

HL Mando

산업 리서치: 자동차부품
TOP PICK: HL만도(204320)

황인후 (4Q23, 3팀 팀장)
010-3515-6186

김화영 (4Q23, 2팀 팀원)
010-2360-2467

노희심 (4Q23, 3팀 팀원)
010-5103-0024

윤한준 (4Q23, 3팀 팀원)
010-3604-2118



C/O/N/T/E/N/T/S

I. 산업 리서치	3
1. 자동차부품 OVERVIEW	
2. 자동차부품 산업 투자포인트	
II. 기업 리서치	18
3. 기업 개요	
4. 투자 포인트	
5. 리스크 포인트	
III. Valuation	44

산업 리서치

1. 자동차 부품 OVERVIEW

1.1 부품 산업의 지속적인 성장

완성차와 동반 성장

자동차는 2만여 개의 부품을 필요로 하기에 전후방 파급효과가 매우 크다. 자동차의 가치 사슬 중에서 부품 산업은 구매 단계에 해당한다. 글로벌 자동차 판매는 코로나 19로 인해 2020년 급감하였다가 수요가 회복되고 전기차 시장의 성장으로 점차 회복되고 있다.

2022년 자동차 부품 수출액은 최대 수출국인 미국 시장으로의 수출이 증가하면서 전년 동기 대비 2.4% 증가한 233.2억불을 기록하였다. 또한 완성차 판매가 증가하여 부품업체 또한 동반 성장하게 되었다. 한국 자동차부품사의 현대기아차량 매출 비중이 최소 50%이다. 현재 글로벌 완성차 시장에서 현대기아차는 1~9월 누적 판매량이 548.1만대로 3위를 기록하였다. 현대기아차의 글로벌 판매 성장으로 영업이익률이 9~11%까지 올랐다. 따라서 부품사에 대한 단가 책정도 후해진 것으로 보인다.

자동차 가치사슬



자료: 자본시장연구회 3팀

글로벌 완성차 시장 누적 판매량 (2023년 1월-9월)

1위	도요타	826.5만대
2위	폭스바겐	671.8만대
3위	현대차	548.1만대
4위	스텔란티스	480.5만대
5위	르노닛산미쓰비시	473.2만대
6위	GM	458.5만대

자료: 자본시장연구회 3팀

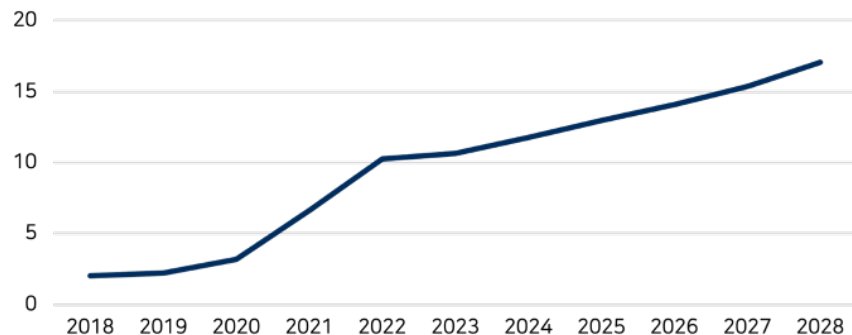
1.2 전기차 시대 진입에 따른 부품 변화

14%인 전기차 시장의 성장세

국제적인 온실가스 감축 노력과 완성차 업계의 미래 전환 전략으로 전기차 시장의 미래가 밝다. 부품 업계에서도 전동화 추세가 가속화되고 있다. 글로벌 전기차 시장 규모는 1000만대로 전체 글로벌 자동차 시장에서 차지하는 비중이 14%이다. 지속적으로 가파른 성장세를 보이고 있다. 최근 높은 가격과 충전의 어려움으로 성장이 주춤하지만 전기차 시장으로 기세가 기운 것은 확실하다. 내연기관차에 치명적인 각 나라의 법안을 그 근거로 제시할 수 있다. 한국은 '2030 국가 온실가스 목표'를 제시했고 미국은 '차량 배출기준 강화안' EU는 2035년까지 내연기관 신차 판매 금지 법안을 통과시켰다.

2022년 글로벌 전기차 판매량을 보면 현대차는 약 37만대로 약 4%의 비중을 가지고 있다. 미 시장 내 친환경차 판매 추이를 보면 알 수 있듯이 점차 시장 점유율을 높이고 있다.

글로벌 순수 전기차 시장 규모 (단위 : 백만대)



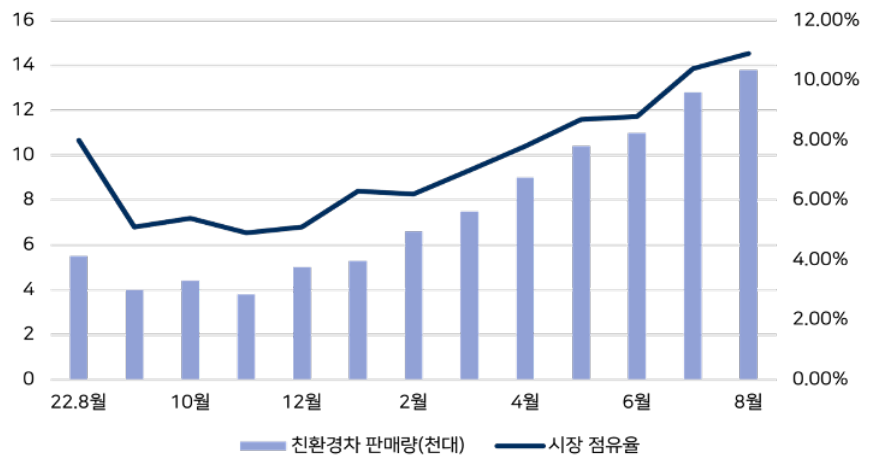
자료: Statista, 자본시장연구회 3팀

2022년 전기차 판매량

1위	테슬라	131만 3887대
2위	BYD	92만 5782대
3위	상하이자동차	91만 418대
4위	폭스바겐	57만 4708대
5위	지리자동차	42만 2903대
6위	르노닛산	39만 2244대
7위	현대차	37만 4963대

자료: 자본시장연구회 3팀

미 시장 내 IRA 대상 친환경차 판매 추이



자료: Statista, 자본시장연구회 3팀

전기차 흐름 속에서 변화하는 부품 기업

이런 변화에 맞추어 자동차 부품 기업도 사업을 재편하고 있다. 내연기관차와 달리 전기차는 엔진과 동력전달장치(파워트레인), 일부 전장이 제거된다. 그 자리를 배터리와 새로운 전장으로 대체한다. 이에 반면 조향, 현가, 제동, 차체, 시트, 공조 부품은 크게 변화가 없다.

내연기관차와 전기차의 부품 비교

	품목	기업 수 비중	대표기업
제거	엔진 부품, 동력 전달, 일부 전장(70%)	46.8%	현대, 기아차, 현대위아
변함 없음	조향, 현가, 제동, 차체, 시트, 공조 등	50.9%	HL만도, SNT모티브
New	전장(30%), 배터리	2.3%	HL만도, 한온시스템

자료: 자본시장연구회 3팀

1.3 미래 모빌리티 산업 C.A.S.E

미래의 자동차 시장을 이끌 4대 추세는 CASE로 나타낼 수 있다. 커넥티드카(Connected vehicles), 자율주행(Autonomous driving), 카셰어링(Shared mobility), 전기차 구동계(Electrification of the powertrain))이다.

자율주행자동차 시장은 세계적으로 연평균 40% 이상의 성장세를 기록하고 있다. 현재는 레벨 0~2단계로 발전이 더디지만 시장규모는 2030년 6,565억 달러로 2020년 대비 약 93배 성장을 예측한다. 대표적인 기술로는 V2X 통신기술, 객체 인식 센서 기술, 차량 제어 기술이 있다.

SAE 미국 자동차 학회 자율주행 기술 6단계

단계	정의	주행 제어 주체	주행 중 변수 감시	차량 운행 주체
0단계	전통적 주행	인간	인간	인간
1단계	운전자 보조	인간/시스템	인간	인간
2단계	부분 자율주행 조건부	시스템	인간	인간
3단계	자율주행 고도화된	시스템	시스템	인간
4단계	자율주행	시스템	시스템	시스템
5단계	완전 자율주행	시스템	시스템	시스템

자료: SAE, 자본시장연구회 3팀

전기차 구동계는 전력제어장치, 구동모터, 감속기가 있다. 자동차에는 동력계와 구동계로 나뉜다. 동력계는 동력발생장치로 엔진으로 대표된다. 전기차에서는 엔진 대신 배터리로 바뀐다. 구동계는 동력전달장치로 전기차에서는 대표적으로 변속기가 사라지고 감속기로 바뀐다. 커넥티드카는 거대한 사물 인터넷으로써 차 자체가 통신 기기가 되는 것이다. 카셰어링은 쏘카를 예로 들 수 있다.

2. 자동차부품 산업 투자포인트

2.1 주목해야할 부품

전기차 전환 기조에 따라
고부가가치 부품으로
부상한 전장 부품

여러 종류의 자동차 부품들을 내·외부 리스크 수준에 따라 분류하였을 때, 가장 낮은 수준의 리스크를 가지는 부품은 **커넥티드 주행 및 자동차용 전자기기**이다. (ex. ADAS 센서, 전장) 이는 또한 **높은 부가가치**를 가진다. 내부 리스크 항목인 시장 적응력 및 혁신 역량, 신용도, 현금흐름 창출 능력이 특히 가장 큰 가치이다. 이에 반해, 가장 높은 수준의 리스크를 가지는 부품은 내연기관 및 프레임이다. 이들이 가지는 리스크는 크게 두 가지로 분류된다. 첫째는 외부 리스크로 시장 규모 감소, 법 제정에 따른 부정적 영향, 승용차 중 내연기관 비중 하락 전망 등이 원인이다. 둘째는 내부 리스크로 저수익, 재무상태 악화, 낮은 애널리스트 점수가 그 원인이다. 다만, 고부가가치 부품의 경우 1) 추가적인 경쟁업체와의 차별화로 시장 지위 보호 2) 전방 또는 후방산업 합병 검토 등을 통해 그 가치를 지속해 나가야 한다.

미 시장 내 IRA 대상 친환경차 판매 추이

리스크 순위	이전 리스크 순위'	변동 여부'	부품	리스크 점수	
1	1	→	내연기관	4.41	가장 높은 리스크 ↑ 가장 낮은 리스크
2	17	↑	프레임	4.37	
3	8	↑	변속기	3.82	
15	11	↓	인포테인먼트	2.87	
16	12	↓	브레이크	2.71	
17	18	↑	전기 구동계	2.16	
18	16	↓	고전압 배터리/연료전지	2.11	
19	19	→	ADAS & 센서	1.00	

자료: 딜로이트 안진

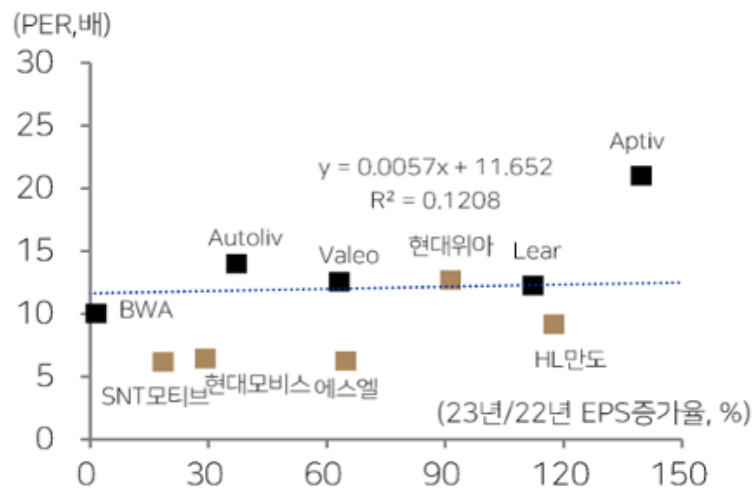
2.2 공급망의 재편

한국 부품사의 Devaluation

한국 부품사의 만성적인 Devaluation, 그럼에도 여전히 매력적인 해외 진출 우량 부품사

한국의 부품사들은 그 사업규모에 대비해 주가가 과도하게 평가절하된 상태이다. 그 이유는 1) 현대.기아에 대한 과도한 매출 의존도, 2) 전기차 전환 속도의 불확실성으로 인한 R&D 가시성 약화로 보인다. 다만, 2030년까지 중장기적으로 미국의 신차생산량이 연간 300만대 이상 증가하는 구간에서 **현지**에 진출해 있는 부품사들에 대해 **신규수주 증가폭이 확대될** 것이다. 따라서, 기존 현지 진출 부품사 중 원활한 재무상태 등 **충분한 영업 기반을 가진 업체들에 대해 투자하는 것은 충분한 메리트가 있을** 것이다.

미 시장 내 IRA 대상 친환경차 판매 추이



자료: 다올투자증권

글로벌 OEM 수주 상승

OEM과 함께 빠르게 성장하는 부품사들의 수주량

국내 부품사들의 글로벌 OEM에의 수주량은 빠르게 증가하고 있다. 국내 부품사의 경우, 1) 현대기아차와 유럽/미국 중국/인도 등 **현지**에 동반진출해 있는 상태이고, 2) 하이브리드차 생산에서 전기차 생산으로의 전환이 늦어진 일본 OEM 대비 2~3년 **빠른 EV 레퍼런스**를 가지고 있고, 3) 타 부품사 대비 **가격 경쟁력**을 갖춘 것이 그 이유이다.

대우차 시절부터의 공급 레퍼런스 기반, GM사의 수주 확보

GM사의 경우, 한국 GM을 운영하고 있어 다수의 한국 부품사들은 **대우차 시절부터의 공급 레퍼런스**를 가지고 있다. 따라서 부품사들은 이를 기반으로 GM의 글로벌 플랫폼 수주를 확보한 상태이다. 또한, GM의 경우 대부분 모델이 글로벌 거점 동일 생산 체계이기 때문에 한 차종에 대한 수주에 성공하면, **글로벌 물량의 전량 수주로 이어지기 때문에 볼륨 임팩트**가 있다. 대표적인 기업으로는 HL만도, 에스엘, SNT 모티브 등이 이에 해당한다.

글로벌 공급망 기반, 독일 완성차 업체 수주 증가

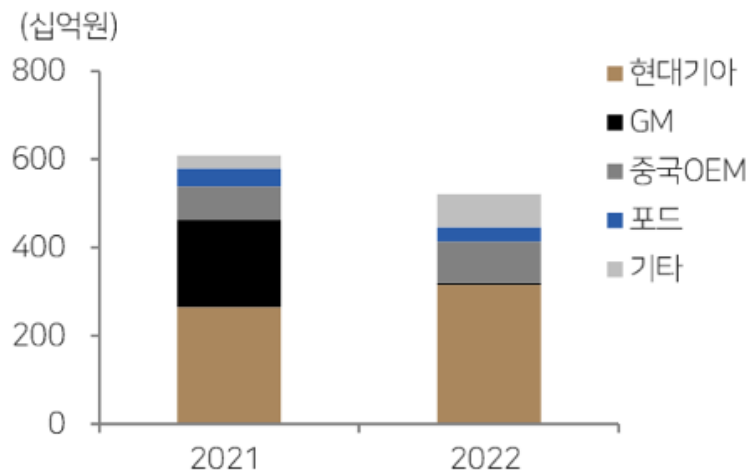
최근 한국 부품사들의 OEM 공급이 독일 프리미엄 업체로 이루어지고 있다. 이는 부품사가 글로벌 공급망을 보유하고 있는지 여부에 따라 결정된다. 또한, 미국/중국에서의 동시 생산 가능여부가 수주의 선결조건으로 추정된다. 다수의 부품사가 IRA등의 정책적 제약에도 불구하고, 중국에 생산 거점을 계속해서 유지함은 이 때문이다. 국내 대형 부품사들의 경우 대부분 글로벌 생산거점을 보유해, 선결조건을 충족해 수주가 이루어질 가능성이 높다. 실례로, HL 만도의 경우 2021년 폴란드 거점을 통해 VW Component 6년간 1.2조원 규모의 수주에 성공한 경험 이 있다.

국내 부품업체의 최근 글로벌 OEM 수주 내역

	수주 아이템	수주 규모	수주 시점	양산시점	생산 거점	생산거점 유무	고객사
현대모비스	BSA	5조원 +	2023년 상반기		스페인	BSA 신규거점 투자	VW
HL만도	ADAS		2023년 상반기		멕시코	기 거점 확대 투자 중	루시드
에스엘	리어/헤드		2020년	2022년~	중국/미국	기존 공장 활용	독일 프리미엄
성우하이텍	전자차 차체		2020년	2023년~	멕시코	기존 공장 활용	GM
한온시스템	열관리 부품	2조원 +	2022년 1분기	2025년	미국/캐나다		Ford
우산시스템	시트벨트		2021년 전후	2025년	멕시코	2017년 인수	Ford

자료: 다올투자증권

에스엘 고객사별 수주 : 독일 프리미엄사에 대한 수주 증가



자료: 에스엘, 다올투자증권

2.3 늘어나는 수주 볼륨

전기차 생산량 증가에 따른 수주 증대 가능성, 부품사 선택 기준

세계적으로 전기차 전환 트렌드가 자리잡음에 따라, EV 시장에서의 경쟁력을 갖춘 부품사들에 대한 투자 기회가 열린 상태이다. 이에 우리는 부품사들의 경쟁력을 판단할 수 있는 세가지 지표를 제시한다.

전기차 전환에 따른
부가가치 축소 만회의
기회, 매출처 다변화

첫번째 기준은 성장 모멘텀, 다시 말해 매출처 다변화로 인한 매출 확장성이다. 전기차 전환에 따라 부가가치가 다소 축소된 부품사들 중, **전장 부품사에게 해외 업체 수주는 성장을 만회할 수 있는 기회**가 된다. 2025~2026년에 현대차그룹 뿐 아니라 GM, Ford와 VW 등의 글로벌 완성차 업체는 전기차를 2백만~3백만 대 수준으로 생산하는 대량생산 시대 진입할 전망이다. 각 완성차 업체의 판매 목표는 현대차그룹 185만 대, GM 2백만 대, VW 3백만 대, 포드 2백만 대로 예상. 테슬라와 BYD는 4백만 대 ~ 5백만 대 수준으로 예상된다.

필연적인 완성차 업체의
소싱 다변화

완성차 생산량이 50만 대를 넘어서는 시점, **완성차 업체는 필연적으로 소싱 다변화를 추진한다.** 1) 부품사에 대한 가격 협상력 유지하기 위해서, 2) 생산 공장에 문제가 발생했을 때, 완성차 생산 자체를 중단하는 리스크를 막기 위해서가 그 이유이다. 부품 계열사를 보유하고 있는 현대차그룹, 토요타 뿐만 아니라 핵심 부품 생산 내재화를 추진중인 테슬라도 고정비를 절감하기 위해 부품을 아웃소싱할 것으로 예상된다.

북미 전기차 시장에서
경쟁력을 갖춘 한국 부품사

이 가운데, 미국 완성차의 경우 Captive 부품사가 존재하지 않고, 중국 부품사의 경우 미중 갈등의 영향으로 북미에의 진출이 어려운 상태이다. 또한, 유럽-일본 부품사의 경우, 전기차 시장에서 Captive 완성차 업체의 경쟁력 부족으로 레퍼런스가 부재한 상태이다. 따라서, **한국 부품사가 북미 전기차 시장에서 경쟁력을 가지고 있는 상태이다.**

미·중 갈등을 기회로
1티어 부품사로 성장할
한국 부품사

내연기관차 시대 유럽 부품사에 밀려 한국 부품사는 2티어의 위치에 머물렀다. 또한, 테슬라와 BYD가 중국 내에서의 Value Chain 육성을 추진함에 따라, 전기차 시대에 들어서도 한국 부품사의 위기는 계속되어 왔다. 그러나, **미·중 갈등은 오히려 한국 부품사에게 북미 시장에서 매출처 다변화 기회로 작용할** 전망이다. 한국 부품사는 20년 이상의 해외 공장 운영 경험과, 현대차그룹 전기차 납품 레퍼런스를 기반으로 대규모 수주를 이룰 것으로 보인다. 나아가 이들은 1) 현대차 그룹의 글로벌 판매대수 증가, 2) 글로벌 매출처 다변화에 힘입어, **1티어 부품사로 등극이 예상된다.**

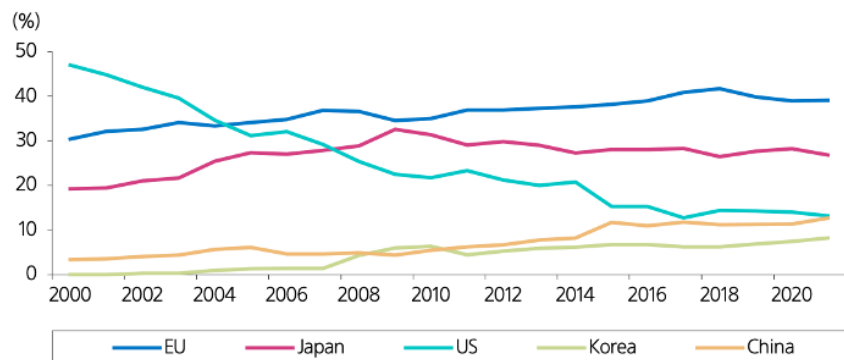
선택이 아닌 생존의
문제가 된 전기차 부품
경쟁력 확보

두번째 기준은 하드웨어 부품사가 전기차 관련 아이템을 확보했는지 여부이다. 하드웨어 부품사는 전기차 전환에 따라 생겨난 신규 아이템을 확장하여 위축된 부가가치를 만회할 수 있다. 대표적으로는 배터리 관련 부품과 시스템, 센터그릴, 구동모터 등이 될 것으로 보인다. 완성차 업체는 원가 절감 목적으로 배터리 관련 부품, 시스템 표준화를 추진하고 있다. 이에 따라 배터리 관련 아이템이나 모터를 수주한 부품사는 장기간 안정적이고 큰 매출 기대 가능. 반면, 그러지 못한 부품사는 매출이 둔화될 것으로 예상된다. 또한, **국내 전기차 생산 Capa 증가** ('23 50만대 -> '30 151만대)와 함께 **글로벌 완성차 업체들의 전기차 생산 본격화 움직임** 또한 부품사에게는 호재로 작용할 것이다. 이에 더해, 국내 부품사의 경우 전기차에의 투자에 대해 대기업은 최대 25%, 중소기업은 최대 35%의 세액공제 혜택이 있어 비용 부담 또한 줄어든 것으로 보인다.

미국과 인도 시장에서
활로를 찾아야 할
부품사들

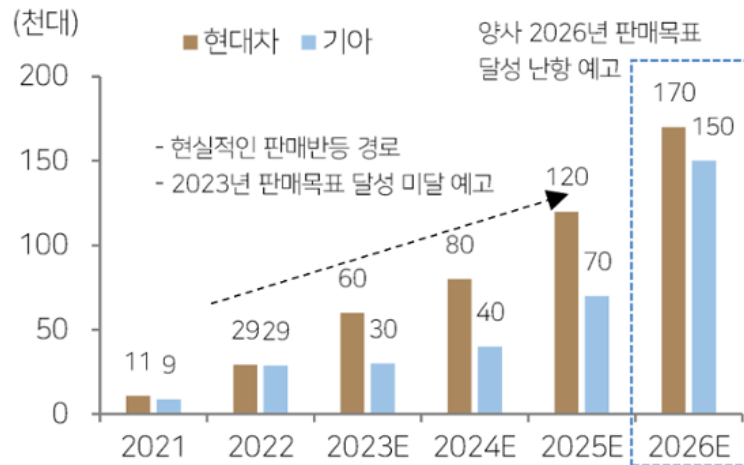
세번째 기준은 부품사가 미국, 인도 시장에 동반 진출했는지 여부이다. 현대차/기아의 판매 성장이 미국과 인도 시장을 중심으로 일어나고 있어, 부품사의 동반 진출 여부가 중요하다. 미국은 IRA, 인도는 높은 수입 관세율로 인해, **현지에서 동반 진출한 부품사에 한해 선별적인 수혜**가 예상된다. 지정학적 리스크 확대와 함께 해외 생산 거점을 둔 부품사들의 성장이 이루어질 것이다. 현대차/기아 또한 이들에 대해 수익성을 보전할 것으로 전망된다 대표적으로 미국과 인도 모두에 공장이 있는 화신, 에스엘, 성우하이텍은 2022년부터 수익성 개선세를 기록 중이다. 다만, 해당 업체들의 경우 현대차그룹에 매출이 집중되어 있다는 이유로 주가가 평가절하된 상태이다. 현재 **Valuation 프리미엄은 '매출처 다변화' 부품사에 한해 나타남**으로, 부품사들은 매출처 다변화에 대한 고려가 필요하다.

글로벌 부품사 : 매출 Top 100 업체의 국가별 점유율



자료: Autonews, 자본시장연구회 3팀

현대차 / 기아의 판매 목표 예상치



자료: 각 사, 자본시장연구회 3팀

2022년 기준 글로벌 완성차 업체별 전기차 생산량

순위	기업명	생산량	국가
1	BYD	1,858,364	중국
2	테슬라	1,314,319	미국
3	폭스바겐	839,207	독일
4	GM	584,602	미국
5	스텔란티스	512,276	프랑스
6	현대기아차	497,816	한국

자료: 각 사, 자본시장연구회 3팀

현대차/기아 : 해외 시장 동반 진출 부품사

	중국	유럽	터키	러시아	미국	인도	브라질	멕시코
현대차/기아 Capa	125만 대	70만 대	23만 대	23만 대	77만 대	105만 대	18만 대	40만 대
동반 진출 부품사 수	120개사	40개사	8개사	11개사	47개사	42개사	8개사	14개사
현대차모비스	○	○	○	○	○	○	○	○
현대차위아	○					○		○
만도	○	○	○		○	○	○	○
한온시스템	○	○	○		○	○		○
에스엘	○	○			○	○		
평화항공	○	○			○	○		
코리아에프티	○	○				○		
NH코리아	○			○	○	○		
화신	○				○	○	○	
서연이화	○	○	○		○	○	○	○
성우하이텍	○	○		○		○		○
세종공업	○	○		○	○			○

자료: 각 사, 삼성증권, 자본시장연구회 3팀

국가별 전기차 시장 현황

위기를 기회로, 코로나 시기에 시작한 성장 모멘텀을 유지하는 현대차그룹

첫번째로 미국이다. 코로나-19 초기, 현대차/기아의 1) 신차 출시와 2) 유연한 반도체 공급 전략 을 통해 미국 시장에서의 판매량이 성장했다. 그러나, 2023년 모델 사이클 노후화에도 불구하고, **현대차/기아의 미국 판매량은 사상 최대치**를 갱신 중이다. 신차 사이클 초기 2019년 현대차/기아 상품 전략 변경 -> 소비자 만족도 상승 -> 중고차 가치 상승의 선순환 구조를 이룬 것이 그 이유로 보인다. 이를 통해, **모델 노후화를 상쇄하고 성장 모멘텀** 이어가, 2025년 현대차/기아 미국 판매는 각각 1백만 대 상회할 것으로 전망된다.

늘어나는 생산 공장과 다양해지는 수주 부품

또한, IRA에 대응하기 위해 신규 공장 (HMGMA 공장 생산 Capa 50만 대) 건설 중으로, 2024년 8월부터 가동을 시작할 예정이다. 또한 기존 공장에서도 2024년부터 전기차를 생산 계획 중이다. 이 경우, 2025년 이후 본격적으로 현지 생산 체제를 갖추므로써 IRA하 \$7,500 보조금 지급여건이 충족되며 완성차 업체와 부품사 모두 미국 시장에서의 경쟁력을 갖출 것이다. 미국 생산 전기차는 대부분 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP, eM 기반으로 하는데, 관련 기술의 경쟁이 치열해지면서 P/E (Powerl Electric) 시스템, 배터리 시스템을 국내 부품사들이 담당할 전망이다.

미국 자동차 시장의 공급망 재편에 따른 생산 증가

미국은 공급망의 재편을 통해 2030년까지 가장 큰 폭의 산업환경의 변화가 예상된다. 미국은 2022년 기준 연간 약 400만대 규모의 자동차 순수입이 이루어지고, 공급망 차질이 없었던 2020년 이전 기준으로는 평균 약 600만대 이상 자동차 수입했다. 이에 따라, 1)최근 5년간 평균 순수입 규모 약 500만대와 2)국내 배터리 3사가 투자한 미국내 생산 Capa 550Gwh로 미루어 보았을 때, 미국내 최소 300만대 이상 생산증가 이뤄질 것이다. 이 과정에서 미국의 자동차 자급율은 90% 이상으로 상승할 것이다. 현재까지의 배터리 생산 Capa에 기반해 추정할 경우, (80kwh 배터리 기준), 700만대에 해당되는 신차생산 설비 추정 가능해 생산능력은 견조할 것으로 보인다.

IRA의 수혜자, 새롭게 떠오른 전기차 생산거점 멕시코

두번째로, 멕시코이다. 멕시코는 전기차 생산거점으로서의 중요도가 높아질 전망이다. 현재 IRA에 따르면, 멕시코 내에서 생산한 자동차 및 부품을 미국 내에서 생산한 것과 동일하게 분류하기 때문이다. 멕시코의 현재 생산 Capa는 350만대로, 이 중 약 50% 이상이 미국으로 수출되고 있다. 이에 따라 글로벌 OEM들은 생산거점을 멕시코로 옮기고 있다. 대표적으로는 포드의 Mach-e 차량이 멕시코 내에서 생산되고 있다. **멕시코의 생산거점으로서의 중요도의 핵심은 전기차의 미국 수출 뿐 아니라, 연간 500만대를 향해 성장하고 있는 생산 Capa와 동반진출 부품사와의 밸류체인 시너지이다.**

멕시코 부상에 따른 현지 부품사들의 수혜 예상

또한, USMCA 체제 하 멕시코산 차량에 대한 무관세 조건으로 시급 \$16의 인건비가 요구되어 비용에 대한 부담 때문에 투자 매력도가 낮았지만, IRA하에서는 이러한 조건이 요구되지 않아 매력도가 더욱 높아진 상태이다 우리나라의 경우 2016년에나 기아만이 진출해 생산거점을 갖춘 상태로, 후발주자에 해당한다. 당시 국내부품사들 또한 다수 동반 진출했으나, 트럼프 당시 NAFTA 중단으로 수혜 대상이 되지 못했다. 다만, **IRA 체제로의 전환으로 핵심 생산 거점으로 멕시코가 급부상하며 해당 부품사들 또한 수혜가** 예상된다.

멕시코 현지 진출 글로벌 완성차 업계 현황



자료: 멕시코 자동차 협회(AMIA), KOTRA, 언론보도, 자본시장연구회 3팀

인도의 증가하는 생산 공장, 늘어나는 Capa

세번째로, 인도이다. 현대차는 현재 인도의 GM 공장 (마하라슈트라주 탈레가온) 인수를 추진 하고 있다. 그 대상은 생산 Capa 13만대의 완성차 공장과 Capa 16만대의 엔진 공장으로, 인수 시 30만대 이상의 Capa 확장이 가능할 것으로 예상된다. 현재 현대차의 인도 첸나이 공장 생산 Capa는 80만대 가량이며, 향후 10년간 2천억 루피 (약 3.2조원) 투자를 통해 17.8만대 규모의 배터리 팩 공장을 갖출 예정이다. 따라서, GM 공장 인수와 해당 설비 투자가 이뤄짐에 따라 현대차의 인도 공장 생산 Capa는 '24년 1백만 대를 초과할 전망이다. 기아는 '19년 신공장 가동 시작해, 3년만에 인도 시장 M/S 6%로 5위 업체로 등극한 상태이다. 현재의 생산 Capa는 30만 대로, 라인을 증설함으로써 Capa를 50만 대까지 확장 가능할 것으로 보인다. 현대차와의 생산 Capa 합산 고려시, '23년 100만 대 -> '25년 150만 대로 증가 예상되고, 기아 2공장이 가세할 경우 200만 대 까지도 증가할 것으로 예상된다.

현대차 성장의 직접 수혜자가 될 부품사들

인도 시장에는 품목당 오직 한 부품사만 현대차/기아와 동반 진출한 상태이다. 인도 시장에서는 2만 달러 이하의 저가차를 생산해야 하고, 영업 환경이 척박해 부품사간 경쟁이 현실적으로 불가능한 상태이기 때문에 제한적으로 **인도시장에 한해 품목 당 한 부품사의 독점을 허용**하고 있음. 이에 해당하는 부품사의 경우 **인도 시장 현대.기아차 M/S 상승에 따른 수혜**를 직접적으로 받을 것으로 보인다. 또한, 아직 인도차 전기차 시장의 침투율이 1% 불과한 가운데, 가격 경쟁력 확보를 위해 내연기관차와 프레임 공유하는 파생 전기차 중심 생산을 계획하고 있기 때문에 배터리 관련 제품을 생산하는 부품사의 경우 유리한 위치를 점할 수 있을 것으로 보인다.

2.4 폭스바겐아 고압다

전기차의 핵심 배터리
조립에의 길을 열어준
현대모비스, Toyota 비커

최근 VW그룹의 BSA (Battery System Assembly)를 국내 부품사 중 처음으로 현대모비스가 수주했다. 이를 통해, 국내 부품사들이 전기차의 핵심 파트인 배터리 부분 조립에 참여할 수 있는 기회가 열렸다. VW 그룹은 배터리 효율성 확대를 위해 레퍼런스를 갖춘 업체를 통한 아웃소싱을 통해 원가를 확보하는 전략을 취하고 있는데, 이의 일환으로 보인다. 기존에는 BSA를 비롯해 BPA등 배터리 시스템 관련 기술은 하이브리드차 생산 레퍼런스를 보유한 일본업체들이 아웃소싱을 담당하는 경우가 많았다. 다만, VW 입장에서 경쟁구도가 덜 선명한 현대차그룹 산하 현대모비스를 BSA 아웃소싱 업체로 선정했다. 기존의 아웃소싱 업체인 Toyota의 경우 글로벌 M/S가 10%를 넘어 VW그룹을 넘어 명백한 경쟁 업체에 해당하고, 전기차의 경우 생산 Capa가 현대차에 뒤처지기 때문에 현대차그룹을 선택한 것으로 보인다. 이는, Apple사가 파운드리 업체를 선정함에 있어 경쟁사인 삼성전자를 배제하고, TSMC를 선택한 것과 비슷한 맥락으로 해석할 수 있다. 또한, 자동차산업 위탁생산의 경우 추후 완전위탁생산이 아닌 EV 플랫폼에 한해 부분적으로 이루어지는 방식이 될 것으로 보인다.

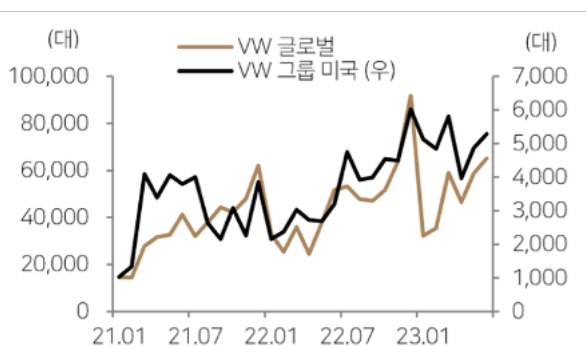
VW그룹이 북미에 새롭게
형성할 부품 공급체인

또한, VW 그룹은 자체 배터리셀 전량 조달 목표로 유럽내 생산거점 외, 북미지역 투자를 확대하고 있다. 대표적으로, IRA에 대응을 목적으로 캐나다 온타리오주 생산거점 투자를 결정했는데, 추정되는 생산 규모는 90Gwh로, 80kwh배터리 기준으로 무려 110만대 이상의 생산 Capa가 될 것으로 예상된다. 이와 같은 규모를 감안했을 때, 1)VW 그룹의 미국내 생산능력 증가와 2)타 OEM에의 배터리 공급이 시작될 것이라고 추정할 수 있다. 결과적으로, 이 과정에서 VW그룹에서 비롯한 새로운 부품 공급체인이 형성될 것으로 보인다. 이에 더해, VW은 현재 테네시주 생산 Capa 59만대 어셈블리 공장을 운영하고 있는데, 캐나다의 배터리 신공장 가동을 시작함과 함께 미국내에 SUV 브랜드 Scout의 25만대 규모 공장을 South Carolina에 건설할 것을 결정했다.

국내 부품사들의 북미시장
VW 수주 증가 예상

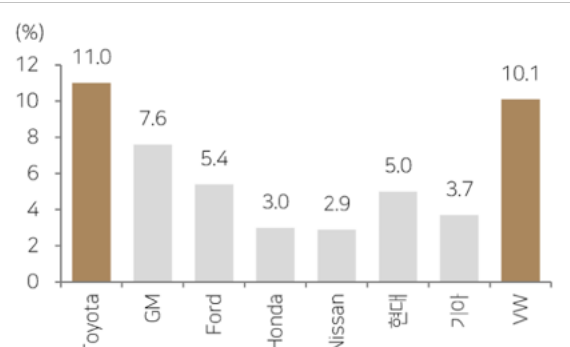
국내 부품사들의 경우, 미국 시장내 VW 관련 수주는 사실상 유명무실 했다. 다만, 2023년에 들어 GM, Ford, VW 3사 중 VW의 전기차 생산 Capa가 크게 증가하며 수주가 활발하게 될 이루어질 것으로 기대된다. 국내 부품사들 중에는 특히 한온시스템과 HL 만도가 VW 관련 유의미한 공급체계에 갖춘 것으로 평가받아 직접적인 수혜자가 될 것이다.

VW그룹 생산량 변화 추이



자료: VW, 자본시장연구회 3팀

현대차기아: 해외시장 동반 진출 부품사



자료: 멕시코 자동차 협회(AMIA), KOTRA, 언론보도, 자본시장연구회 3팀

2.5. 수익성 개선의 시작

당사는 현재 연간 매출규모가 증가하고 있음에도 불구하고 영업이익률은 4%를 하회하고 있다. 2023년 3분기 매출액은 2.1조원(yoy +8.5%), 영업이익은 815억원(yoy -0.04%, OPM 3.85%)로 시장 기대치(2.1조원, 863억원)를 하회했다. **3분기 영업이익 개선 부진의 주요 원인은 글로벌 BEV 업체의 라인 조정으로 인한 가동률 하락이다.** 특히 해당 고객사는 북미와 중국 지역 내 기여도가 30-38%에 달하며, 고마진의 전장 부품을 중심으로 수익성 개선을 이끌고 있는 기업으로 해당 고객사의 생산 부진이 3분기 만도의 수익성에도 좋지 못한 결과를 초래한 것으로 보인다. 뿐만 아니라, 그동안 자동차 부품업 전반은 대체적으로 공장 가동률 하락으로 인한 고정비 부담과 물류비, 원재료비 부담을 직면했었다.

한편, 2022년 4분기를 기점으로 완성차 생산량이 판매량을 상쇄하면서 **가동률은 대체로 개선된 상황**이다. 1분기 기준으로 현대차와 기아의 가동률은 90.8%(1Q22)에서 101.5%(1Q23)로, 84.4%(1Q22)에서 100.1%(1Q23)을 기록한 걸 확인 할 수 있다. 부품업체들의 수주 규모는 고객사인 완성차 업체의 생산대수에 연동되기 때문에 부품사 실적에 있어서도 완성차 업황은 중요하게 작용한다. 국내 대부분의 부품업체가 50%이상 납품하고 있는 현대차기아의 가동률이 정상화 국면에 접어들고 있는 바, 부품사들의 공장 가동률 또한 회복 국면에 접어들고 있음을 시사한다. 즉, 생산 정상화 단계에 접어들면서 가동률이 상승하고 고정비 부담이 낮아졌으며 이러한 형태는 하반기에도 지속할 전망이다.

또한, 자동차 부품산업 전반의 이익률을 저해했던 **비용 부담이 2023년 하반기부터 본격적으로 완화되고 있는 양상**이 나타나고 있다. 먼저, 완성차 판매량이 생산량을 상회해 부품사들의 공장 가동률 하락이 불가피했던 상황이 다소 호전되었다. **부품사들의 가동률이 정상적으로 회복되고 있는 상황**이며 이는 올하반기와 2024년에도 지속될 전망이다. 이와 더불어 **원재료비와 물류비 등 변동비 부담도 본격적으로 완화되기** 시작하였다. 코로나 19 이후 극심한 인플레이션으로 인해 자동차 부품업체들은 극단적인 변동비 상승을 감당해야했다. 한편, 2023년 상반기부터 원자재 가격과 물류비 모두 안정을 되찾고 있으며 가격 부담 완화가 매출 안정화에 반영되기까지 1-2분기 시차를 고려하면 하반기부터는 본격적으로 부품사들의 수익성에 긍정적으로 작용할 전망이다.

현대차 글로벌 가동률



자료: 자본시장연구회 3팀

기아 글로벌 가동률



자료: 자본시장연구회 3팀

2023년 하반기, 변동비(원재료, 물류비) 본격 완화 시작

지난 2년동안 자동차 부품업체들은 극심한 인플레이션으로 인해 과도한 원재료비와 운송비 부담을 겪어왔다. 이로 인해 매출액이 상승했음에도 비용이 더 크게 증가하여 **변동비 상승분을 매출단가 상승으로 충분히 전가시키지 못해** 실적 개선이 어려웠다.

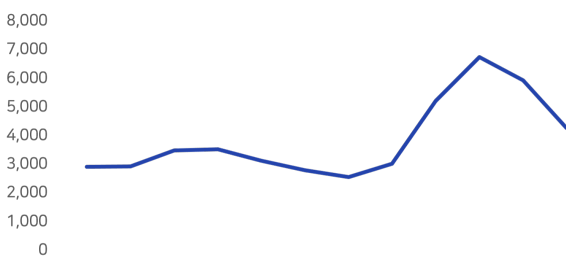
원재료비: 2-3분기 시차를 두고 상반기부터 효과 반영 시작됨

2013년부터 2020년까지 4%를 하회하던 글로벌 인플레이션 증가율은 2021년 4.7%, 2022년 8.7%를 기록하였다. 이에 따라 자동차 부품의 주요 소재인 철강(금속) 및 알루미늄 가격 또한 급등하여 부품사들의 원재료비 부담을 가중시켰다. 한편, **2022년 하반기부터는 본격적으로 원자재 가격이 안정화되기** 시작하였다. 2020년부터 촉발된 원자재 가격 오름세가 2021년 3분기부터 본격적으로 반영된 것과 같이, 현재의 원자재 가격 하락세 또한 **2-3분기의 시차를 두고 2023년 상반기부터 그 효과가 일부 나타나기** 시작했으며, 하반기부터 본격적으로 부품사 실적에 반영될 것으로 예상된다.

물류비: 1-2분기 시차를 두고 하반기 부담 완화 예정

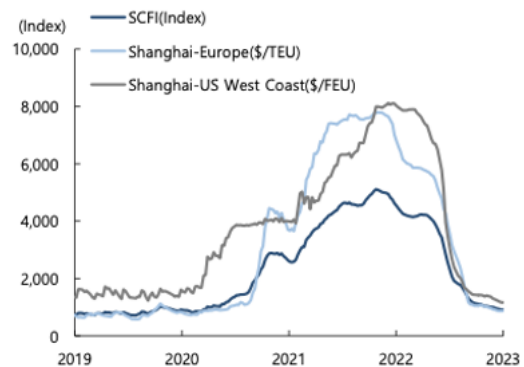
2020년 코로나19 사태 이전까지 물류비는 매출액과 비례하여 변동하였으나 고정비성 비용에 가까웠다. 그러나 코로나19 이후 2021~2022년 선박 등 운송수단 수급 불균형에 따라 운임이 급등하는 결과를 초래했다. 대표적인 컨테이너선 운임 지수인 CCFI(China Containerized Freight Index)와 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index)는 2020년 초 대비 2022년 초 수준은 각각 약 300%, 400% 상승했다. 부품업체의 경우 물류비의 변동성이 100% 반영되어 수익성에 영향을 미치지 않는 않았겠지만 급등한 운임으로 인해 가중된 물류비 부담을 무시할 수 는 없었을 것이다. 2022년 초까지 급등했던 컨테이너 운임 지수는 이후 점차 하락하기 시작했으며 2Q23기준 1Q20수준까지 돌아왔다. 이때, 국내 자동차 부품업체들의 물류비는 컨테이너선 운임 지수에 약 1-2분기 후행하므로 하반기 물류비 부담은 상반기 대비 감소할 것으로 기대된다.

주요 원자재 가격 추이



자료: 한국은행 ECOS 자본시장연구회 3팀

SCFI 상하이컨테이너 운임지수



자료: 자본시장연구회 3팀

HL만도 (204320)

모든 전기차는 여기로 통한다

전기차와 미래 모빌리티 산업의 중심이 될 자동차 부품사. 국내 완성차 업체에 한정되지 않는 매출처 다변화. 이어 전기차 밸류체인 내 핵심 부품 경쟁력 확보와, 미래 자율주행 발전에 맞춘 전방위적 솔루션 제공. 단기적인 전기차 수요 둔화에도 불구하고, 중장기적 성장성에 주목한다면 매력적인 Pick이 될 것.

자본시장연구회 3팀

황인후, 김화영, 노희심, 윤한준

현대차/기아에서 벗어난 글로벌 매출처 다변화

국내 자동차 부품사들의 고질적인 Devaluation의 원인으로는 국내 대표 완성차 업체인 현대차/기아와의 커플링이 있다. 전기차 전환에 따라 부품사 전반의 가격 협상력 감소로 인한 OPM 감소가 예상되는 가운데, 편중적인 매출처 포트폴리오는 리스크로 작용할 가능성이 있다.

HL만도의 경우 미국, 중국, 인도 등 타 부품사 대비 다변화된 매출처 포트폴리오로 Valuation Premium이 기대된다. 특히 미국의 경우 IRA 대응과 관련한 기술 경쟁력 확보와 VW 그룹의 새로운 밸류체인 형성에 따른 수주가 기대된다. 또한 인도의 경우 현재에 1%에 불과한 전기차 침투율의 폭발적인 상승 예상과, 시장 특성에 따른 독점·직접적인 수주에 따른 수혜가 예상된다.

목표주가 : 53,709

※상승여력: 53%

현재가('23/12/4) 35,400

업종 자동차 부품
시장 KOSPI
시가총액(보통주) 1조6481억원
발행주식수(보통주) 46,957,120주
52주 최고가 53,900
52주 최저가 32,700
배당수익률('23/12E) 1.24%
주요주주
에이치엘홀딩스(주) 30.25%

전기차 밸류체인과 미래 모빌리티 산업 내 경쟁력 확보

친환경차 (전기차) 전환 트렌드에 따라 완성차 업체 뿐만 아니라, 부품사 또한 Dynamic한 변화를 맞이하고 있다. 내연기관차에서 전기차로의 전환이 이루어짐에 따라 도메인 통합이 일어나며 내연기관 관련 부품은 사장되고, ADAS와 전장 관련 부품의 부가가치는 급속도로 증가한다.

HL만도는 ADAS, 전장 관련 부품 경쟁력 확보와 더불어 미래 모빌리티 관련 솔루션 전문 자회사 'HL 클레무브' 통해 관련 사업을 영위한다. HL 클레무브는 자율주행 고도화에 따라 수요가 증가할 라이다 등의 하드웨어 솔루션 제공과 함께, 통합 제어 플랫폼 등의 소프트웨어 솔루션을 함께 제공한다. 이를 통해, 미래 먹거리 확보로 중장기적 성장을 도모한다.



3. 기업 개요

3.1 기업 소개

자동차부품 산업을 영위함

HL만도는 (주)한라홀딩스의 자동차부품 제조·판매업 부문이 인적분할되어 설립 되었으며 차량의 제동, 조향, 현가 장치 및 자동차부품을 개발 및 생산한다. 국내 매출로는 2020년 30,098억원, 2021년 28,958억원, 2022년 26,440억원을 달성하고 있으며 글로벌 매출로는 2020년 55,635억원, 2021년 61,474억원 2022년 75,162억원으로 가파른 성장세를 이루고 있다. 특히, 미국, 유럽 중국, 인도 등 글로벌 생산 사이트를 설립하여 해외 고객의 현지 대응을 위해 노력하고 있으며 해외에 18개의 연구소를 설립함으로써 해외 고객의 연구개발 지원과 현지에 특화된 기술 개발을 위한 노력 중에 있다.

주요자회사로는 (주)HL클레무브를 보유하고 있으며 당사는 ADAS(첨단 운전자 보조 시스템: Advanced Driver Assistance Systems)와 AD(자율주행: Autonomous Driving)를 위한 하드웨어 및 소프트웨어 핵심 솔루션을 제공하고 있다. 또한, 차량 전동화에 필수적인 고품질의 자동차 전자 부품의 설계 및 제조를 전문으로 하고 있다. 클레무브는 2022년 연결 기준 약 1.4조원의 매출 달성, 5년간 연평균 매출 성장률(CAGR)은 24.2%으로, 미래 모빌리티 산업 CASE 트렌드를 이끌어 나갈 것으로 보인다.

3.2 사업구조 및 주요 제품

2.1. Brake(제동) 사업부문

만도의 브레이크 장치는 현재 국내 완성차 업체는 물론 GM, BMW, VW, Fiat 등 다양한 글로벌 자동차 업체에도 납품 중에 있다. 대표적인 브레이크 장치로는 IDB와 EMB(2026년 양산 적용 예정)가 있다.

먼저, IDB(Integrated Dynamic Brake, 통합 전자 브레이크 시스템)은 ECS, Vacuum Pump, Vacuum Booster를 단일 패키지로 통합·소형화한 제품으로 기존 브레이크 시스템보다 작고 가벼워 연비 개선 효과를 확보함과 동시에 제동 응답 성능이 두배 이상 빠르다는 강점을 지닌다. 또한 AEB(Autonomous Emergency Brake, 자동 긴급 제동) 성능을 개선해 운전자 및 보행자의 안전을 더욱 향상시켰다.

2.2. Steering(조향) 사업 부문

EMB(Electro Mechanical Brake)는 기존 유압 디스크 브레이크와 다르게 전기 모터로 구동되는 액추에이터와 기계적인 작동 원리를 이용하여 제동하는 브레이크이다. 이로 인해 응답속도가 빠르고, 각각의 휠을 정밀하게 독립적으로 제어할 수 있으므로 제동 안전 성능이 더욱 향상된 제품이다. EMB는 2026년부터 양산 적용될 예정이며 만도의 스타사업으로 자리잡을 것으로 예상된다.

만도는 EPS(Electric Power Steering, 전동조향장치)를 독자 개발하여 양산 적용하고 있다. 기존 유압식조향장치(HPS)에서 전동식(EPS)으로 전환함에 따라 상대적으로 가벼운 중량 및 효율 개선으로 연비를 개선하고 고속에서도 안정적인 핸들링이 가능하게 하며 자동차 주차, 차선 유지, 차선 이탈 방지 등 다양한 부가 기능을 지원할 수 있게 되었다. 그중 특히 Rack Type EPS(R-EPS)는 스티어링

의 노화가 금방 일어나는 소형/준중형 이하의 가벼운 차량에 적용되는 Column Type EPS(C-Type EPS)보다 세밀한 조향이 가능하며 모터의 힘을 효과적으로 전달할 수 있어 중대형/고급차량에 적용되며 만도의 수익성에 양호하게 작용할 것으로 예상된다.

2.3. Suspension(현가) 사업부문

서스펜션 사업부문에서는 승용차에서 대형상용차까지 다양한 종류의 차량에 장착되는 서스펜션 장치 및 산업용 유압 장치를 공급하고 있다. 만도는 국내 최초로 ECS(Electronically Controlled Suspension, 전자제어 현가장치)를 개발하여 3단 감쇠력 가변 현가시스템(3Step ECS), Fuzzy 적용 제어식 현가시스템, 연속가변 전자 제어 현가시스템(SDC, Smart Damping Control)등 첨단 부품 독자개발에 성공하여 공급 중에 있다. ECS는 향후 운전자의 편의성이나 안전한 코너링을 위해 장착비율이 높아질 것으로 기대된다. 현재 만도는 차량 조립 장착성과 승차감을 동시에 향상시키는 Mono-tube형 서스펜션과 그보다 한단계 발전한 DFD(Dual Flow Damper)를 개발하여 양산 적용하고 있다.

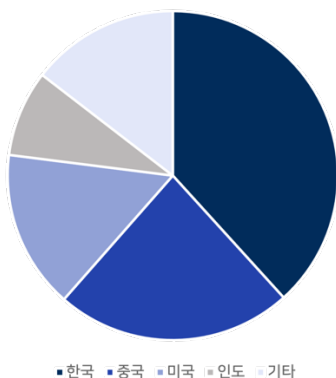
2.4. AD, AE 솔루션 부문

클레무브의 AD(Autonomous Driving) 부문은 차량의 인지 기능을 담당하는 차량 센서류와 판단 기능을 담당하는 제어기(DCU)를 개발 양산한다. 현재 고성능의 레이더와 전방 카메라를 통해 자율주행 Lv2+ 수준의 제품을 양산 중이며 Lv3 및 완전자율주행 시대를 대비하기 위해 고해상도 레이더와 카메라, 통합 제어기 및 라이다를 개발 중에 있다.

AE(Autonomous Electronics)부문은 차량의 제동 및 조향을 제어하는 전자제어 유닛(ECU)와 센서 제품을 제조 및 판매한다. 차량용 전자식 제동 및 조향 시스템에 적용되는 ECU 및 디지털 타입 토크센서, 토크앵글센서를 양산하고 있으며, 전기차 시대의 보행자 안전을 위한 가상 엔진 사운드 시스템 등 사업 영역을 다각화 하고 있다.

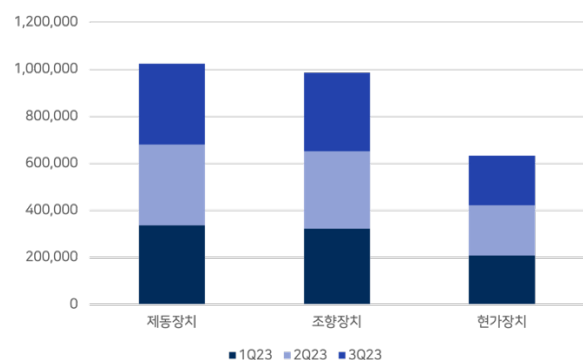
3.3 지역별 매출 현황

지역별 매출 현황



자료: 3Q23 자본시장연구회 3팀

제품별 매출 현황



자료: 3Q23 자본시장연구회 3팀

4. HL만도 투자포인트

4. HL만도 투자포인트

4.1 기존 내연기관에서의 제품군 경쟁력

미 인도 현지 공장을
보유한 당사

- 매출처 다변화 포트폴리오

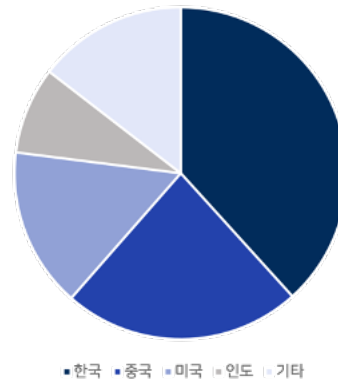
당사는 국내 부품사 중 가장 안정적인 고객 다변화 포트폴리오를 가지고 있다. 대부분의 부품사들이 현대기아차량 수주가 큰 비중을 차지하고 있다. 하지만 당사는 미국, 중국, 인도 등 매출처가 다변화되었다. 미국의 경우, IRA법으로 현지 공장이 있는 부품사가 수주 기회가 더 많을 것이다. IRA법은 2022년 8월 발의된 법안으로, 인플레이션 감축법이다. 미국 정부가 전기차를 사는 미국 소비자에게 7,500달러 (약 980만원)씩 보조금을 주는 것이다. 북미(미국, 캐나다, 멕시코)에서 조립된 전기차만 보조금을 준다.

한편, 인도의 경우 수입차 관세율이 4만 달러 이하가 70%, 4만 달러 이상은 100% 수준으로 높다. 현대차가 2024년 인도에 출시할 캐스퍼의 가격은 약 1만 2천달러이다. 높지 않은 가격에도 관세율이 70%이다. 따라서 현지 공장이 있는 부품사가 유리할 것이다. 인도는 아직 전기차 시장 침투율이 1% 미만일 정도로 낮은 가운데, 가격 경쟁력을 위해 내연기관차와 프레임 공유했던 파생 전기차 중심으로 생산을 계획 중이다. 내연기관차에서도 경쟁력을 가지는 당사는 인도에서 유리할 전망이다. 따라서 미국과 인도는 현지 공장 유무가 중요한 데, 당사는 모두 보유하고 있다. 또한 당사는 타 부품기업 대비 높은 중국사업 비중으로 단기적으로는 불확실성 요인이지만 장기 성장적인 측면에서는 긍정적이라고 볼 수 있다.

미 중 인도 시장의 진출

당사는 브레이크, 스티어링, 서스펜션 제품을 중심으로 국내 현대기아차 외에도 북미 GM, 테슬라, 중국 로컬기업 및 유럽 OEM 등 주요 거래처를 확보하고 있다. 평택, 원주, 익산 공장에는 현대차, 한국 GM, 르노삼성, 쌍용에 납품하고 있다. 앨라배마, 조지아 생산법인에서는 미국 GM, 포드, 현대차에 납품하고 있다. 특히 최대 고객사인 GM에 지속적으로 제품을 공급하고 있어, GM 선정 올해의 상위 1% 우수 협력사에 3년 연속 선정되었다. 두번째로 높은 매출비중을 차지하고 있는 중국은 베이징, 쑤저우, 톈진, 닝보, 충칭 등의 생산법인이 있다. 이 곳에서는 중국 현대차, GM 차이나, 현지 로컬업체인 Geely에 납품하고 있다. 특히 중국 공장은 구조조정을 통해 수익성을 향상시켰다. 인도 첸나이 생산법인에서는 현대차, GM India, 로컬 업체인 타타에 납품하고 있다. 현대기아차와의 동반 진출로 인도시장 중심으로 수주 가능성이 증가하고 있다.

HL만도 지역 매출 다변화 현황



자료: 자본시장연구회 3팀

독자성과
가진 브레이크

모두

- 브레이크

전기차 시장은 중장기적으로는 성장할 것이 분명하다. 하지만 최근 글로벌 전기차 시장의 성장세가 급격히 위축되고 있다. 고금리, 인플레이션, 이스라엘-팔레스타인 전쟁 리스크까지 겹치면서다. 중국의 경기침체, 미국의 생산 지연, 유럽의 전기차 보조금 삭감 등의 이유도 있다. 각 완성차 업체는 전기차 사업을 재조정하고 있다. 테슬라, GM, 포드, 스텔란티스는 전기차 공장 건설을 철회하거나 전기차 개발 계획을 무산시켰다. 근 몇년은 내연기관차의 중요성이 지속될 예정이다. 따라서 당사의 캐시카우인 내연기관차 부품의 중요성이 부각되었다.

브레이크 제품은 향후 안전 규제가 강화될 중국, 인도 등 신흥시장에서의 구매수요를 생각한다면 상당히 중요하다. 당사의 대표적인 브레이크 제품은 IDB, 회생제동 시스템, AEB가 있다. 먼저, IDB(통합 전자 브레이크 시스템)이 있다. 이는 기존의 제품을 통합, 소형화한 제품으로 중량 감소에 따라 연비 개선 효과가 기대된다. 특히 페달을 밟지 않고 전자 신호만으로 차량을 제동하여 자율주행 자동차에서 활용도가 높을 것으로 기대된다. 회생제동과도 큰 시너지 효과가 있을 것이다. IDB는 시스템 복잡성으로 세계에서 단 4개의 업체만 생산 가능한 고부가가치 기술이다. 다음으로 회생제동 시스템은 전기차, 하이브리드차에서 운전자가 차량을 감속할 때 에너지를 회수하여 배터리에 충전하는 기술이다.

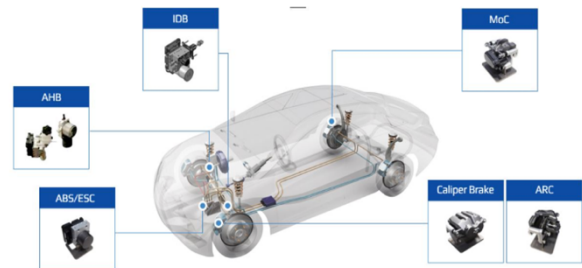
마지막으로 AEB(Autonomous emergency brake)는 운전자가 인지 못하는 상황에서 브레이크를 자동으로 작동시켜주는 제품이다. 당사의 브레이크 기술과 HL 클레무브의 ADAS 기술이 접목한 제품이다. IDB 제품을 중심으로 멕시코를 통한 북미 사업의 외형이 성장될 것을 기대할 수 있다. 2017년부터 멕시코공장을 가동한 당사는 이미 현지생산 인프라를 갖추고 있다. 서스펜션 제품을 위주로 생산하고 있던 멕시코 공장에 IDB 라인을 추가하고 있으며 2024년 말에 완공 예정이다. 이 곳에서 생산된 제품은 포드, 루시드 등 글로벌 EV 업체에 납품할 수 있을 것이다.

브레이크 시스템 수주 현황

IDB	회생제동시스템	AEB
현대차, 기아	현대차, 기아, 제일자동차(중국), 네타(중국), NIO(중국)	현대차, 기아

자료: 자본시장연구회 3팀

브레이크 시스템 주요 생산제품



자료: 자본시장연구회 3팀

다양한 품종에 적용할 수 있는 스티어링 제품군

- 스티어링

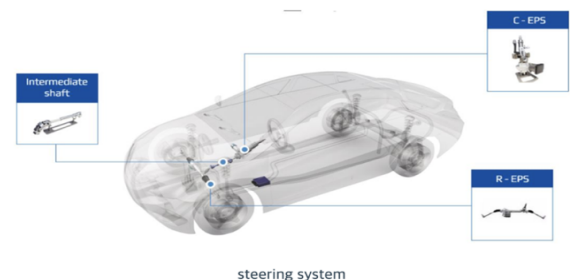
당사의 스티어링 제품은 크게 4가지로 나타낼 수 있다. 먼저 기존 스티어링 장치인 HPS(Hydraulic power steering)으로 현대기아차와 글로벌 자동차 회사에 공급하였다. 두번째로는 EPS(Electric power steering)으로 전동 스티어링 장치이다. 2004년부터 양산과 적용하고 있다. 고연비 친환경 트렌드에 힘입어 적용량이 증가하고 있다. 세번째로는 중대형차량과 고급차량에 적용하고 있는 Rack Type EPS이다. 높은 모터 출력과 핸들링 성능 향상에 필요한 제품으로 최고 수준의 기술이 요구되는 제품이다. 2014년부터 적용하고 있다. 마지막으로 SPAS 제품으로 운전자가 보다 쉽게 주차할 수 있도록 보조하는 제품이다.

스티어링 시스템 수주 현황

HPS	현대차, 기아차, GM르노, 닛산, WM Motor(중국), 테슬라(미국)
EPS	현대차(한국, 중국, 인도), 기아차(한국, 중국), 타타(인도), WM Motor(중국)
Rack Type EPS	GM, 현대차
SPAS	현대차, 기아차(인도)

자료: 자본시장연구회 3팀

스티어링 시스템 주요 생산제품



자료: 자본시장연구회 3팀

VW형 수주가 현실화되고 있는 서스펜션

- 서스펜션

서스펜션 제품은 향후 전망이 높다. 운전자의 편의성, 안전한 코너링을 통한 전자제어 서스펜션의 장착비율이 높아질 것이다. 당사는 승용차에서 대형상용차까지 다양한 종류의 차량에 장착되는 서스펜션 제품을 공급하고 있다. 당사의 현가 제품은 크게 3가지로 구성된다. 먼저 Mono-tube 형 서스펜션이다. 차량 조립 장착성과 승차감 퍼포먼스를 동시에 향상시킬 수 있다. 다음은 DFD(Dual flow damper)로 앞선 제품 대비 승차감이 높은 수준으로 향상되었다. 고급차에 적용하는 HCD(Hybrid conventional

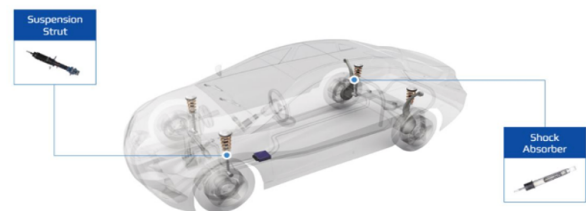
damper)가 있다. 당사의 서스펜션 제품은 최근 유럽향 물량 양산을 시작하였다. 2021년 수주한 VW 향 1.2조원 규모의 서스펜션 수주가 금년 2분기부터 1천억원 규모로 매출 현실화되었다. 내년부터 연간 2천억원 이상 매출 발생이 예상된다.

서스펜션 시스템 수주 현황

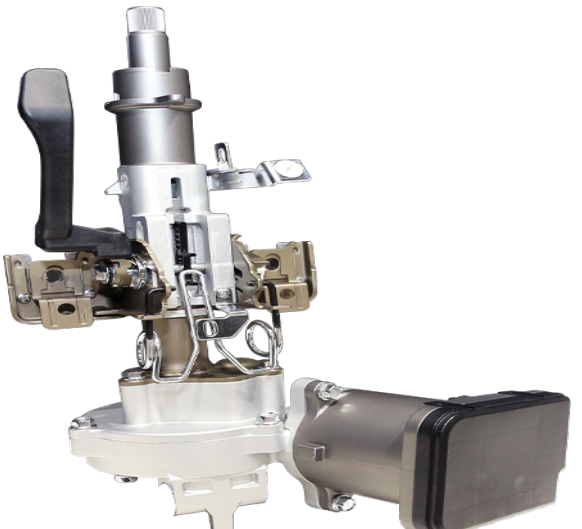
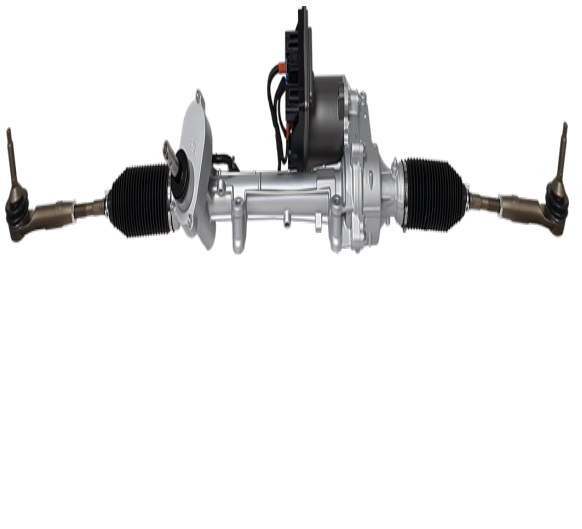
Mono-tube형 서스펜션	현대차, 기아
DFD	현대차(북미, 중국), 기아(북미, 중국), 르노삼성, 테슬라(중국, 미국), Lifan(중국)
HCD	현대차

자료: 자본시장연구회 3팀

서스펜션 시스템 주요 생산제품



자료: 자본시장연구회 3팀

IDB (통합전자 브레이크 시스템)	회생제동 시스템
	
EPS (Electric power steering)	R-EPS (Rack type EPS)
	

주요 제품별 이미지

4.2 전기차에서의 제품군 경쟁력

전기차 흐름 속 전장 부품 수주 증가

- 기존 제품군을 전장화하여 글로벌 시장에 진출

당사는 전장상품을 필두로 미래 모빌리티 산업을 추구하고 있다. OEM의 전기차 양산이 높아짐에 따라 전장상품이 요구되고 있다. 내연기관 규제로 이런 움직임은 더욱 가속화되었다. 전세계 각 국은 **탄소중립을 위한 규제를 강화** 중에 있다. 미국 환경 보호청(EPA)의 차량연비개선 및 이산화탄소 배출량 감축 규제, 중국 정부의 생산차 평균연비규제 및 NEV 비율 의무화 정책처럼 각국에서 이미 시행되고 있거나, 시행 될 예정이다. 차량 연비 효율화 및 친환경 차량 생산 의무화 등의 규제를 통해 글로벌 탄소중립을 위한 전기차 및 친환경차량으로의 전환이 가속화되고 있다.

기술력은 자동차 부품업체의 가장 중요한 경쟁 요소이다. 당사는 지속적 R&D 및 시설 투자로 기술력과 성장성을 도모하고 있다. **고부가가치 부품을 생산하고 개발하면서 가격협상력이 높아지고 있다. 3분기 신규 수주는 4.1 조원을 달성했는데 이중 87% 이상이 전장부품에서 비롯되었다.** 장기적인 관점에서 전장 부품의 수주를 늘려가고 있다는 점이 긍정적이다.

케즘 존에 있는 전기차

완전히 전기차로 전환되는 것에서 현재 해결되지 못한 문제가 많다. 아직까지 대중화되기에는 시기가 이르다. 얼리어답터까지는 소비하지만 대중화되지 못한 단계를 케즘 존(The Chasm)이라고 한다. **전기차는 현재 케즘 존에 있다.** 이러한 과도기에 있어서 전기차 밸류체인에만 집중하는 회사는 어려움을 겪을 것이다. 예를 들어, 전기차에서 가장 중요한 부품인 배터리를 만드는 회사는 전기차 대중화가 늦어질수록 수익은 저조하지만 R&D 투자비용은 계속 투입되는 문제가 있다. 하지만 당사는 내연기관차와 전기차 부품 전부를 만들기에, 배터리에 비해서는 비교적 덜 중요한 샤시 부품을 만들더라도 과도기일지라도 충분한 수익을 낼 수 있다. 이는 향후 반드시 도래할 전기차 시대를 위한 지속적인 R&D 투자 비용 마련에도 도움이 될 것이다. 당사의 다변화된 부품 포트폴리오는 과도기에서 더욱 경쟁력이 있다.

글로벌 EV향 신규 수주 확대

샤시사업 내에서 전장부품의 비중이 증가하고 있다. **GM으로 추정되는 북미** 전기차 업체에 스티어링, 전자식 파킹브레이크, 서스펜션을 **독점 납품**하기로 했으며, 글로벌 전기차업체향 신규 수주가 가속화되고 있다. 브레이크 부품의 경우 **GM과 2026년 양산을 목표로 공동개발중인 EMB(Electro mechanical brake)** 수주로 IDB 이후 자율주행 기능 고도화를 위한 샤시 기술을 확보하고 있다.

전장화된 스티어링

스티어링 제품의 경우 대표적인 4가지 부품이 있다. **R-EPS**로 안전기술 기능을 포함한 제품, **Steer by wire**로 전기 신호만으로 제어할 수 있는 장치, **MDPS(Motor-driven power steering)** 전기 모터를 사용하여 바퀴의 방향을 바꾸는 전동식 조향장치, **SDC(Smart damping control)** 차량 안에서 승차감과 핸들링을 조절할 수 있는 제품이 있다.

국내 최초 서스펜션 ECS

마지막으로 서스펜션 부품은 **국내 최초 전자제어 서스펜션 장치인 ECS(Electronically controlled suspension)**를 개발했다. 당사는 내연 기관차에 비해 무게는 무겁지만, 조용하고 부드러운 주행 특성을 가지는 전기차에 적합한 서스펜션 솔루션을 제공하고 있다.

자회사를 통한 자율주행차 부품 생산

- 기존 제품군을 전장화하여 글로벌 시장에 진출

당사는 핵심 자회사인 **HL 클레무브를 통해 자율주행** 관련 사업 부문을 통합하였다. ADAS(첨단 운전자 보조 시스템 : Advanced driver assistance systems)와 AD(자율주행 : Autonomous Driving)를 위한 하드웨어 및 소프트웨어 핵심 솔루션을 제공하며, 차량 전동화에 필요한 자동차 전자 부품의 설계 및 제조 사업을 영위한다. 라이다, 카메라, 자율주행 통합 제어기, 소프트웨어 등 자율주행 관련 밸류체인을 갖추게 되었다.

클레무브는 국내 주요 완성차 업체와 더불어 **북미와 유럽, 중국, 인도를 비롯한 다양한 매출처**를 보유하고 있다. 2022년 연결 기준 약 1.4 조원의 매출을 달성하고, 5년간 연평균 매출 성장률(CAGR)은 **24.2%**이다. 당사는 미래 모빌리티 산업 CASE 트렌드를 이끌어 나갈 것이다. ADAS 제품들은 브레이크 장치의 협조가 필수적인데 당사의 주력 사업군이니 앞으로의 성장이 더욱 기대된다.

라이다 대한 수요 증가 예정

클레무브는 AD 부문과 AE(Autonomous Electronics)부문으로 나뉜다. AD 부문은 차량 주변환경을 인식하는 센서, 수집된 정보들을 통해 종합적인 주행 상황을 판단하는 제어기(DCU)와 소프트웨어 등 자율주행에 필수적인 차량부품으로 구성된다. **센서**의 경우, 자율주행 기술 고도화에 따라 복잡해진 인식기술, 판단기술, 제어기술 등이 필요해지며 관련 부품 수요가 증가하고 있다. 자율주행 시장은 현재 Lv2 이하의 기술과, 미래의 Lv3 이상 기술로 이원화될 전망이다. Lv2 이하의 경우 **센서에 대한 가격경쟁**이 치열해질 것이고, Lv3 이상의 경우 레이더와 카메라, 라이다를 동시에 활용할 수 있는 **센서퓨전 기술이 부각**될 것이다. 자율주행 단계 고도화에 따라 완성차 1대가 요구하는 센서 총 개수가 증가함과 동시에 Lv2+ 이하의 자율주행 센서 시장이 성장할 전망이다.

국내 시장의 경우, **라이다**에 대한 국제 표준과 인증 시설이 마련되지 않아 이를 장착한 차량이 수입될 때 현행법상 ‘교통단속용 장비의 기능을 방해하는 장치를 한 차’에 해당해 운전이 금지될 여지가 있어 시장이 활성화되지 않았다. 2020년 출시된 아우디 A6 풀체인지의 경우 기존 라이다 센서에 대한 인증 실패로 더미 라이다로 출시되었다. 제네시스 G90과 기아 EV9 등에 라이다 장착 자율주행 기술이 적용될 예정에 따른 정부차원 제도 개선 움직임이 보여 향후, 개선 시 해당 부품에 대한 수요가 폭발적으로 증가할 전망이다.

법제화를 통해 자사 제품 수요 증가

미래 자동차 목표인 완전자율주행을 위한 ‘소프트웨어 정의 차량(SDV)’를 구현하기 위해서는 차량 기능 통합 제어를 하여 효율 극대화 구조가 요구된다. 이에 따라, 중앙 아키텍처 전환이 도입되며 **DCU 부품은 차량 제어의 핵심 기능**을 담당하고, 통합 ECU로의 전환이 일어나며 기능 효율화와 생산원가 감소 효과가 발생할 것이다. 클레무브는 자동차 완전 무결성 수준(ASIL) 최고등급인 ASIL-D 등급을 만족하는 Lv3 수준 이상 제품을 개발 중이다. 현재 납품하고 있는 제품은 대표적으로 **ADCU 자율주행 통합제어모듈**이 있다. 제네시스 GV80 차종에 레이더, 카메라 센서를 비롯하여 국내 최초로 공급하였다. 또한 현대기아차에 Lv3 고속도로 자율주행 기술 탑재 관련 주요 부품을 납품하고 있다. 레이더, 카메라센서, DCU를 납품하고 있는데 향후 기아 EV9 GT Line, 현대차 제네시스 2024년형 G90 연식변경에 적용될 예정이다. Lv2 시스템 비용에 비행 가격이 약 2.5 배 이상 증가할 것으로 추정된다.

향후, 자율 주행에 대한 법제화와 글로벌 수요 증대는 제품에 대한 엄격한 안전기준 준수와 시스템의 가격 경쟁력을 요구할 것이다. 예를 들어 **ADAS 법제화가 강화**되고 있다. ADAS 통한 운전 환경 조성에 대한 수요에 따라 전세계 정부는 차량에 차선이탈경고(LDW) 및 자동긴급제동(AEB)와 같은 안전 관련 기능을 의무화, 법제화를 추진중이다. 미국 도로교통안전청(NHTSA)와 고속도로 안전 보험 연구소(IIHS)주도 하, 2022년부터 주요 완성체업체들은 AEB를 의무옵션으로 제공 중이다. NHTSA는 2024년까지 보행자 자동비상제동장치(PAEB) 또한 의무화할 예정이다. 우리나라 또한 2019년 1월부터 대형 승합차 및 화물차(3.5톤 초과)에 LDW, AEB를 의무화 했다. EU는 LDW, AEB에 더해 새로운 자동차 일반 안전 규정 적용을 통해 2024년 7월부터 모든 신규차에 지능형 속도 보조(ISA))를 장착하기를 의무화했다. 이에 맞춰, 클레무브는 글로벌 안전기준에 적합한 생산과 설계고도화 및 유연성 확보를 통해 원가경쟁력을 높이고 있다.

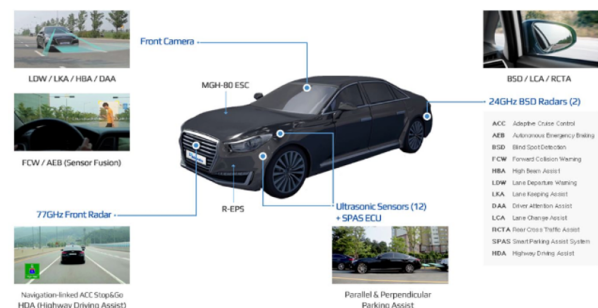
AE 부문에서는 브레이크 및 스티어링 전자제어장치(ECU), 차량 스티어링 센서(TOS/TAS, 가상엔진사운드시스템(AVAS) 등 **차량 전동화에 필요한 전자부품**으로 구성되어 있다. ECU의 경우, 자율주행 고도화에 따른 기술 로드맵을 구축하였으며 TOS/TAS와 함께 안전한 주행 위한 샤시 제어시스템을 완성하였다. AVAS 제품의 경우, 전기차의 안전 확보를 위해 다양한 사운드 알고리즘을 제공 중이다. 클레무브는 차량 전동화, 친환경 및 자율주행 트렌드에 맞추어 변화 중에 있다.

수주 현황

제품	수주 현황
EMB(브레이크)	GM (2026년)
레이더	현대차, 기아
카메라 센서	현대차 (한국, 중국), 기아 (한국,중국)

자료: 자본시장연구회 3팀

운전자 편의 시스템 및 자율주행 주요 생산제품



자료: 자본시장연구회 3팀

4.3 Mobility 신사업 추진

HL 만도는 자율주행 전문기업 '만도모빌리티솔루션즈'와 자동차 전장품 제조사 '만도헬라일렉트로닉스'의 합병을 통해 미래 자율주행 및 전동화 시장을 선도할 목적으로 'HL 클레무브'를 설립했다. HL 클레무브는 2021년부터 자율주행 기술 경쟁력을 바탕으로 로봇 분야 모빌리티 신사업 진출을 준비하고 있다. 향후에는 L3 이상 고성능 자율주행 기술과 매출처 다각화를 통해 지속 성장해 나갈 것이다.

하드웨어

1. 주차로봇

: HL 만도는 효율적이고 안전한 주차를 위해 무인 로봇 자동화 시스템을 활용한 주차 로봇을 개발했다. 이는 면적 대비 주차 효율이 30% 높으며, 자율주행 기술과 접목되어 좁고 혼잡한 주차장 내에서 접촉사고를 예방하는 기능을 한다. 이에 더해 다양한 주차 상황을 고려해 측방형, 저상형, 차량 이동, 사선 주행 등 다양한 기능을 제공한다.

측방형 주차 로봇



자료: HL만도, 자본시장연구회 3팀

순찰 로봇 한국외대 캠퍼스 내 자율주행 실증운영



자료 : 자본시장연구회 3팀

또한, 순찰로봇 제품 개발 후 2년 이상 공동주택, 공공기관 등 10여 곳이 넘는 현장에서 실증 테스트를 진행했다. 또한, 안정성 검증 위해 한국로봇산업진흥원 안정성 평가를 통과했고, 산업기술시험원 전자파 적합성 인증을 획득했다. 이에 더해 장애물 회피 장치등에 관한 16건의 다양한 특허를 보유하고 있다. 2022년 8월에는 서울시 관악구에서의 실증 후 관악구청에 순찰 로봇을 판매하였고, 2022년 12월에 보안전문기업 제품으로 등록되었다.

측방형 주차 로봇

③ **Mobility 신사업 추진** 자율주행 Shuttle / 주차 Robot

판교 주요 거점 間 Autonomous Driving Shuttle 개발 및 지속 Upgrade 中 ('22.4Q~)
AD Full Stack SW 고도화, 신제품 Testbed, 자율주행 기술의 Mobility 확장

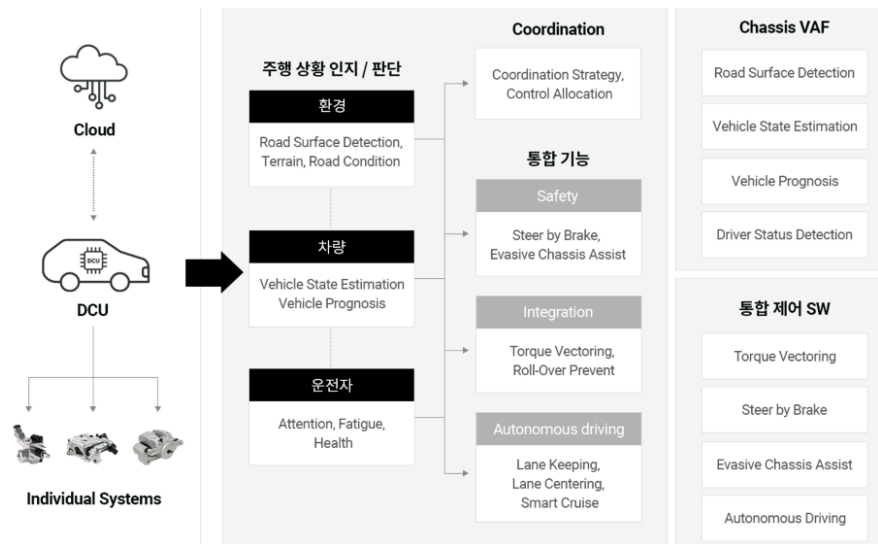
자료 : 자본시장연구회 3팀

소프트웨어

1. 통합 모션 제어 (MiCOSA)

: MiCOSA 는 차량의 종방향, 횡방향, 수직 역학에 영향을 미치는 모든 기술을 의미한다. 개별 샤시 제어 시스템 통합을 통해 차량의 동역학 성능을 극대화했다. 이는 1)주행 상황 인지와 판단 2) 차량 동역학 통합 기능 3)각 기능 중재 하는 부분으로 구성되어 있다.

MicoSA 시스템



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

이를 통해 개별 샤시 제어 시스템만으로는 구현이 어려웠던 높은 수준으로 차량 성능을 향상시켰다. 중앙 집중형 구조에서는 별도의 DCU에 해당 솔루션이 적용되며, 차량의 하드웨어에 의존하지 않는 적응성과 확장성을 가졌다. 또한, MiCOSA는 소프트웨어 형태만으로 제공되어 완성차 업체에 추가적인 노력과 변경을 요하지 않는다.

2. H2Care (하이케어)

: 수소차는 자동차 시장의 게임 체인저가 될 것이라는 친환경차(전기차)의 일종이다. 다만, 외부로부터 전기에너지를 공급받아 충전하는 기존의 BEV와 달리 수소차는 수소를 연료로 하여 스스로 전기를 생산한다는 점에서 그 차이가 있다. 다만, 수소차의 확산을 위해서는 관련 기술과 인프라를 포함 수소 사회로의 전환이 선행되어야 한다는 과제가 있다.

위와 같은 상황에서 2019년 12월, HL만도는 수소차 인프라 선점을 목표로 **국내 최초로 수소차 충전소 정보제공 플랫폼 H2Care (하이케어) 개발, 운영 중이다**. 해당 플랫폼을 통해 수소 충전소의 운영 현황을 실시간으로 확인해 대기 시간을 줄일 수 있다. 또한, 차량의 누적 주행거리, 수소 잔량 등 차량 정보와 충전소 결제 정보 등을 다양한 형태로 제공해 이용자들의 편의성과 접근성을 높이고 있다.

H2Care는 서울시 수소차 이용자와 충전소 관리자 간 예약 채널을 독점 운영하고 있다. 2021년 양재 그린캐스테이션을 시작으로 현재 3개 충전소를 운영하고 있고, 2022년 11월 현대자동차와 함께 ‘H광진 Moving Station’ 서비스를 개시했다. 추후 친환경 스마트 모빌리티 연구개발을 위해 다양한 외부 솔루션을 연동해 기능을 고도화할 예정이다.

MicoSA 시스템



자료 : HL만도, 자본시장연구회 3팀

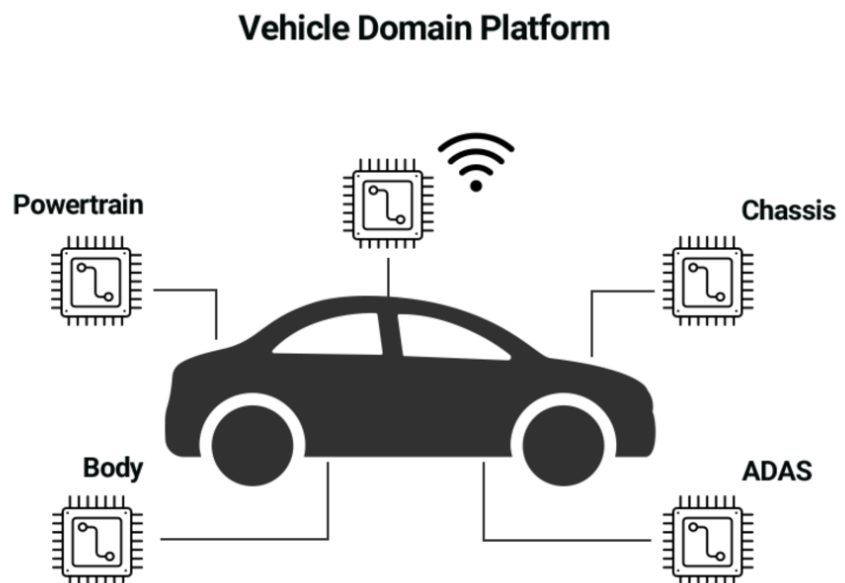
3. PHM 차량 진단 솔루션 (PHM : Prognostics and Health Management, 자동차 예측 및 진단)

: PHM은 차량 내외부에서 발생하는 데이터 활용, 부품의 이상 여부를 확인하고 부품 수명을 예측하는 기술이다. 운전자와 정비업체에 해당 차량의 정보를 제공해 차량 유지 관리 효율성 및 운행 안전성을 확보할 수 있다. 특히 자율주행 차량은 높은 수준의 유지가 필요해 해당 기술은 자율 주행에 필수적인 기술이다.

이는 HL 만도의 제품 영역인 샤시 도메인을 대상으로 하기 때문에, **당사의 제품이 적용된 모든 완성차를 대상으로 사용 가능한 솔루션이다.** 또한 PHM은 데이터를 기반으로 하는 솔루션으로 AI를 기반으로 작동하고 학습을 위한 인프라 관련 기술 또한 포함하고 있다.

당사는 2020년 12월부터 SK 렌터카와 함께 택시 데이터를 수집하고 2022년 주요 부품의 내구성 예측 모델과 택시 주행 분석 모델을 개발해 상품화를 검토하고 있음. 브레이크 마모 상태를 판단하고, 배터리 사용량 및 수명 등 배터리 관리에 필요한 정보를 제공함. 또한 택시의 승차를 인식하고 연비, 부품 가혹도 등 주요 주행 데이터를 분석함으로써 운전 습관 데이터를 제공한다.

차량 도메인 플랫폼



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

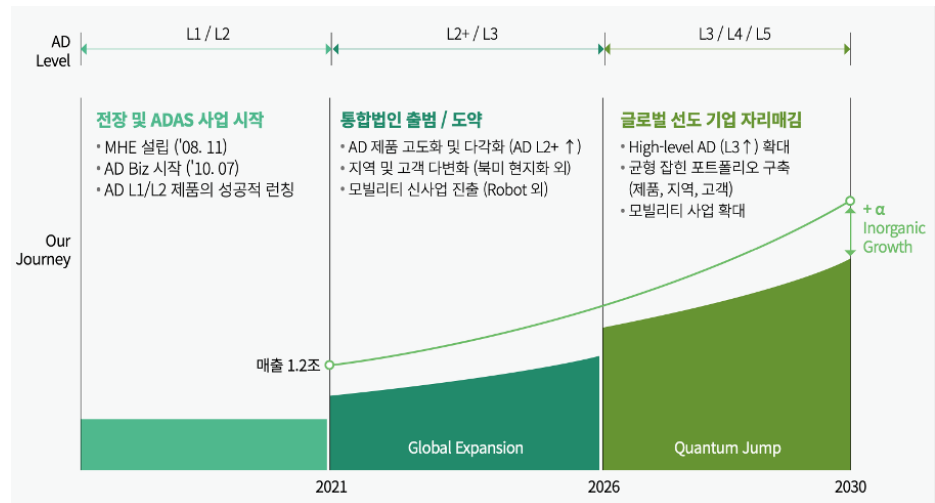
소프트웨어

HL 클레무브가 최종적으로 지향하는 기술은 자동차에 국한되지 않고, **다양한 모빌리티 서비스를 제공하는 것이다.**

첫째로, 산업/로봇 센싱 및 제어 시스템을 제공할 것이다. 이미 확보된 차량 자율주행 기술을 활용해 다양한 산업 및 로봇 솔루션에 확대 적용, 협업하는 체계를 구축할 수 있다. (ex. 창고용 로봇, 산업용 로봇) 둘째로, 자율 운송 시스템을 제공할 것이다. 증가하는 물류량, 빠빠한 배송 기한, 부족한 인력

등의 문제를 해결하는 자율주행 기능을 탑재한 무인 로봇의 활용을 일상화할 것이다. 또한, 물류의 효율성과 더불어 연료 절감과 탄소배출량 절감에도 기여할 전망이다. 셋째로, 선박용 자율 운항 시스템을 제공할 것이다. 최근 해상에서 자율주행 기술을 활용한 사물 인지와 충돌 예방에 대한 수요가 증대되고 있다. 해당 시스템을 통해 부족한 인력 문제를 해결하고, 해상 사고 예방에 기여할 것이다.

자율주행 기술 발달에 따른 만도의 목표



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

4. 지속가능경영시대에 발 맞추는 HL만도

Why ESG?

- 코리아 디스카운트 해소 : 한국은 소액주주 권리 보호가 잘 이루어지지 않는다는 인식 하, 전반적인 주식이 저평가되는 '코리아 디스카운트' 현상을 겪고 있음. 2023년 3월 기준 한국 증시의 12개월 선행 PER은 13.9 배로, 전세계 평균 15.5 배에 비해 뒤쳐진 상태이다. 이를 해소하는 가장 효과적인 방법은 자사주 매입·소각이 될 것이다.

- HL 만도의 자사주 소각 : HL 만도의 지주사인 HL 홀딩스는 주주가치 제고 위해 3개년 주주 환원 정책을 발표했다. 3년간 총 200억원 상당 자기주식을 분할 매입, 소각해 매년 주당 최소 2000원을 배당하겠다는 계획이다. 현재의 PER : 5.37, PBR : 0.30으로 저평가되어 있지만, 주주환원책 통해 주가 가치 제고될 것이다. (2023년 3월 기준)

ESG의 선도자, HL 만도

HL 만도는 지속가능한 성장을 위해 6대 핵심분야를 중점적으로 지속가능경영을 추진해 왔다.

*6대핵심분야 : 거버넌스 + 윤리, 환경, 사회공헌, 기술혁신, 노동인권 + 안전, 공급망 관리

또한, 분기별로 진행되는 지속가능경영 추진단(Steering Committee)의 보고를 통해 이를 지속했다.

이를 바탕으로 글로벌 이니셔티브 활동 참여를 통해 ESG 주제별 투명한 공시를 통해 글로벌 경쟁력 확보와 함께 효과적인 지속가능경영을 이행하고 있다.

- UNGC (UN Global Compact, 유엔 글로벌콤팩트) 이니셔티브 가입, 2022년 UNGC Korea 'LEAD 기업' 및 '반부패 우수 기업'으로 선정되었다.

- UN SDGs(UN Sustainable Development Goals, 유엔지속가능발전목표) 지지, 활동 중이다.

2021년부터 CDP(Carbon Disclosure Project, 탄소정보공개 프로젝트) 참여 통해 온실가스 배출량, 탄소경영 전략 등 공개 및 활동 중이다.

K-EV100(Electric Vehicle 100%, 한국형 무공해차 전환) 동참 통해 환경부 주관하 2030년까지 기업 소속 차량 전기·수소차로 완전 전환 목표하고 있다.

2022 지속가능경영보고서 美 갤럭시 어워즈 '은상'

HL 만도의 2022년 지속가능경영보고서는 미국 머콤(MerComm)사 주관 갤럭시 어워즈 연차보고서 인쇄 부문에서 은상을 수상했다.

기업 정체성과 전략에 대한 내용과, 6대 핵심분야 (환경, 기술혁신, 공급망, 노동·인권, 거버넌스&윤리, 사회공헌)를 중심으로 한 스토리텔링 훌륭했다는 평가이다.

HL만도 2022 지속가능경영보고서

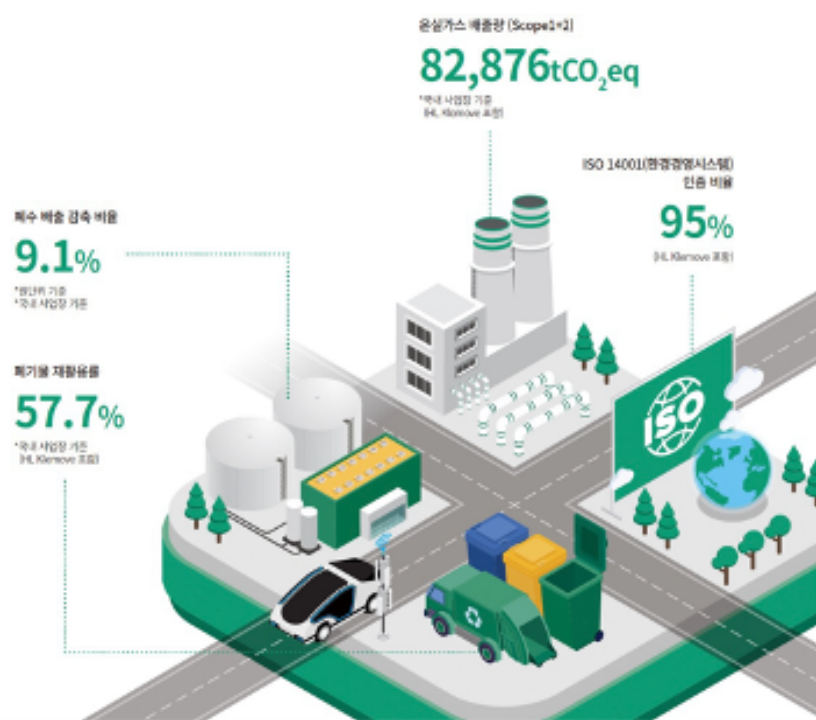


자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

About 지속가능경영보고서 (6 대 핵심분야를 중심으로)

1. Planet (환경)

HL 만도의 환경 목표



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

： 전세계적 기상이변으로, 탄소중립은 국제 사회의 필수 의제가 됨. (탄소배출권 거래제, 탄소 국경세 ..) 이에, HL 만도는 탄소중립 달성을 목표로 관련 조직 신설과 함께 친환경 투자를 확대했다.

- ESG 채권 발행 : HL 만도는 2021년 3년, 5년 만기의 ESG 채권을 발행, NICE 신용평가로부터 인증 평가 최상위 등급 'Green1' 부여받았다.

- 한국에너지대상 대통령 표창 수상 : 2022년 HL 만도 평택 사업장은 에너지 효율 향상 부문에서 대통령표창을 수상함. 생산라인 프로세스 개선, 고효율 설비 부품 적용 등 에너지 절감 실천 결과 **최근 5년간 총 3,251TOE 에너지 절감했다**. 이 외에도, 에너지 저장 장치 (ESS)를 활용해 야간 시간 잔존 전력 비축 통해 피크 타임 사용, 수요 자원 거래 제도 통해 잔여 에너지 시장 판매해 수익을 거뒀다.

2022 한국에너지대상 HL만도 대통령 표창 수상



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

- 온실가스 관련 리스크 대응 : 배출권 거래제 할당량에 따른 재무적 부담에 대응해, 잉여 배출량 판매 통한 재무적 이익을 창출했다. 또한, EU 탄소국경제도인 탄소량 규제 조건 충족했다.
- 에너지 관리 시스템 FEMS (Factory Energy Management System) 구축 :평택 사업장 FEMS 구축 통해 에너지 효율 실시간 모니터링, 관리함. 이를 통해 작업자 공수 낭비 66% 개선, 유틸리티 소모 전력 비용 연간 6.3 억원에서 3.8 억원으로 40% 절감했다.

FEMS 구축 효과

구분	개선 전	개선 후
관리공수	94M/D	32M/D
에너지 절감	6,640MWh	3,999MWh
비용 절감	6.3억 원	3.8억 원

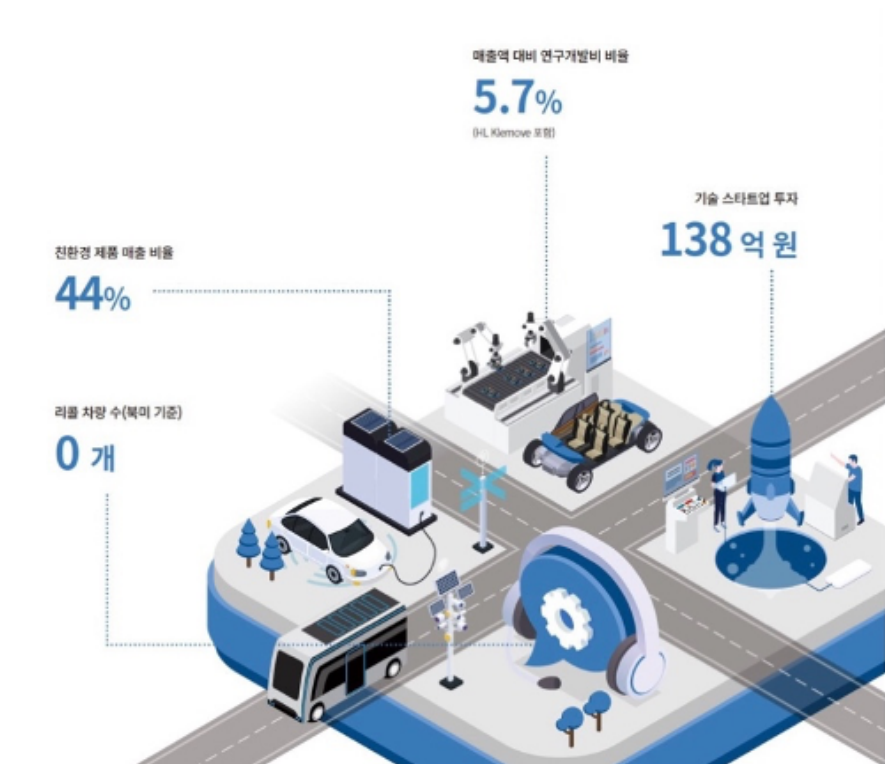
*2021년 전력단가 기준 (95.4원/kWh)

자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

2. Innovation (기술 혁신)

: 전세계적으로 모빌리티 산업 전반에 대한 탄소중립 기반을 조성하는 것을 목적으로, 친환경차 대중화를 추진하고 있다. 이를 위해 HL 만도는 R&D에 역량을 집중하고 있다.

HL 만도의 기술 혁신 목표



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

- 친환경 제품 포트폴리오 구성 : 온실가스 저감 목적으로 전기차/수소차 R&D 투자 확대와 함께 친환경 제품 비중 확대해 친환경 자동차 매출 목표 2025년까지 42%로 확대 목표하고 있다.

- 자율주행 통합 제어기 개발 : 자율주행에 대해 매출액 대비 낮은 연구개발 비용과 경쟁 심화라는 리스크와 당면해, 매출액 대비 연구개발비 5.7% 까지 확대하고 자율주행 관련 사업 HL 클레무브로 분리해 경쟁력 확보했다. 소프트웨어와 하드웨어 모두에서 경쟁력을 확보해 ADCU (Automated Driving Control Unit, 자율주행통합제어기) 개발, 향후 자율주행 Lv.4에 대응할 전망이다.

-

- RMHS (R&D Man Hour System) 개발 : R&D 투자 효율성 지표 관리 위해 R&D Man Hour 관리 시스템 RMHS 를 개발했다.

RMHS의 기능과 목표



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

3. Supply Chain (공급망 관리)

: HL 만도는 글로벌 자동차 산업 변화에 선제적으로 대응하고 협력사와의 지속가능한 성장을 도모하고자 공급망과의 상생을 추구함. 공급망에 대한 관리 책임이 강화되는 트렌드에 맞추어, 협력사에 대한 ESG 진단과 리스크 요소 관리 중이다.

HL 만도의 Supply Chain 목표



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

- 협력사 ESG 평가 시행

: 협력사 평가 기준에 ESG 와 투명성을 추가해 이들에 대한 모니터링을 진행 중이다. 최근 3년 내 평가받은 협력사 기준으로 HL 만도의 경우 5.9%, HL 클레무브의 경우 16.0%만이 이를 만족하는 것으로 판단되어 지속적으로 관리해 나갈 예정이다.

HL 만도의 협력사 대상 지속가능경영 (ESG) 평가

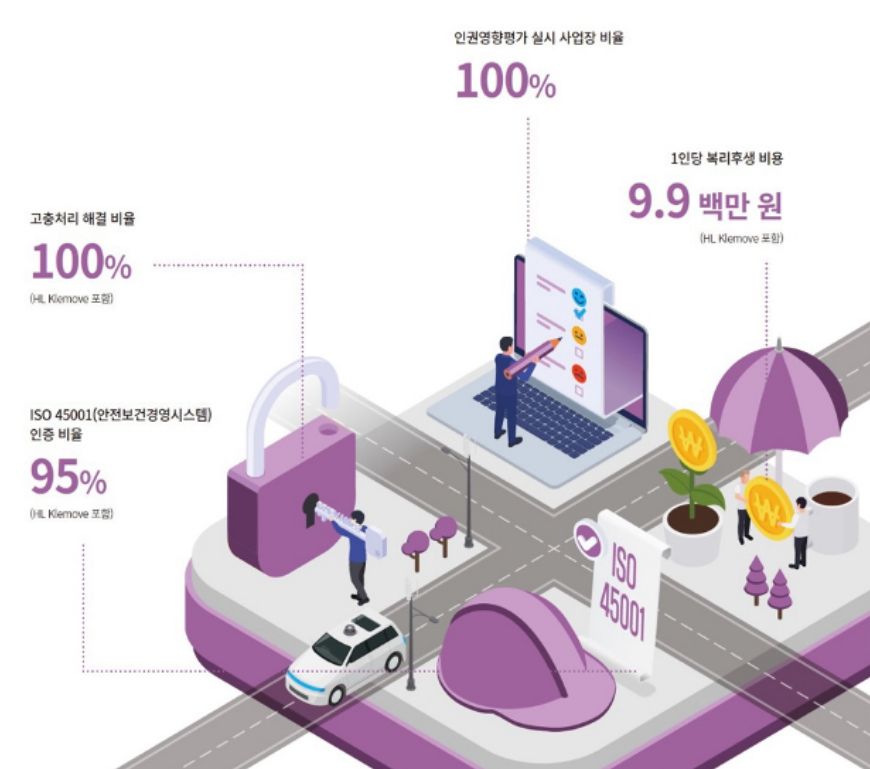
구분		단위	2022
당해 협력사 기준으로 최근 3년 내 평가받은 협력사	협력사 수	HL만도	사 66
		HL클레무브	사 24
	협력사 비율	HL만도	% 5.9
		HL클레무브	% 16.0

자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

4. People (노동인권 + 안전)

: 전 세계적으로 인권과 안전에 대한 요구가 높아지는 가운데, HL 만도는 관련 역량 개선을 위한 인권영향평가 통해 리스크 요인 점검, 개선중이다.

HL 만도의 노동인권, 안전 목표



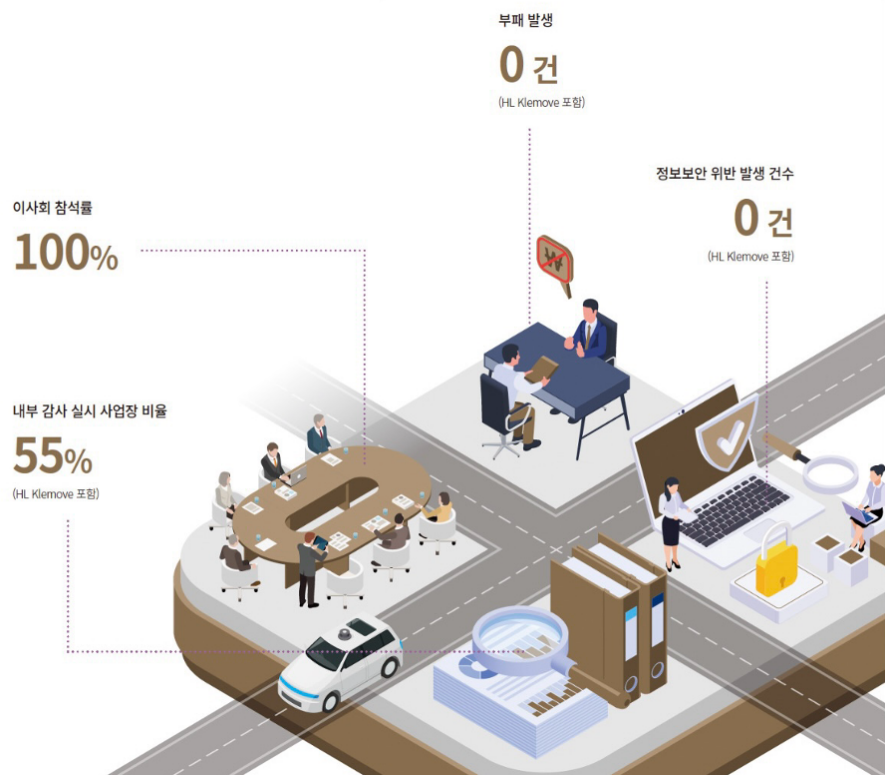
자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

- 인권경영 선언문 : HL 만도는 2021년부터 세계최대규모 ESG 이니셔티브 UNGC(United Nations Global Compact)에 가입해 인권, 노동, 환경, 반부패의 10대 원칙에 지지 선언하고 관련 선언문과 가이드라인을 공시하고 있다.

5. Governance & Ethics (거버넌스 + 윤리)

: HL 만도는 투명한 거버넌스 체계 실현 목적으로 조직체 운영중이다. 또한, 자율주행 관련 사이버보안의 중요성이 강조됨에 따라 체계적 관리 위한 규정 운영 및 교육을 시행중이다.

HL 만도의 거버넌스, 윤리 목표



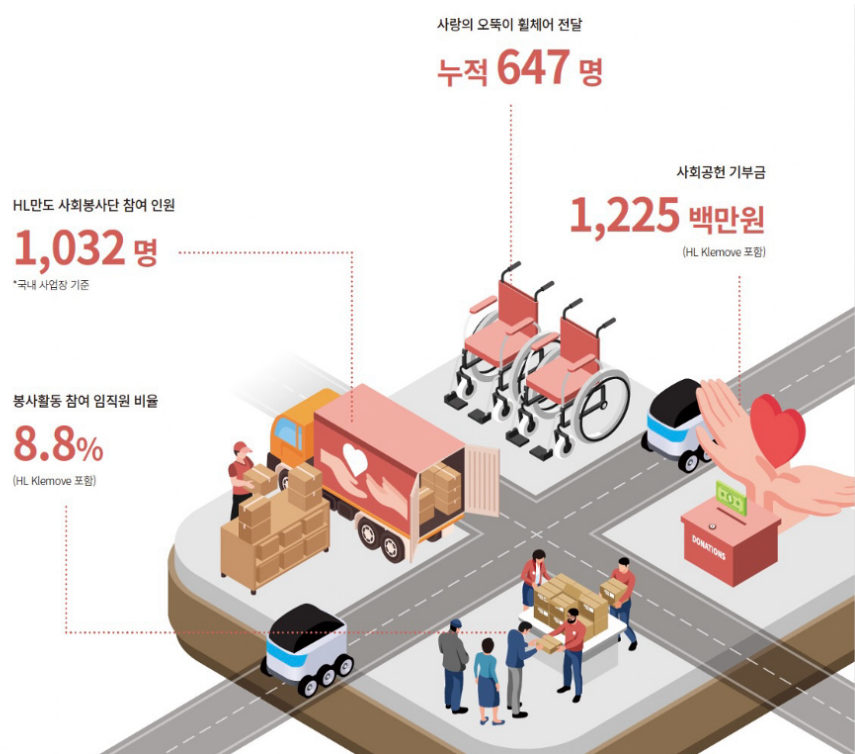
자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

- 사이버보안 강화 : 전 세계적으로 자율주행차 도입 본격화에 따라 차량 생명주기에 따른 사이버보안의 중요성이 강조되고 있다. 이에 따라, 사이버보안 관리 시스템 CSMC(CyberSecurity Management System) 구축해 운영중이다. 더불어, 모빌리티 보안 전문기업 아르거스와 MOU 체결을 통해 자체적인 사이버 해킹 모니터링 시스템을 구축했다. 이를 통해 국내 업계 최초로 국제 인증기관 엑시다로부터 자동차 사이버보안 인증 (ISO/SAE 21434) 획득했다.

6. Community (사회공헌)

: HL 만도는 빈곤, 사회, 교육, 환경 분야 중심 NGO 단체와 협력 통해 사회공헌 활동을 추진하고, 이를 통해 지속가능한 발전을 추진하고 있다.

HL 만도의 사회공헌 목표



자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

경쟁사와의 ESG 달성 정도 비교

	HL만도	S사
1. Planet (환경)	ESG 채권 최상위 등급 'Green 1'	ESG 채권 발행실적 전무
2. Innovation (기술 혁신)	자율주행 통합제어기 ADCU 개발, 밸류체인상 핵심부품 확보	주요 제품 램프로, 미래차에서의 경쟁력 부족 전망
3. Supply Chain (공급망 관리)	협력사 평가 기준에 ESG 추가, 개선 위해 협력사 대상 교육 진행	협력사를 ESG를 기준으로 평가, 다만 개선은 협력사에 일임
4. People (노동인권+안전)	세계최대규모 ESG 이니셔티브 UNGC 가입, 공시	UNGC 가입한 바 없음
5. Governance & Ethics (거버넌스 & 윤리)	미래 모빌리티 산업 전환 따른 사이버보안 강화조치	사이버보안 강화조치 없음
6. Community (사회공헌)	NGO 단체 협력 통한 국내/외 사회공헌	NGO 단체 협력 통한 국내/외 사회공헌

자료 : HL 만도, 자본시장연구회 3팀

2.5. 수익성 개선의 시작

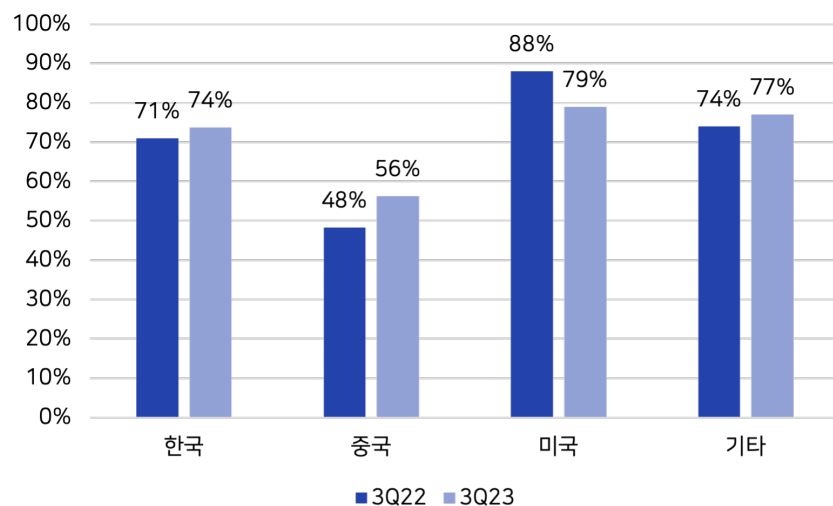
영업이익률 부진

당사는 현재 연간 매출규모가 증가하고 있음에도 불구하고 영업이익률은 4%를 하회하고 있다. 2023년 3분기 매출액은 2.1조원(yoy +8.5%), 영업이익은 815억원(yoy -0.04%, OPM 3.85%)로 시장 기대치(2.1조원, 863억원)를 하회했다. 3분기 영업이익 개선 부진의 주요 원인은 글로벌 BEV 업체의 라인 조정으로 인한 가동률 하락이다. 특히 해당 고객사는 북미와 중국 지역 내 기여도가 30-38%에 달하며, 고마진의 전장 부품을 중심으로 수익성 개선을 이끌고 있는 기업으로 해당 고객사의 생산 부진이 3분기 만도의 수익성에도 좋지 못한 결과를 초래한 것으로 보인다. 뿐만 아니라, 그동안 자동차 부품업 전반은 대체적으로 공장 가동률 하락으로 인한 고정비 부담과 물류비, 원재료비 부담을 직면했었다.

2024년, 매출은 늘고

한편, 2024년에는 수익성에 있어 긍정적인 전망이다. 3분기 영업이익 부진의 주요 원인으로 작용했던 글로벌 BEV 업체의 라인 조정은 마무리되고 생산이 회복될 예정이며 고마진의 전장부품을 중심으로 수주가 증가하고 있어 매출과 영업이익에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 또한 주 거래처인 현대차기아 뿐만 아니라 다변화된 거래처에서 고르게 매출 증가 모습이 나타날 것으로 보인다. 특히, 2019년에는 5% 미만이었던 북미 전기차 OEM에 대한 매출 비중이 2022년에는 13.8%까지 증가했으며 3분기 글로벌 BEV 업체의 라인 조정으로 잠깐 주춤했으나 이미 형성된 레퍼런스를 기반으로 점차 수주 비중이 확대될 전망이다.

3Q22년 3Q23년 공장 가동률 비교



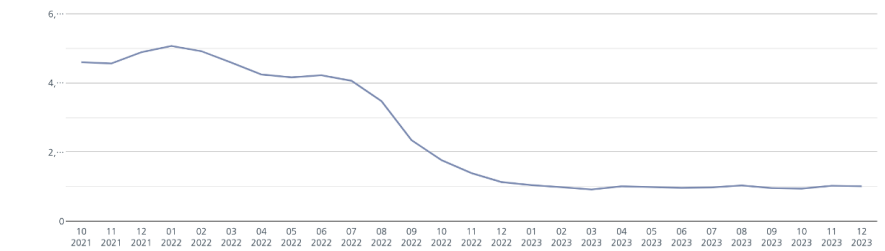
자료: 자본시장연구회 3팀

비용은 줄고

또한, 자동차 부품산업 전반의 이익률을 저해했던 비용 부담이 2023년 하반기부터 본격적으로 완화되고 있는 양상이 나타나고 있다. 먼저, 완성차 판매량이 생산량을 상회해 부품사들의 공장 가동률 하락이 불가피했던 상황이 다소 호전되었다. 부품사들의 가동률이 정상적으로 회복되고 있는 상황이며 이는 올해 하반기와 2024년에도 지속될 전망이다. 이와 더불어 원재료비와 물류비 등 변동비 부담도 본격적으로 완화가 시작하였다. 코로나 19 이후 극심한 인플레이션으로 인해 자동차 부품업체들은 극단적인

변동비 상승을 감당해야했다. 한편, 2023 년 상반기부터 원자재 가격과 물류비 모두 안정을 되찾고 있으며 가격 부담 완화가 매출 안정화에 반영되기까지 1-2 분기 시차를 고려하면 하반기부터는 본격적으로 부품사들의 수익성에 긍정적으로 작용할 전망이다.

SCFI 상하이컨테이너운임지수



자료: 자본시장연구회 3팀

CRB 원자재 지수



자료: 자본시장연구회 3팀

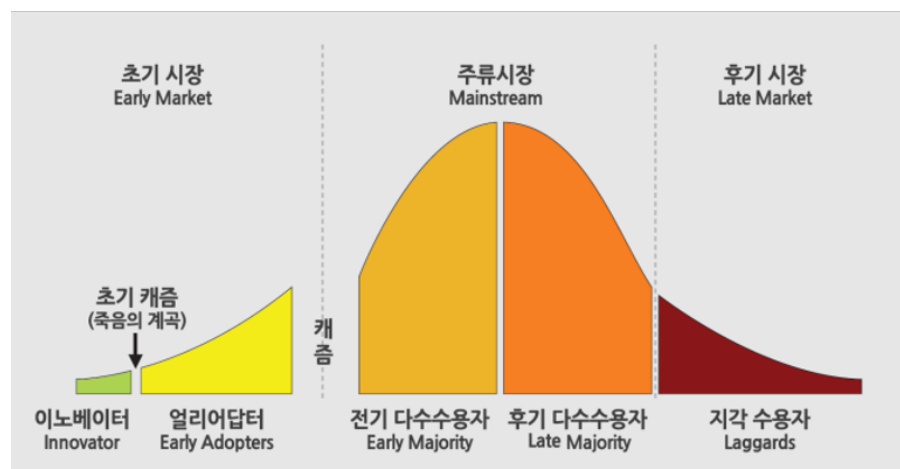
5. Valuation

매출 추정

본 매출추정은 Statista의 Electirc Vehicles Report의 시장 예측에 기반한다. 해당 보고서에 따르면, 전기차 생산량은 2025년을 기해 캐즘 존(제품이 시장에 처음 출시되었을 때, 초기 수요가 느리게 형성되는 구간)을 지나 주류시장에 진입해 폭발적인 증가를 이룬 뒤, 2030년에 들어 후기 시장에 접어들며 점진적인 성장률을 기록한다.

따라서, 본격적인 생산량의 증가가 반영될 2026년까지의 성장률은 2019~2021년 3개년의 CAGR 16.23%로 가정, 본격적인 생산량의 증가가 일어날 2026~2029년까지의 성장률은 Electric Vehicles Report의 예측치인 23.7%로 가정한 뒤, 이후의 성장률은 OECD 발표 한국 장기경제성장률 1.4%가 될 것으로 전망한다.

캐즘과 기술수용 주기 6단계



자료: LG경영연구원

매출원가

연도	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출원가	4,893,809	5,246,142	6,510,130	7,568,899	8,797,446	10,225,405
비율	87.96%	85.34%	86.62%	86.64%	86.64%	86.64%
연도	2026E	2027E	2028	2029	2030E	
매출원가	12,648,826	15,646,598	19,354,841	23,941,939	24,277,126	
비율	86.64%	86.64%	86.64%	86.64%	86.64%	

매출원가는 해당 수치를 매출액으로 나눈 비율이 지난 3년간 87.96%, 85.33%, 86.61%로 유사하게 나타났다. 이에 지난 3개년치의 산술평균인 86.63%가 유지된다고 가정해 매출원가를 추정했다.

판매비 및 관리비

연도	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
판매비	565,005	667,638	746,118	901,071	1,047,329	1,217,326
비율	10.15%	10.86%	9.92%	10.31%	10.31%	10.31%
연도	2026E	2027E	2028	2029	2030E	
판매비	1,505,832	1,862,714	2,304,178	2,850,268	2,890,172	
비율	10.31%	10.31%	10.31%	10.31%	10.31%	

판매비 및 관리비는 해당 수치를 매출액으로 나눈 비율이 지난 3년간 10.15%, 10.86%, 9.92%로 유사하게 나타났다. 이에, 지난 3개년치의 산술평균인 10.31%가 유지된다고 가정해 판매비 및 관리비를 추정했다.

대손상각비

연도	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
대손상각비	15,989	1,341	11,814	13,582	15,786	18,349
비율	0.28%	0.02%	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%
연도	2026E	2027E	2028	2029	2030E	
대손상각비	22,697	28,077	34,731	42,962	43,563	
비율	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	

대손상각비는 해당 수치를 매출액으로 나눈 비율이 지난 3년간 유사하게 나타났다. 이에 지난 3개년치의 산술평균인 0.16%가 유지된다고 가정하여 대손상각비를 추정했다.

영업이익

연도	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업이익	88,701	232,312	248,102	252,599	293,600	341,255
법인세율	-9.7678%	21.3119%	45.0222%	18.85%	18.85%	18.85%
연도	2026E	2027E	2028	2029	2030E	
영업이익	422,133	522,178	645,934	799,021	810,207	
법인세율	18.85%	18.85%	18.85%	18.85%	18.85%	

유효법인세율은 법인세비용을 영업이익으로 나눈 비율을 통해 2020년 -9.77%, 2021년 21.31%, 2022년 45.02%로 측정했다. 이에 지난 3개년치의 산술평균인 18.86%가 유지된다고 가정해 법인세율을 적용, 추정했다.

CAPEX

연도	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Capex	468,641	502,497	670,003	497,961	578,787	672,733
Capex / 매출 비율	8.42%	8.17%	8.91%	5.7%	5.7%	5.7%
연도	2026E	2027E	2028	2029	2030E	
Capex	715,960	715,960	715,960	715,960	715,960	
Capex / 매출 비율	4.9%	4.0%	3.2%	2.6%	2.6%	

CAPEX는 HL만도의 2023년 지속가능경영보고서에 근거해 매출액 대비 R&D 비용 목표치인 5.7%를 2025년까지의 성장률로 전망하고, 전기차 생산량이 폭발적으로 증가할 2026년부터는 같은 볼륨의 CAPEX가 유지된다고 가정해 추정했다.

순운전자본의 변동

연도	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
순운전자본	-129,336	348,604	256,306	11,721	11,839	11,957
순운전자본 증감	87.96%	85.34%	86.62%	86.64%	86.64%	86.64%
연도	2026E	2027E	2028	2029	2030E	
순운전자본	1,219,730	1,231,928	1,244,247	1,256,689	1,269,256	
순운전자본 증감	12,077	12,197	12,319	12,442	12,567	

순운전자본의 경우 1%의 성장률로 계속해서 증가한다고 가정해 추정했다.

$$w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1-t)$$

WACC

DCF를 위한 할인율로 WACC을 결정했다.

$$\begin{aligned} \text{타인자본비용 (kd)} &= [\text{Rf} + \text{Credit Spread}] \times (1-t) \\ &= 6.60\% \end{aligned}$$

타인자본비용은 당사의 신용등급(AA-)에 해당하는 회사채 5년 수익률을 적용했다. 또한, 절세효과를 고려하여 동사의 유효 법인세율인 18.86%를 적용했다.

$$\begin{aligned} \text{Rf} &= 3.62\% \text{ (한국 국고채 5년물 - 무위험 이자율로 결정)} \\ \text{크레딧 스프레드} &= 4.52\% \text{ (Rf) - } 3.62\% \text{ (Cs)} = 0.90\%, \text{ 법인세율 : } 18.86\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{자기자본비용 (ke)} &= \text{CAPM : Rf} + \beta (\text{Rm}-\text{Rf}) \\ \text{자기자본비용은 자본자산 가격결정모형 CAPM을 활용했다.} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Rf} &= 3.62\% / \beta : 1.08 \text{ (fnguide)} \\ \text{마켓 리스크 프리미엄} &= 8.00\% \text{ (한올회계법인 발표 한국 시장위험} \\ &\text{프리미엄 가이드نس로 제시한 7~9\%의 산술평균치를 사용함)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &\text{- 재무 레버리지 비율 (2023. 03.16 HL만도 사업보고서 기준)} \\ \text{We} &= \text{E/A} = 0.39, \text{ Wd} = \text{D/A} = 0.61 \end{aligned}$$

$$w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1-t)$$

WACC (가중평균자본비용)

$$= 7.01\%$$

FCFF

연도	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FCFF	19,090	-28,584	-83,978	-61,696	19,364	119,664
PV of FCFF	17,840	-24,961	-68,532	-47,050	13,800	79,692
연도	2029E	2030E				
매출원가	243,762	252,714				
PV of FCFF	151,703	146,972				

Target Price

WACC	7.01%
g	3.0%
TV	3,713,207,715,839
ev	2,428,969,612,054
순차입금	(93,036,132,051)
(+)현금, 단기금융상품	2,159,519,109,948
(-) 차입금, 리스부채	2,066,482,977,897
순수가치	2,522,005,744,105
총주식수	46,957,120
목표주가	₩53,709
현재주가	₩35,100
상승여력	53%

결론적으로, HL만도의 목표주가로서 53.709원을 제시한다.

Compliance Note

본 투자보고서는 한국외국어대학교 자본시장연구회의 리서치 결과를 기반으로 작성되었습니다. 본 보고서의 내용은 어떠한 경우에도 투자 추천이나 금융 조언으로 간주되어서는 안 됩니다. 이 보고서에 수록된 내용은 현재의 시장 조건 및 회사의 업적에 대한 종합적인 평가를 반영하고 있습니다. 그러나 미래의 사건이나 결과는 예측할 수 없으며, 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 투자자는 본 보고서의 정보를 참고하여 자신의 판단에 따라 투자 결정을 내리도록 권장됩니다. 특히, 본 보고서에 기재된 내용은 변경될 수 있으며, 그에 따라 추가적인 조사와 분석이 필요할 수 있습니다.



한국외대 자본시장연구회
韓國外大 資本市場研究會