.5	5.1	4.4	3.7
배당수익률	1.5	1.9	2.1	2.4
ROE	6.2	6.1	9.1	9.8

주가 추이



트럼프, 멕시코 25% 관세 발표 영향으로 11/27 동사 주가 8.9% 하락

지난 25일 트럼프는 SNS를 통해 대통령 취임일(25.1.20) 당일 미국으로 오는 멕시코와 캐나다의 모든 제품에 25%의 관세를 부과하는 행정명령을 발표하겠다고 언급. 멕시코와 캐나다를 관세국으로 지목한 이유는 이들 국가를 통해 펜타닐 등 마약과 불법 이민자의 유입을 차단하기 위한 목적. 트럼프 언급 이후 멕시코에서 미국향 전자화 사시 부품(IDB, R-EPS 등)을 생산하여 공급하는 동사의 주가는 종가 기준 26일 41,100원에서 금일 37,450원으로 8.88% 급락.

동사 멕시코 생산분은 대부분 관세를 완성차 OEM이 부담

멕시코에서 생산되는 동사 전자화 사시 부품 공급분 대부분은 이를 납품받는 완성차OEM과 FCA(Free Carrier, 운송인 인도조건) 또는 EXW(Ex Works, 공장 인도조건) 조건으로 계약되어 트럼프 2기 정부에 따른 25% 관세 부과 시에도 손익에 영향 미미. FCA와 EXW 조건으로 계약되지 않은 품목은 '통합형 전자식 브레이크(IDB2)'로 대부분은 FCA/EXE 조건으로 공급 계약이 체결되어 있으나, IDB2 멕시코 생산분의 10% 미만 물량에 한해 동사가 납품처 인도 시 발생하는 관세에 대한 책임이 존재하는 상황.

멕시코 관세 영향은 동사 영업이익 전망치의 2% 수준에 불과

동사 멕시코 IDB2 양산 물량 계획은 '25년 연간 90~100만대이며, 이에 따른 예상 매출 증분은 약 3,500억원 전망. 미국향 IDB 물량 100만대와 이 중 관세 영향 물량 비중 최대 10% 가정 시 350억원 매출에 대한 관세 25% 적용 예상. 관세 적용에 있어 가격을 높이는 Cost Plus 방식이 아닌, 동일 가격을 유지하고 관세 금액을 완가에 포함하는 방식 가정 시 동사의 마진 영향은 85억원 이하 수준에 불과할 전망. 이는 '25년 영업이익의 2% 수준에 불과

안정적 지역/고객 포트폴리오 보유로 관세 영향 低 TP 58,000원 유지

멕시코 관세 가시화에 따라 동사 물량을 공급받는 완성차업체 측면에서 관세 부담 증가 가능성은 상존하나, 미국 출시 예정인 주요 고객사의 신차 또는 페이스리프트 차종에 적용되는 부분 고려 시 2~3년 내 부품 공급사 변경 가능성은 매우 어렵다는 측면에서 FCA/EXE 조건 등 현행 공급 계약에 따른 낮은 관세 영향은 지속될 것 또한, 동사는 중국, 인도 등 각 권역별 안정적 현지 고객 포트폴리오를 보유함에 따라 보호무역에 따른 지역별 관세 영향이 낮다는 점에서 현재의 저평가는 과도하다고 판단. 투자 의견 Buy, TP 58,000원 유지

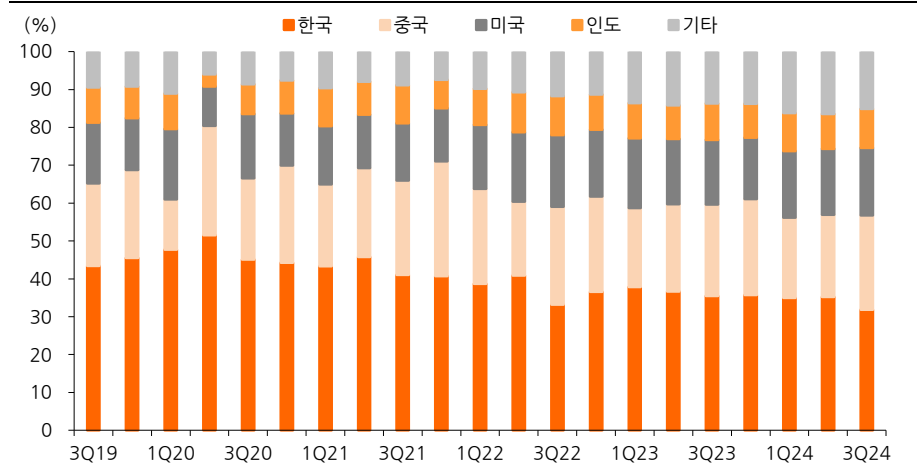
[표1] HL 만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,107	2,147	2,172	2,276	2,123	2,381	2,457	2,581	8,702	9,543	10,609
매출총이익	295.5	299.8	318.4	311.1	282.3	337.0	369.4	384.0	1,225	1,373	1,576
영업이익	75.6	89.6	82.5	91.7	52.2	108.2	118.9	130.1	339	409	505
세전이익	215.2	50.1	-51.6	58.7	36.0	103.5	109.8	81.5	272	331	389
지배주주순이익	139.6	4.5	-56.6	50.9	23.9	68.8	72.9	54.2	138	220	258
GPM	14.0	14.0	14.7	13.7	13.3	14.2	15.0	14.9	14.1	14.4	14.9
OPM	3.6	4.2	3.8	4.0	2.5	4.5	4.8	5.0	3.9	4.3	4.8
NPM	6.6	0.2	-2.6	2.2	1.1	2.9	3.0	2.1	1.6	2.3	2.4
% YoY											
매출액	5.5	2.9	2.5	3.9	0.8	10.9	13.1	13.4	3.7	9.7	11.2
영업이익	7.7	16.4	1.3	81.3	-31.0	20.8	44.0	41.8	21.6	20.6	23.4
지배주주순이익	255.5	-90.7	적전	43.4	-82.9	1,444.2	흑전	6.4	2.0	58.8	17.5

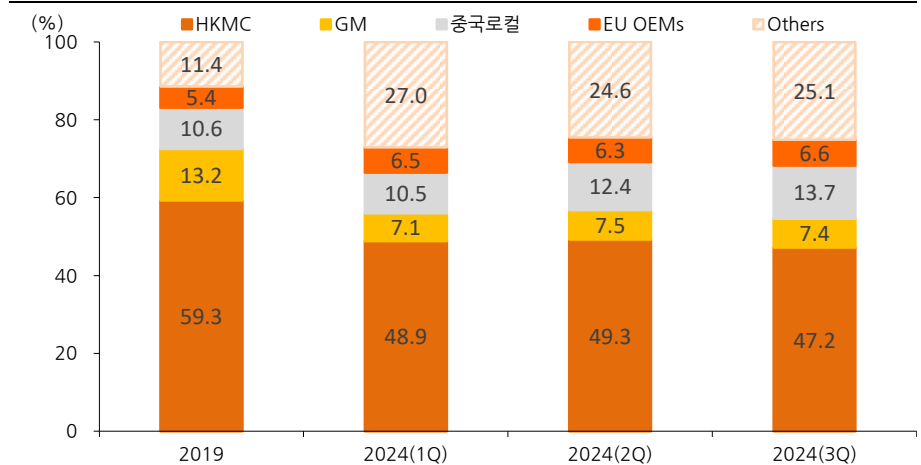
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] HL 만도 지역별 매출 비중 추이



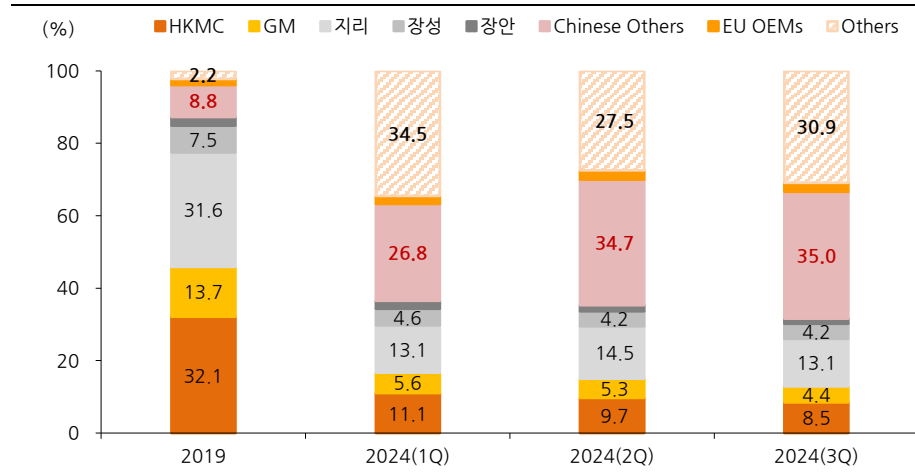
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] HL 만도 글로벌 매출에서 고객사별 비중 추이



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HL 만도 중국 매출에서 고객사별 비중 추이



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] HL 만도 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,516	8,393	8,702	9,543	10,609
매출총이익	1,006	1,130	1,225	1,373	1,576
영업이익	248	279	339	409	505
EBITDA	587	601	670	760	871
순이자손익	-38	-69	-78	-76	-79
외화관련손익	96	78	51	50	0
지분법손익	6	-2	-4	-4	0
세전계속사업손익	230	226	272	331	389
당기순이익	118	155	164	241	284
지배주주순이익	98	136	138	220	258
증가율(%)					
매출액	336.6	11.7	3.7	9.7	11.2
영업이익	213.0	12.6	21.6	20.6	23.4
EBITDA	288.4	2.4	11.5	13.4	14.7
순이익	147.0	30.7	6.3	46.9	17.5
이익률(%)					
매출총이익률	13.4	13.5	14.1	14.4	14.9
영업이익률	3.3	3.3	3.9	4.3	4.8
EBITDA 이익률	7.8	7.2	7.7	8.0	8.2
세전이익률	3.1	2.7	3.1	3.5	3.7
순이익률	1.6	1.8	1.9	2.5	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	54	429	368	575	750
당기순이익	118	155	164	241	284
자산상각비	339	322	331	350	366
운전자본증감	-473	-96	-3	-120	-102
매출채권 감소(증가)	-153	-102	-21	-231	-193
재고자산 감소(증가)	-111	-60	-37	-107	-89
매입채무 증가(감소)	24	198	249	224	187
투자현금흐름	-204	-322	-513	-491	-597
유형자산처분(취득)	31	-333	-365	-414	-491
무형자산 감소(증가)	-59	-75	-57	-61	-62
투자자산 감소(증가)	0	0	-2	-3	-3
재무현금흐름	-245	18	13	39	31
차입금의 증가(감소)	-197	60	53	72	68
자본의 증가(감소)	-48	-42	-28	-33	-38
배당금의 지급	-48	-42	-28	-33	-38
총현금흐름	552	608	361	695	852
(-)운전자본증가(감소)	381	-87	48	120	102
(-)설비투자	312	338	366	414	491
(+)자산매각	285	-70	-56	-61	-62
Free Cash Flow	144	287	-109	99	197
(-)기타투자	269	98	43	12	40
잉여현금	-125	189	-153	87	157
NOPLAT	128	191	205	299	369
(+) Dep	339	322	331	350	366
(-)운전자본투자	381	-87	48	120	102
(-)Capex	312	338	366	414	491
OpFCF	-227	262	121	115	142

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,980	3,265	3,404	3,880	4,361
현금성자산	537	670	598	724	911
매출채권	1,630	1,730	1,721	1,951	2,144
재고자산	665	734	798	905	994
비유동자산	2,866	3,022	3,370	3,503	3,730
투자자산	589	649	815	823	863
유형자산	2,117	2,176	2,330	2,429	2,590
무형자산	160	197	225	251	277
자산총계	5,846	6,287	6,774	7,382	8,092
유동부채	2,151	2,636	2,601	2,774	2,956
매입채무	1,296	1,526	1,671	1,895	2,082
유동성이자부채	757	1,004	806	750	740
비유동부채	1,421	1,295	1,700	1,949	2,255
비유동이자부채	1,309	1,152	1,462	1,590	1,668
부채총계	3,572	3,931	4,301	4,723	5,211
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,153	1,256	1,443	1,663
자본조정	425	428	229	229	229
자기주식	-2	0	0	0	0
자본총계	2,274	2,356	2,473	2,660	2,880

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,093	2,887	2,946	4,680	5,498
BPS	45,945	47,505	49,701	53,681	58,379
DPS	500	600	700	800	900
CFPS	11,759	12,947	7,687	14,802	18,148
ROA(%)	1.7	2.2	2.1	3.1	3.3
ROE(%)	4.8	6.2	6.1	9.1	9.8
ROIC(%)	3.8	5.3	5.5	7.7	9.2
Multiples(x, %)					
PER	19.3	13.6	12.7	8.0	6.8
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.4	3.0	4.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	5.8	5.5	5.1	4.4	3.7
배당수익률	1.2	1.5	1.9	2.1	2.4
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.8	173.9	177.5	180.9
Net debt/Equity	67.3	63.1	67.5	60.7	52.0
Net debt/EBITDA	260.7	247.3	249.3	212.7	171.8
유동비율	138.6	123.9	130.9	139.9	147.5
이자보상배율(배)	4.3	2.9	3.1	3.7	4.4
자산구조(%)					
투자자본	76.1	73.2	72.9	71.9	69.5
현금+투자자산	23.9	26.8	27.1	28.1	30.5
자본구조(%)					
차입금	47.6	47.8	47.8	46.8	45.5
자기자본	52.4	52.2	52.2	53.2	54.5

[Compliance Notice]

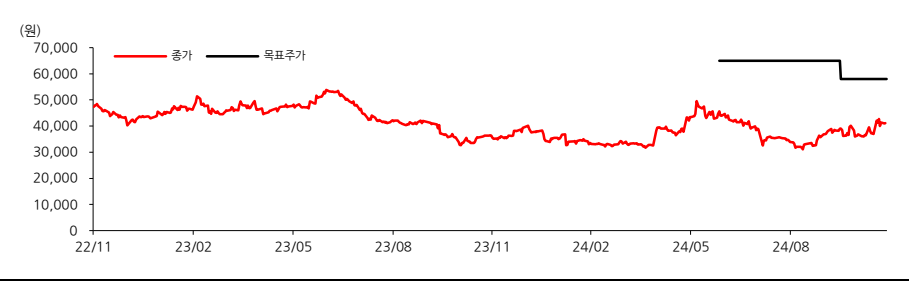
(공표일: 2024년 11월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[HL만도 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일시	2016.08.12	2024.06.26	2024.06.26	2024.07.08	2024.07.29	2024.10.16
투자이전	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	65,000	65,000	65,000	58,000
일시	2024.10.28	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.28		
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.26	Buy	65,000	-42.35	-29.85
2024.10.16	Buy	58,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%