



HL만도 (204320)

[2Q24 Preview] 전자화 샤시(Chassis) 시스템 공급으로 수혜 확대

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

Buy (신규)

목표주가(신규): 65,000원

현재 주가(6/25)	44,700원
상승여력	▲ 45.4%
시가총액	20,990억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	53,900 / 31,650원
90 일 일평균 거래대금	210.44억원
외국인 지분율	27.3%
주주 구성	
에이치엘홀딩스 (외 5 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
만도우리스주 (외 1 인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.3	35.5	17.3	-12.4
상대수익률(KOSPI)	15.0	34.1	10.6	-20.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,516	8,393	8,943	9,975
영업이익	248	279	313	472
EBITDA	587	601	645	823
지배주주순이익	98	136	309	360
EPS	2,093	2,887	6,578	7,669
순차입금	1,530	1,486	1,662	1,504
PER	19.3	13.6	6.6	5.6
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.8	5.5	5.7	4.3
배당수익률	1.2	1.5	1.6	1.9
ROE	4.8	6.2	13.0	13.5

주가 추이



전자화 샤시(Chassis) 시스템 공급으로 수혜 확대 중

동사는 1962년 설립 이후 조향/제동/NVH 관련 부품인 브레이크(Brake), 스티어링(Steering), 서스펜션(Suspension)을 공급해 온 부품사로서, 기존 유압/기계식 매커니즘을 적용한 컨벤셔널 샤시(Conventional Chassis) 시스템에서 차량 SDV 전환에 맞춰 SW 기반 제어가 용이하도록 모터 기반 전자화 샤시(E-Chassis) 시스템 개발/공급 역량을 강화 중. 특히, IDB는 전자 신호 기반으로 주행 상황/조건에 맞게 제동력을 상시 최적화하고, 회생제동을 통해 회수되는 전력량을 극대화하는 데 있어 핵심 역할을 수행하므로 향후 EV/자율주행 시장 확대에 있어 필수적인 전략 부품. 2세대 버전인 IDB2는 내년 멕시코 공장에서 100만대 규모 양산/공급 예정. 이는 브랜드/차종 상관없이 표준화 및 모듈화된 형태로서 북미향 매출 순증 효과(3,500억원) 및 수익성 제고에 기여할 전망.

2Q 매출액 2,2조원(+6.5% YoY), 영업이익 842억원(+9.4% YoY) 전망

동사의 2Q24 매출은 1)아구환신 등에 따른 중국로컬업체 중심 EV 판매 확대와 2)현지 공급망을 구축한 인도 및 북미 시장에서 현대/기아 등 주요 고객사 전동화부품 수요 확대에 견조한 증가세가 지속될 전망. 특히, 동사 지역기준 매출의 24% 비중을 차지하고 있는 중국의 경우 특정 고객에 편중된 형태가 아닌 지리, 장성, 장안 등 여러 로컬업체로 다변화되어 있으며, 침투율이 높아지고 있는 EV업체 중심으로 수주를 추진 중. 북미/인도의 경우 주요 고객인 현대차/기아 현지 판매 물량 확대와 더불어 GM 등 북미 EV 업체, 마힌드라, 타타 등 인도 현지 업체에도 IDB 등 전자화 샤시 시스템에서 컨벤션 시스템에 이르기까지 공급을 확대하면서 고객 다변화 및 외연 확장 진행 중. 수익성 측면에서는 매출 대비 원가/비용 비중 안정적 유지하며 OPM 3.8%(+0.1%p YoY) 수준 기록할 전망. 제어기 칩셋 IBJ/OBJ 등 주요 자재의 수급 관련 환율 영향 등이 존재하나 매출에서의 환율 영향과 상쇄되며, 인도 증설은 올해 마무리 예정이며 멕시코 IDB2 공장 설립에 따른 CAPEX 증분 또한 향후 매출 대비 감가상각비 3% 수준 유지에 있어 별다른 영향은 없을 것으로 예상.

목표주가 65,000원으로 커버리지 개시, 투자의견 Buy 제시

SDV 전환에 있어 동사가 공급하는 전자화 샤시 시스템 역할 중요, xEV 시장 확대 및 OTA 기반 차량 기능의 최신 업데이트 보편화에 따라 다양한 기능 SW와 호환 가능한 전자화 HW 수요가 증대되면서 IDB(Integrated Dynamic Brake), EPS(Electric Power Steering) 등에 대한 동사 공급 확대 기대. 12M FWD BPS에 PBR 1.2 적용하여 목표 주가 산출, 여전히 45% 이상의 상승여력 충분하다고 판단.

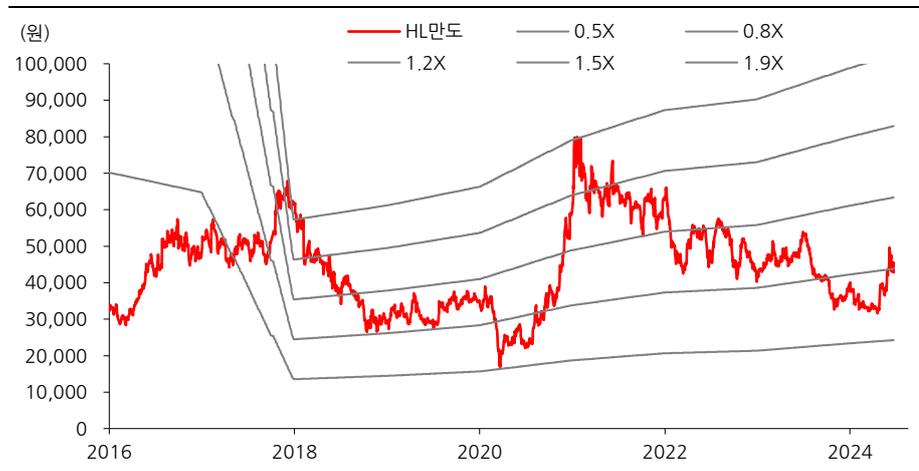
[표1] HL만도 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	HL만도	설명
BPS(12M FWD)	53,988	
Target PBR	1.18	동사의 최근 5개년 12m FWD PBR 중단 적용
적정주가	66,066	
목표주가	65,000	
현주가	44,700	
상승여력	45.4	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] HL만도 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

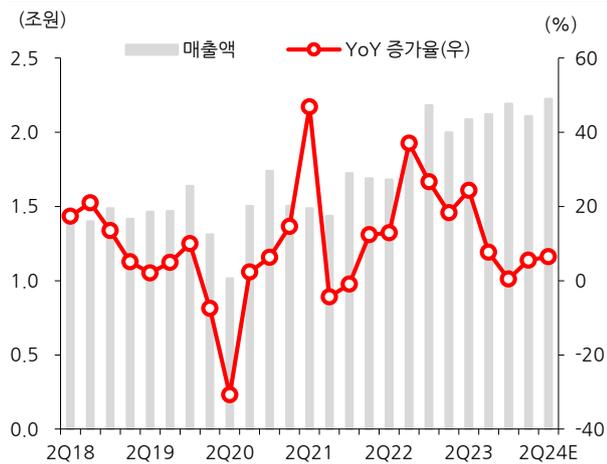
[표2] HL만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,997	2,087	2,119	2,190	2,107	2,222	2,262	2,351	8,393	8,943	9,975
한국	756	765	752	783	738	742	722	728	3,057	2,930	2,975
중국	416	480	511	555	446	538	584	631	1,963	2,200	2,562
미국	368	361	362	355	370	396	397	398	1,446	1,561	1,862
인도	185	183	204	195	211	218	222	234	767	885	1,002
매출 비중											
한국	37.9	36.7	35.5	35.8	35.0	33.4	31.9	30.9	36.4	32.8	29.8
중국	20.9	23.0	24.1	25.3	21.2	24.2	25.8	26.8	23.4	24.6	25.7
미국	18.4	17.3	17.1	16.2	17.6	17.8	17.6	16.9	17.2	17.5	18.7
인도	9.3	8.8	9.6	8.9	10.0	9.8	9.8	10.0	9.1	9.9	10.0
매출총이익	275	275	302	278	296	301	315	294	1,130	1,206	1,456
영업이익	70.2	77.0	81.5	50.6	75.6	84.2	85.2	68.0	279	313	472
세전이익	71	69	44	42	215	93	120	11	226	439	477
지배주주순이익	39	48	13	36	140	70	90	9	136	309	360
GPM	13.7	13.2	14.3	12.7	14.0	13.5	13.9	12.5	13.5	13.5	14.6
OPM	3.5	3.7	3.8	2.3	3.6	3.8	3.8	2.9	3.3	3.5	4.7
NPM	2.0	2.3	0.6	1.6	6.6	3.2	4.0	0.4	1.6	3.5	3.6
% YoY											
매출액	18.3	24.3	7.7	0.4	5.5	6.5	6.7	7.3	11.7	6.6	11.5
영업이익	1.8	68.5	6.4	-11.0	7.7	9.4	4.6	34.3	12.6	12.1	50.8
지배주주순이익	31.7	33.5	-90.0	흑전	255.5	46.8	599.0	-75.6	37.9	127.8	16.6

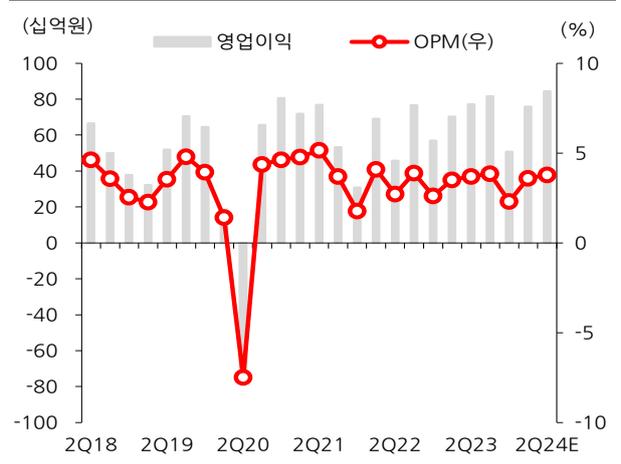
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] HL만도 매출액 추이 및 전망



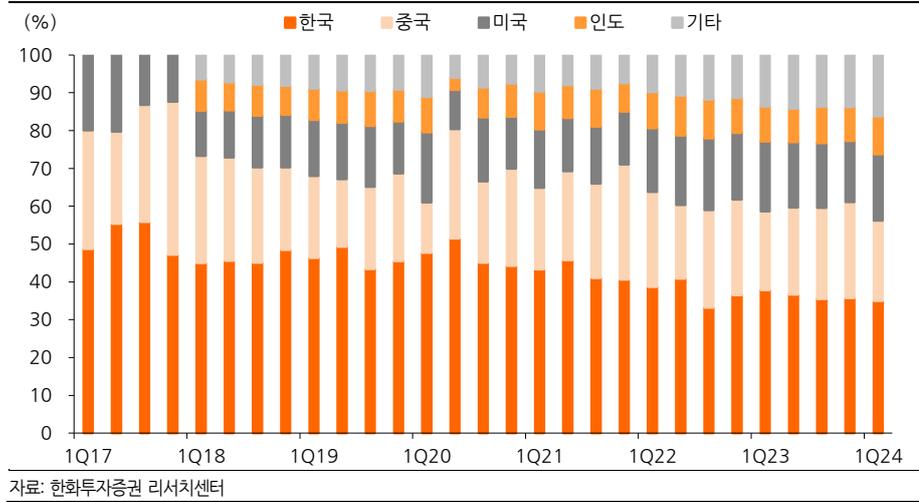
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HL만도 영업이익 추이 및 전망

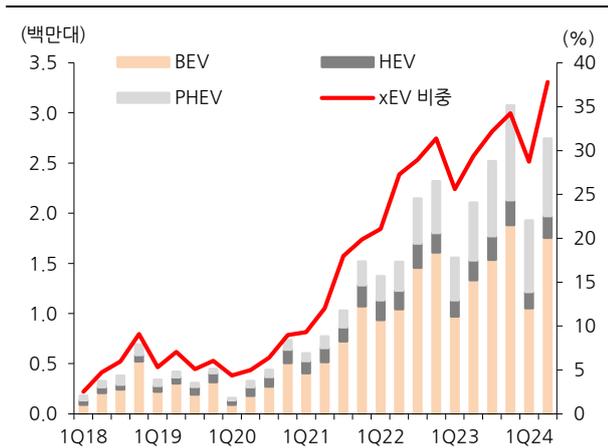


자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

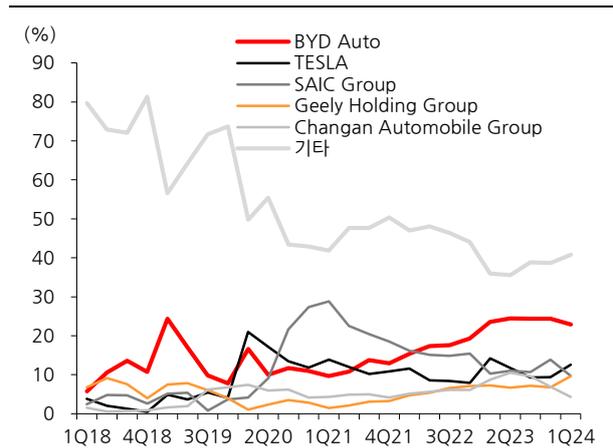
[그림4] HL 만도 지역별 매출 비중 추이



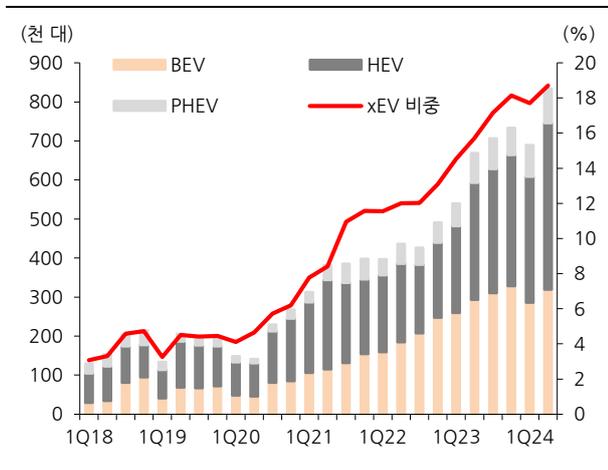
[그림5] 중국 자동차 xEV 수요 및 비중 추이



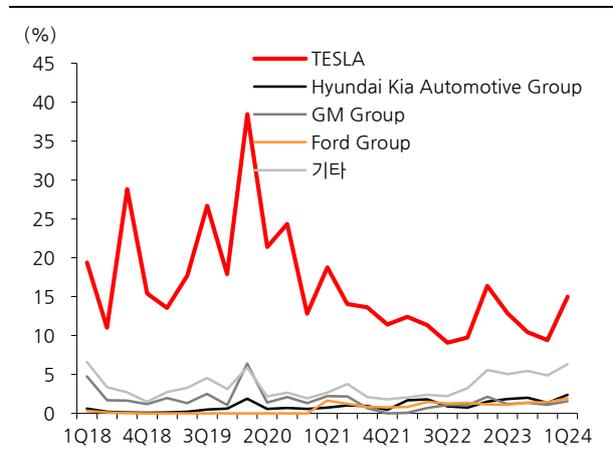
[그림6] 중국 BEV 주요 업체별 판매 비중 추이



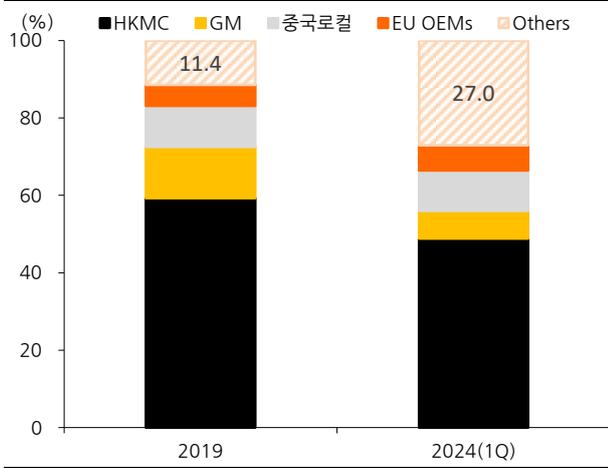
[그림7] 미국 자동차 xEV 수요 및 비중 추이



[그림8] 미국 BEV 주요 업체별 판매 비중 추이

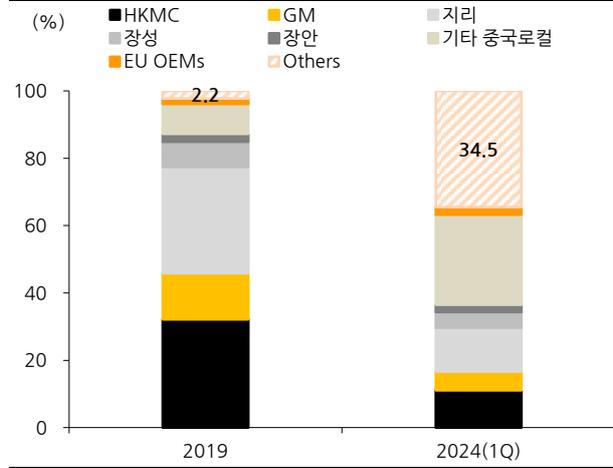


[그림9] HL만도 글로벌 고객별 매출 비중 - Others 비중 확대 : 북미 주요 EV 업체, 인도 주요업체 등 다변화



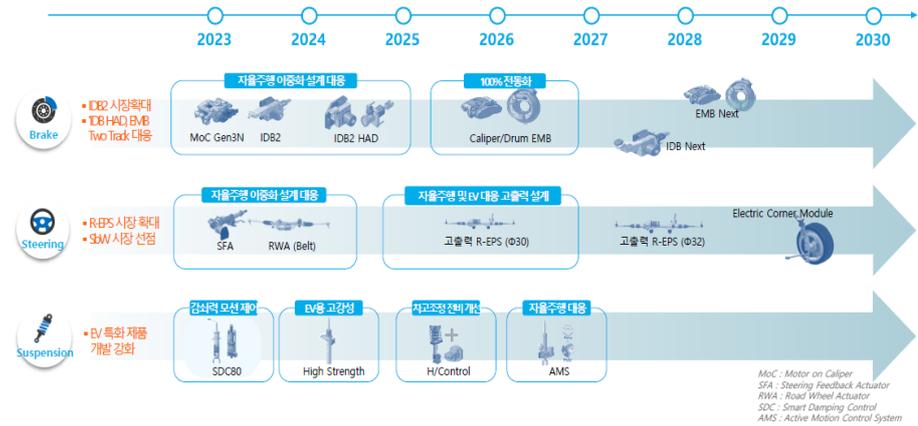
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] HL만도 중국 내 고객별 매출 비중 - Others 비중 확대 : 신흥 중국 로컬 EV 업체 중심 고객 다변화



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] HL만도 차시 시스템(Brake, Steering, Suspension) 관련 로드맵 - SDV의 기능 SW와의 호환성 높이기 위해 전자화(Electrified) 방식으로 고도화



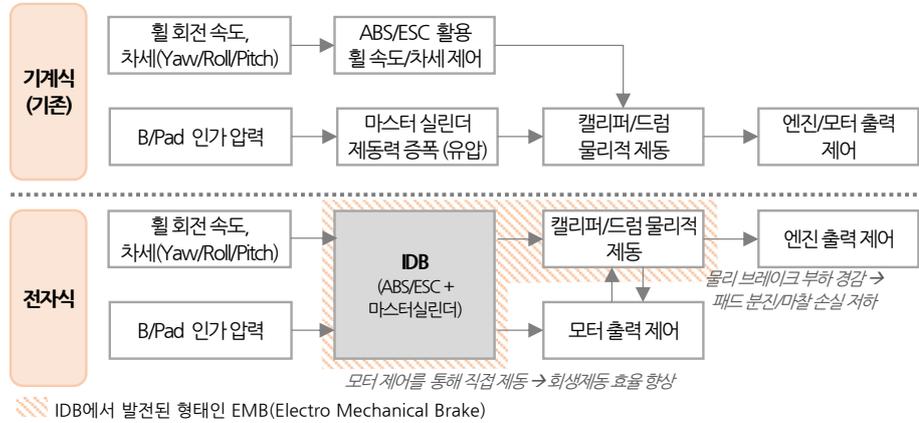
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] IDB(Integrated Dynamic Brake): ABS/ESC와 마스터실린더를 액추에이터 기반 전자화 통합 : 25년 멕시코공장 100만대 규모 양산/공급, 북미향 매출 증가 전망



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] IDB(Integrated Dynamic Brake) 효과



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 기존 브레이크와 전자식 브레이크(IDB) 차이

	기존 유압식 브레이크	IDB(Integrated Dynamic Brake)
제동 성능 (응답성)	- 제동에 필요한 물리적 힘을 수동으로 직접 부여하는 방식 → 상황에 맞는 제동 시점 및 안정적 제동 위한 필요 압력 인가 어려움	- 최적 제동 시점에 맞게 구동 모터 입출력 제어 자동화(또는 보조) * 데이터 기반 제어 파라미터 업데이트 가능 → 주행 상황에 맞는 제동으로 조향, 정숙성(승차감) 최적화 용이 * ADAS 기능 중 하나인 AEB(긴급제동) 성능 향상에 활용
에너지 효율 (회생제동)	- 모터 제어(부스터)와 제동/차세 제어(ABS/ESC) 이원화 → ABS/ESC와 부스터 동작간 시차 발생에 따른 에너지 소모 불가피	- 모터 제어(부스터)와 제동/차세 제어(ABS/ESC) 단일화로 제동 필요시에만 모터 작동하여 연비 향상(에너지 소모 최소화) → 회생제동 작동 시 에너지 회수를 개선으로 주행거리 향상
메커니즘 복잡성	- 다양한 기계적 장치부 연결에 따른 메커니즘 복잡성 증가 및 유지보수 비용 증가 - 차량 패키지 최적화 한계	- 전동 부스터와 ESC를 단일화하여 소형/경량화, 모듈/표준화로 복잡성 경감 및 유지보수 용이 - 차량 패키지 최적화 개선(공간성 향상) - 모듈/표준화에 따른 생산공정 단순화, 대량 양산에 따른 제조원가 절감

자료: HL만도, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,147	7,516	8,393	8,943	9,975
매출총이익	901	1,006	1,130	1,206	1,456
영업이익	232	248	279	313	472
EBITDA	559	587	601	645	823
순이자손익	-43	-38	-69	-74	-79
외화관련손익	38	96	78	62	50
지분법손익	13	6	-2	-4	-4
세전계속사업손익	228	230	226	439	477
당기순이익	179	118	155	315	360
지배주주순이익	167	98	136	309	360
증가율(%)					
매출액	n/a	22.3	11.7	6.6	11.5
영업이익	n/a	6.8	12.6	12.1	50.8
EBITDA	n/a	5.0	2.4	7.3	27.5
순이익	n/a	-33.8	30.7	103.7	14.3
이익률(%)					
매출총이익률	14.7	13.4	13.5	13.5	14.6
영업이익률	3.8	3.3	3.3	3.5	4.7
EBITDA 이익률	9.1	7.8	7.2	7.2	8.2
세전이익률	3.7	3.1	2.7	4.9	4.8
순이익률	2.9	1.6	1.8	3.5	3.6

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,944	2,980	3,265	4,114	4,428
현금성자산	870	537	670	1,230	1,217
매출채권	1,412	1,630	1,730	1,778	1,995
재고자산	544	665	734	799	896
비유동자산	2,760	2,866	3,022	3,324	3,476
투자자산	453	589	649	797	813
유형자산	2,193	2,117	2,176	2,283	2,363
무형자산	114	160	197	244	300
자산총계	5,704	5,846	6,287	7,438	7,904
유동부채	2,130	2,151	2,636	2,728	2,592
매입채무	1,282	1,296	1,526	1,559	1,749
유동성이자부채	725	757	1,004	1,049	717
비유동부채	1,531	1,421	1,295	2,069	2,344
비유동이자부채	1,441	1,309	1,152	1,843	2,004
부채총계	3,660	3,572	3,931	4,797	4,936
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	915	1,083	1,153	1,426	1,753
자본조정	389	425	428	229	229
자기주식	-2	-2	0	0	0
자본총계	2,044	2,274	2,356	2,641	2,968

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	413	54	429	709	697
당기순이익	179	118	155	315	360
자산상각비	327	339	322	332	351
운전자본증감	-140	-473	-96	137	-132
매출채권 감소(증가)	0	-153	-102	-113	-217
재고자산 감소(증가)	-159	-111	-60	-49	-98
매입채무 증가(감소)	-62	24	198	439	190
투자현금흐름	-377	-204	-322	-515	-508
유형자산처분(취득)	-169	31	-333	-355	-388
무형자산 감소(증가)	-34	-59	-75	-82	-98
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2
재무현금흐름	229	-245	18	347	-204
차입금의 증가(감소)	238	-197	60	348	-171
자본의 증가(감소)	-9	-48	-42	-28	-33
배당금의 지급	-9	-48	-42	-28	-33
총현금흐름	596	552	608	547	829
(-)운전자본증가(감소)	263	381	-87	241	132
(-)설비투자	207	312	338	356	388
(+)자산매각	5	285	-70	-82	-98
Free Cash Flow	131	144	287	-131	210
(-)기타투자	52	269	98	-303	20
잉여현금	79	-125	189	172	191
NOPLAT	182	128	191	224	356
(+) Dep	327	339	322	332	351
(-)운전자본투자	263	381	-87	241	132
(-)Capex	207	312	338	356	388
OpFCF	39	-227	262	-40	187

주: IFRS 연결 기준

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,559	2,093	2,887	6,578	7,669
BPS	41,624	45,945	47,505	53,332	60,301
DPS	800	500	600	700	800
CFPS	12,689	11,759	12,947	11,654	17,646
ROA(%)	3.1	1.7	2.2	4.5	4.7
ROE(%)	9.3	4.8	6.2	13.0	13.5
ROIC(%)	6.2	3.8	5.3	5.9	8.7
Multiples(x, %)					
PER	17.8	19.3	13.6	6.6	5.6
PBR	1.5	0.9	0.8	0.8	0.7
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	5.0	3.4	3.0	3.7	2.4
EV/EBITDA	7.6	5.8	5.5	5.7	4.3
배당수익률	1.3	1.2	1.5	1.6	1.9
안정성(%)					
부채비율	179.0	157.1	166.8	181.6	166.3
Net debt/Equity	63.4	67.3	63.1	62.9	50.7
Net debt/EBITDA	231.7	260.7	247.3	257.7	182.8
유동비율	138.3	138.6	123.9	150.8	170.9
이자보상배율(배)	4.6	4.3	2.9	3.0	4.2
자산구조(%)					
투하자본	70.4	76.1	73.2	66.3	67.3
현금+투자자산	29.6	23.9	26.8	33.7	32.7
자본구조(%)					
차입금	51.4	47.6	47.8	52.3	47.8
자기자본	48.6	52.4	52.2	47.7	52.2

[Compliance Notice]

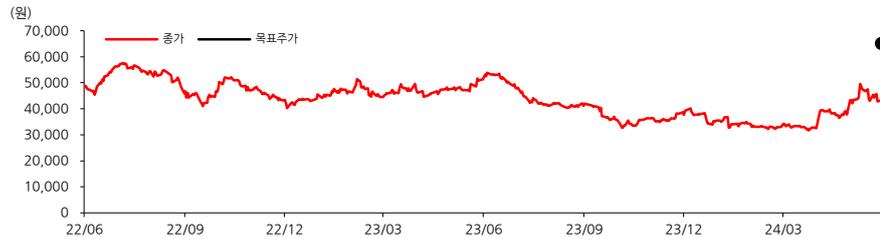
(공표일: 2024년 6월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.06.26	2024.06.26			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		김성래	65,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.26	Buy	65,000		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%