NH투자증권

HL만도 (204320.KS)

북미와 중국의 실적 견인

북미는 고수익성의 IDB 2세대 생산으로 믹스 개선되고 있으며 램프업 진행에 따라 추가 수익성 개선 전망. 중국은 로컬 업체 향 판매 확대와 전략고객 향 차세대 부품 매출 확대로 실적 개선

Analyst 하늘
02)768-7308, neul.ha@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**46,000원 (상향)**
현재가 (25/07/01)	**33,700원**
업종	**운수장비**
KOSPI / KOSDAQ	3,071.70 / 781.5
시가총액(보통주)	1,542.5십억원
발행주식수(보통주)	47.0백만주
52주 최고가('25/02/13)	46,650원
최저가('24/09/11)	31,100원
평균거래대금(60일)	7,930백만원
배당수익률(2025E)	2.13%
외국인지분율	24.9%
주요주주	
기아 외 7 인	30.3%
국민연금공단	12.2%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	-17.9	-19.2	-25.2
상대수익률 (%p)	-31.6	-36.9	-31.8

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	8,848	9,191	9,384	9,638
증감률	*5.4*	*3.9*	*2.1*	*2.7*
영업이익	359	403	438	447
증감률	*28.5*	*12.4*	*8.7*	*2.1*
영업이익률	*4.1*	*4.4*	*4.7*	*4.6*
(지배지분) 순이익	130	198	233	237
EPS	2,767	4,227	4,970	5,038
증감률	*-4.2*	*52.8*	*17.6*	*1.4*
PER	14.7	7.8	6.6	6.5
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	4.1	3.8	3.7
ROE	5.5	7.6	8.3	7.9
부채비율	163.8	155.7	145.7	137.5
순차입금	1,477	1,551	1,655	1,758

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

목표주가 46,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지하며 목표주가는 46,000원으로 상향. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 Target PER 10.2배(글로벌 부품업체 평균에 10%의 프리미엄 부여)를 적용해 산출

글로벌 부품 업체들의 밸류에이션은 미국 관세 불확실성이 완화되며 점진적 회복 추세. 프리미엄 10%는 자동차 산업의 SDV로의 전환 과정에서 북미 선도업체와 중국 전략 고객사 향 차세대 제품 공급 레퍼런스를 기반으로 한 동사의 부품 경쟁력 우위를 반영

2분기 Preview: 북미 IDB 2세대 생산, 중국에서 새로운 활로 모색

2분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 1,976억원(+2.3% y-y), 997억원(+11.2% y-y, 영업이익률 4.5%)을 기록할 것으로 예상. 북미와 중국 지역이 실적 성장과 수익성을 견인. 4월부터 멕시코에서 IDB(Integrated Dynamic Brake) 2세대 제품의 생산 시작. 고수익성의 IDB 2세대의 램프업으로 믹스개선으로 인한 북미 지역 수익성 개선

중국에서는 북미 선도업체의 판매량 둔화가 이어지고 있으나, 중국 로컬업체향 판매 확대로 수익성 하락을 방어. 중국은 저가 차량 중심으로 가격 인하 경쟁이 강화되며 실적 둔화 우려가 있으나, 동사는 주로 고가 차량 중심으로 고부가 제품을 공급하고 있어 영향은 제한적. 중국 내 점유율과 인지도가 빠르게 상승하고 있는 전략 고객 향으로 차세대 부품 매출이 빠르게 확대되며 수익성 개선 전망

HL만도 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	2,147	2,172	2,422	2,271	2,198	2.3	-3.2	2,228	2,309	2,299
영업이익	89.6	82.5	111.0	79.2	99.7	11.2	25.9	100.7	98.4	113.1
영업이익률	*4.2*	*3.8*	*4.6*	*3.5*	*4.5*			*4.5*	*4.3*	*4.9*
세전이익	50.1	-51.6	51.8	61.6	88.3	76.3	43.3	89.4	79.8	84.7
(지배)순이익	4.5	-56.7	42.5	27.9	63.6	1,328	127.9	64.4	55.9	59.2

자료: HL만도, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

HL만도는 2014년 9월에 (주)한라홀딩스의 자동차부품 제조·판매업 부문이 인적분할되어 설립된 자동차 부품 생산·판매 업체. 주요 제품은 제동장치/현가장치/조향장치이며 현대차그룹의 주요 ADAS 부품 공급자. 안전규제 강화 및 자율주행 시장 성장에 따라 ADAS 부문 성장세. 장기적으로는 ADAS 고객군의 의미있는 다변화 여부가 Valuation 상승 기대 요인

Share price drivers/Earnings Momentum

- 자동차 샤시부문(제동/현가/조향)에 대한 제조 경험과 높은 이해도를 바탕으로 글로벌 수주 경쟁력 보유
- 현대차그룹에 대한 ADAS 주요 공급자로 ADAS 시장의 중장기 성장성 기대

Downside Risk

- 자동차 산업 구조변화로 인한 글로벌 자동차 수요 감소
- ADAS 부문의 고객사가 현대차그룹에 집중되어 있어 고객다변화 필요

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Magna	7.7	6.2	0.8	0.7	10.2	11.8
Borgwarner	7.7	7.1	1.1	1.0	14.9	14.3
Denso	12.7	10.6	1.0	1.0	8.0	9.9
Forvia	8.8	4.7	0.4	0.3	4.0	7.1
Valeo	7.2	4.6	0.5	0.5	7.1	10.2

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	13.6	14.7	7.8	6.6	6.5
PBR	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	6.2	5.5	7.6	8.3	7.9
ROIC	4.4	5.1	7.2	7.7	7.4

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

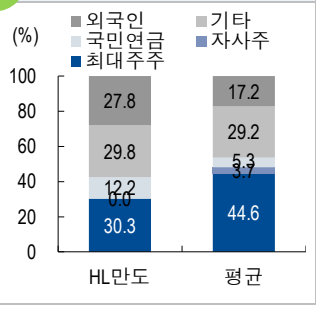
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**5,866**	**5,685**	**5,665**	**5,982**	**5,564**	**6,147**	**7,516**	**8,393**	**8,848**
영업이익	305	84	197	219	89	232	248	279	359
영업이익률(%)	5.2	1.5	3.5	3.7	1.6	3.8	3.3	3.3	4.1
세전이익	279	19	141	176	5	228	230	226	265
순이익	**210**	**18**	**113**	**118**	**14**	**179**	**118**	**155**	**158**
지배지분순이익	**199**	**5**	**106**	**111**	**6**	**167**	**98**	**136**	**130**
EBITDA	534	329	469	519	394	559	587	601	694
CAPEX	336	286	262	222	178	207	312	338	310
Free Cash Flow	14	-9	24	51	252	205	-326	92	125
EPS(원)	4,249	102	2,250	2,354	123	3,559	2,093	2,887	2,767
BPS(원)	31,191	28,786	30,151	32,193	34,872	41,624	45,945	47,505	53,635
DPS(원)	1,000	200	500	550	0	800	500	600	700
순차입금	1,088	1,182	1,247	1,312	1,098	1,267	1,413	1,375	1,477
ROE(%)	14.3	0.3	7.6	7.6	0.4	9.3	4.8	6.2	5.5
ROIC(%)	9.3	1.4	5.8	5.9	9.3	5.6	5.3	4.4	5.1
배당성향(%)	23.5	195.8	22.2	23.3	0.0	22.5	23.9	20.8	25.3
배당수익률(%)	2.1	0.3	1.7	1.6	0.0	1.3	1.2	1.5	1.7
순차입금 비율(%)	71.8	83.7	84.1	82.8	64.2	62.0	62.1	58.3	55.3

자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

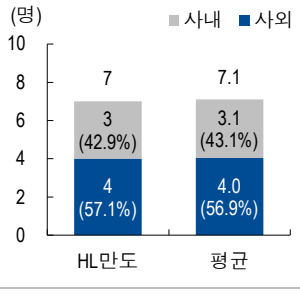
ESG Index & Event

G

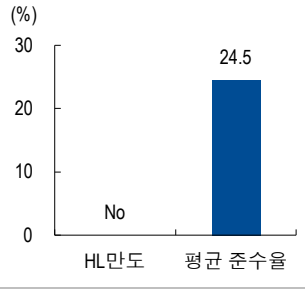
주주 구성



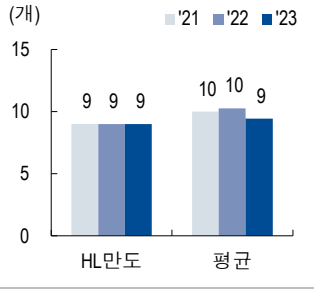
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



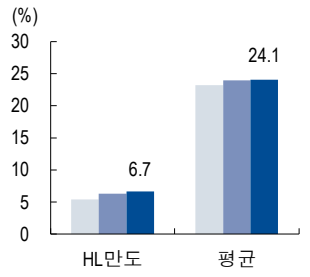
기업지배구조 핵심지표 준수



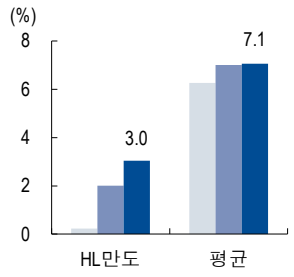
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: HL만도, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

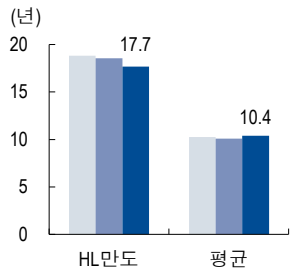
여성 임직원 비율



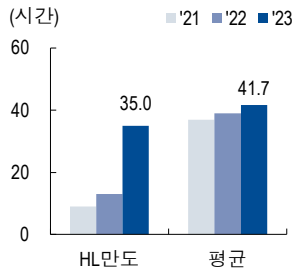
계약직 비율



근속연수



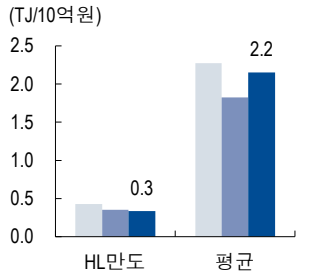
인당 교육시간



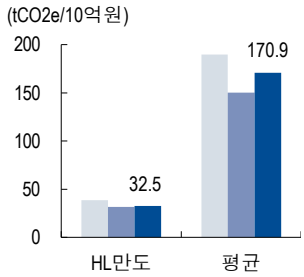
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

E

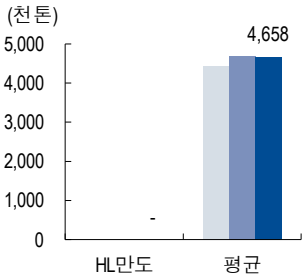
에너지 사용량



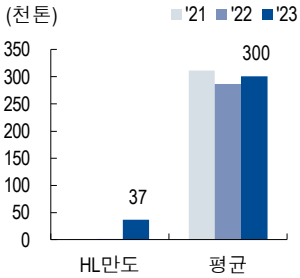
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2017.6	- 환경부, 만도 원주공장 2017년 녹색기업 대상 선정
	2018.1	- 원주지방환경청과 지역환경기술 지원 협약을 체결하여 협력사 환경분야 전반에 대한 진단과 기술 지원
S	2017.3	- 공정위, 하도급대금 감액한 만도에 하도급법 위반으로 시정명령 및 과징금 8천만원 부과
	2019.8	- 만도 노사, 7년만에 통상임금 소송 법적 분쟁을 마치고, 관련 협상 타결
G	2014.9	- 지주사(한라홀딩스)와 사업회사(가칭 만도)로 분할
	2018.12	- 정몽원 한라그룹 회장 5년 만에 만도 최고경영자(CEO) 복귀

자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부

표1. HL만도 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	8,848	9,191	9,384	9,638
	- 수정 전	-	9,267	9,498	9,747
	- 변동률	-	-0.8	-1.2	-1.1
영업이익	- 수정 후	358.8	403.3	438.3	447.5
	- 수정 전	-	403.8	439.1	448.8
	- 변동률	-	-0.1	-0.2	-0.3
영업이익률(수정 후)		4.1	4.4	4.7	4.6
EBITDA		694.2	795.7	884.4	946.7
(지배지분)순이익		129.9	198.6	233.5	236.8
EPS	- 수정 후	2,767	4,228	4,973	5,043
	- 수정 전	-	4,238	4,986	5,064
	- 변동률	-	-0.2	-0.3	-0.4
PER		14.7	7.8	6.6	6.5
PBR		0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA		5.1	4.1	3.9	3.7
ROE		5.5	7.6	8.3	7.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. HL만도 목표주가 산정

구분	단위		비고
EPS	(원)	4,598	12 개월 선행
Target PER	(배)	10.2	10% 프리미엄 부여
주당 가치	(원)	46,840	
목표주가	**(원)**	**46,000**	
현재가	(원)	32,850	
Upside	(%)	40.0%	

자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. HL만도 분기실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F
매출액	**1,996.7**	**2,086.8**	**2,119.1**	**2,190.4**	**2,107.3**	**2,147.4**	**2,171.7**	**2,421.8**	**2,271.0**	**2,197.6**	**2,298.6**	**2,423.5**
국내	755.9	765.2	752.1	783.4	737.9	756.8	692.7	872.6	760.4	744.4	739.3	833.0
중국	416.4	480.4	511.2	555.0	446.4	465.2	539.8	610.1	444.2	548.2	595.2	619.9
북미	490.2	488.7	489.7	466.0	504.0	522.1	539.4	545.7	623.2	540.6	554.1	544.6
인도	184.8	183.5	203.6	195.1	211.0	197.5	223.2	202.3	242.7	198.6	222.1	220.5
유럽	149.4	169.0	162.7	190.9	208.1	205.8	176.8	191.0	200.6	165.8	187.9	205.5
영업이익	**70.2**	**77.0**	**81.5**	**50.6**	**75.6**	**89.6**	**82.5**	**111.0**	**79.2**	**99.7**	**113.1**	**111.3**
영업이익률(%)	*3.5*	*3.7*	*3.8*	*2.3*	*3.6*	*4.2*	*3.8*	*4.6*	*3.5*	*4.5*	*4.9*	*4.6*
세전이익	70.8	69.5	43.7	41.8	215.2	50.1	-51.6	51.8	61.6	88.3	84.7	69.3
지배지분 당기순이익	39.3	47.9	12.9	35.5	139.6	4.5	-56.7	42.5	27.9	63.6	59.2	47.8

자료: HL만도, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**8,848**	**9,191**	**9,384**	**9,638**
증감률 (%)	5.4	3.9	2.1	2.7
매출원가	**7,525**	**7,807**	**7,906**	**8,075**
매출총이익	**1,323**	**1,383**	**1,478**	**1,563**
Gross 마진 (%)	15.0	15.1	15.8	16.2
판매비와 일반관리비	964	980	1,040	1,116
영업이익	**359**	**403**	**438**	**447**
증감률 (%)	28.5	12.4	8.7	2.1
OP 마진 (%)	4.1	4.4	4.7	4.6
EBITDA	**694**	**796**	**884**	**947**
영업외손익	**-93**	**-88**	**-99**	**-102**
금융수익(비용)	-82	-70	-76	-73
기타영업외손익	-6	-14	-19	-25
종속, 관계기업관련손익	-5	-4	-5	-4
세전계속사업이익	**265**	**315**	**339**	**345**
법인세비용	**107**	**80**	**73**	**74**
계속사업이익	158	235	266	271
당기순이익	**158**	**235**	**266**	**271**
증감률 (%)	2.4	48.6	13.1	2.0
Net 마진 (%)	1.8	2.6	2.8	2.8
지배주주지분 순이익	130	198	233	237
비지배주주지분 순이익	28	25	27	26
기타포괄이익	205	0	0	0
총포괄이익	363	235	266	271

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	14.7	7.8	6.6	6.5
PBR(X)	0.8	0.6	0.5	0.5
PCR(X)	2.8	1.9	1.8	1.6
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	5.1	4.1	3.8	3.7
EV/EBIT(X)	9.9	8.1	7.8	7.9
EPS(W)	2,767	4,227	4,970	5,038
BPS(W)	53,635	57,407	61,800	66,321
SPS(W)	188,431	195,725	199,852	205,250
자기자본이익률(ROE, %)	5.5	7.6	8.3	7.9
총자산이익률(ROA, %)	2.4	3.3	3.5	3.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	5.1	7.2	7.7	7.4
배당수익률(%)	1.7	2.1	2.1	2.1
배당성향(%)	25.3	16.6	14.1	13.9
총현금배당금(십억원)	33	33	33	33
보통주 주당배당금(W)	700	700	700	700
순부채(현금)/자기자본(%)	55.3	54.0	53.3	52.5
총부채/자기자본(%)	163.8	155.7	145.7	137.5
이자발생부채	2,167	2,178	2,183	2,190
유동비율(%)	126.8	124.9	121.9	119.1
총발행주식수(mn)	47	47	47	47
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	40,650	32,850	32,850	32,850
시가총액(십억원)	1,909	1,543	1,543	1,543

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	536	469	369	272
매출채권	2,020	2,098	2,142	2,200
유동자산	**3,677**	**3,732**	**3,701**	**3,693**
유형자산	2,410	2,713	3,012	3,310
투자자산	235	244	249	256
비유동자산	**3,375**	**3,620**	**3,937**	**4,253**
자산총계	**7,052**	**7,351**	**7,638**	**7,946**
단기성부채	885	894	899	905
매입채무	1,449	1,506	1,537	1,579
유동부채	**2,900**	**2,988**	**3,037**	**3,101**
장기성부채	1,282	1,285	1,285	1,285
장기충당부채	44	46	47	48
비유동부채	**1,479**	**1,489**	**1,493**	**1,499**
부채총계	**4,379**	**4,476**	**4,530**	**4,600**
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603
이익잉여금	1,237	1,414	1,620	1,833
비지배주주지분	154	179	206	232
자본총계	**2,673**	**2,875**	**3,108**	**3,346**

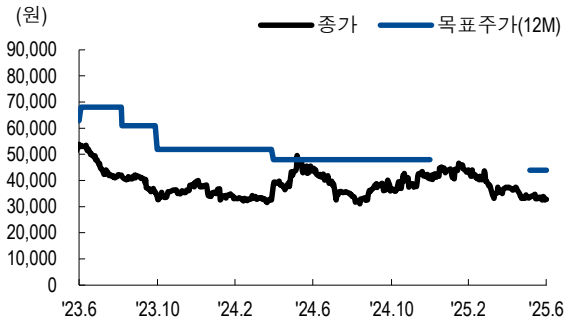
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**435**	**593**	**693**	**745**
당기순이익	158	235	266	271
+ 유/무형자산상각비	335	392	446	499
+ 종속, 관계기업관련손익	-25	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	690	796	877	941
- 운전자본의증가(감소)	-163	-34	-19	-25
투자활동 현금흐름	**-397**	**-283**	**-357**	**-357**
+ 유형자산 감소	3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-310	-303	-299	-298
+ 투자자산의매각(취득)	38	-9	-5	-7
Free Cash Flow	125	291	393	447
Net Cash Flow	38	311	336	388
재무활동현금흐름	**-177**	**-21**	**-28**	**-26**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-177	-21	-28	-26
현금의증가	-79	-67	-100	-97
기말현금 및 현금성자산	536	469	369	272
기말 순부채(순현금)	1,477	1,551	1,655	1,758

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.07.02	Buy	46,000원(12개월)	-	-
2025.06.04	Buy	44,000원(12개월)	-23.6%	-20.9%
		담당 Analyst 변경		
2024.04.29	Buy	48,000원(12개월)	-17.9%	+3.3%
2023.10.30	Buy	52,000원(12개월)	-33.2%	-22.9%
2023.09.05	Buy	61,000원(12개월)	-35.3%	-30.9%
2023.07.03	Buy	68,000원(12개월)	-31.5%	-21.3%
2022.04.06	Buy	63,000원(12개월)	-22.3%	-8.7%

HL만도 (204320.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
87.3%	12.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'HL만도'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.