EARNINGS REVIEW

06 Feb. 2026

유지웅 자동차/이차전지 I jwyoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

HL만도 (204320)

4Q25 Review: 추가 동력원이 절실

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	하향
적정주가	68,000	73,000	하향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (2/5)	61,500원
예상 주가상승률	10.6%
시가총액	28,879억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	46,957천주
52주 최저가 / 최고가	32,650 - 71,400원
3개월 일평균거래대금	899억원
외국인 지분율	12.3%
주요주주지분율(%)	
에이치엘홀딩스 (외 5인)	30.3
국민연금공단 (외 1인)	13.1
만도우리사주 (외 1인)	1.4

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	14.7	23.4	13.6
PBR(배)	0.8	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	5.0	6.2	5.7
배당수익률(%)	1.5	1.5	1.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	1.3	77.5	45.4	4.8
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(14.5)	16.0	(60.4)	(17.8)

Issue

4Q25 실적 리뷰 및 주요 투자포인트

Pitch

4Q25에는 다소 부진한 실적을 기록했으며, 2026년에 대한 어닝 눈높이를 가이던스를 반영해 하향. 투자의견을 Hold로 하향하며, 적정주가는 6.8만원으로 하향. 적정주가 재산정을 위해 P/E 밸류에이션 프리미엄을 기존 대비 36% 상향한 15배를 사용해 적정주가를 산정. 기존의 로봇 모멘텀 지속을 위해서는 높은 외형성장세가 요구

Rationale

- 4Q25 매출액 및 영업이익은 각각 2.46조원(YoY +1.6%), 797억원(YoY -28.2%) 기록. 영업이익은 시장 기대치 대비 200억원 하회했으며, 고객사 품질비용이 약 420억원가량 반영되었기 때문. 이를 제외시 약 1,200억원에 해당되는 수치를 기록한 것으로 해석. 다만 전반적인 외형성장세가 3Q25까지의 흐름과 대비 다소 위축된 양상이 확인
- 지역별 매출액은 북미가 +11.4%, 기타지역이 +9.1%, 중국이 +0.8%, 그리고 한국이 -8.4%를 기록. 북미 지역은 GM/Ford 및 현대기아의 관세대응에 따른 물량 축소로 동사 멕시코법인 가동률에도 영향을 미친 것으로 해석. 한국의 경우 11월부터 완성차 특근이 동반된 자동차 산업의 수출물량 회복기조가 나타났으나, 다소 아쉬운 실적이 전개
- 연간 매출액 가이던스로 회사는 매출액 증가분 YoY +1.8%을 제시. 특히 전년도 YoY +20%의 증가세를 기록한 북미지역에 대해서는 상대적으로 하향된 YoY +2%의 매출 목표를 제시. 인도지역의 경우 YoY +25%, 유럽은 YoY -8% 목표. 중장기 로드맵인 5년간 CAGR YoY +8%을 감안시, 고객사 기반의 실제 판매 달성 가능성 확인 필요
- 2026년 신규 수주 목표에 대해 다소 보수적인 스탠스가 확인. 회사는 2023년부터 기록해온 16.6조원 → 17.6조원 → 11.9조원(25년)에 이어 2026년 목표로 13.0조원을 제시. 통상적으로 2년후 발생하는 수주-매출간 타임랙을 고려시, 장기 성장률 목표 달성을 위한 2027년에 대한 매출 눈높이 상향 시점이 다소 지연될 수 있음

4Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(P)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	2,462	2,570	(4.2)	2,479	(0.7)	2,422	1.6	2,321	6.0
영업이익	79.7	113.1	(29.5)	97.8	(18.5)	111.0	(28.2)	94.2	(15.3)
지배주주순이익	47.2	71.4	(33.8)	52.1	(9.3)	42.5	11.1	43.7	8.1
OPM	3.2%	4.4%	-1.2%	4.0%	-0.7%	4.6%	-1.3%	4.1%	-0.8%
NIM	1.9%	2.8%	-0.9%	2.1%	-0.2%	1.8%	0.2%	1.9%	0.0%

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: HL만도 Valuation: 적정주가 68,000원으로 하향

구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
지배주주순이익	(십억원)	213	313	-32	2026년 기준
EPS	(원)	4,534	6,662	-32	2026년 기준
적정 P/E	(배)	15.0	11.0	36	로봇사업 진출에 따른 최대 프리미엄 부여
적정주가	**(원)**	**68,000**	**73,000**	**-7**	**2026년 EPS * Target P/E**
현재주가	(원)	61,500			
Upside	(%)	10.6			

Source: 다올투자증권

Fig. 2: HL만도 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**2,271**	**2,401**	**2,321**	**2,462**	**2,350**	**2,492**	**2,438**	**2,486**	**8,848**	**9,455**	**9,766**	**10,437**
한국	760	821	784	799	776	805	768	791	3,060	3,165	3,140	3,274
중국	444	486	503	615	477	549	612	610	2,062	2,048	2,247	2,353
북미	623	665	632	619	648	705	651	649	2,121	2,538	2,653	2,990
기타	443	429	403	429	449	434	408	435	1,565	1,704	1,727	1,821
매출원가	1,951	2,036	1,959	2,065	2,023	2,128	2,077	2,106	7,528	8,011	8,334	8,908
매출원가율(%)	85.9	84.8	84.4	83.9	86.1	85.4	85.2	84.7	85.1	84.7	85.3	85.3
매출총이익	319.8	364.4	362.4	397.0	326.6	363.9	360.9	380.3	1,320.0	1,443.6	1,431.7	1,529.6
매출총이익률(%)	14.1	15.2	15.6	16.1	13.9	14.6	14.8	15.3	14.9	15.3	14.7	14.7
판관비	241	260	268	317	247	264	263	286	963	1,086	1,060	1,093
판관비율(%)	10.6	10.8	11.6	12.9	10.5	10.6	10.8	11.5	10.9	11.5	10.9	10.5
영업이익	**79.2**	**104.1**	**94.2**	**79.7**	**79.9**	**99.7**	**97.5**	**94.5**	**358.8**	**357.2**	**371.6**	**436.4**
영업이익률(%)	3.5	4.3	4.1	3.2	3.4	4.0	4.0	3.8	4.1	3.8	3.8	4.2
당기순이익	34.6	9.9	49.2	49.7	50.4	64.8	55.6	53.3	158.2	224.1	224.1	282.8
지배주주순익	**27.9**	**4.5**	**43.7**	**47.2**	**47.9**	**61.5**	**52.9**	**50.6**	**129.9**	**123.3**	**212.9**	**268.7**
YoY(%)												
매출액 계	7.8	11.8	6.9	1.7	3.5	3.8	5.0	1.0	5.4	6.9	3.3	6.9
한국	3.0	8.5	13.2	-8.4	2.0	-2.0	-2.0	-1.0	0.1	3.4	-0.8	4.3
중국	-0.5	4.4	-6.8	0.8	7.3	12.9	21.6	-0.8	5.0	-0.7	9.7	4.7
북미	23.6	27.4	17.1	11.4	4.0	6.0	3.0	5.0	16.7	19.7	4.5	12.7
기타	5.8	21.8	0.6	9.1	1.4	1.2	1.3	1.5	0.5	8.9	1.3	5.4
영업이익	4.8	16.2	14.2	-28.2	0.9	-4.2	3.5	18.5	28.5	-0.4	4.0	17.4
지배주주순익	-80	1	흑전	11	72	1269	21	7	-4.2	-5.1	72.7	26.2

Source: HL만도, 다올투자증권

HL만도 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,265.0	3,676.9	3,500.3	3,375.3	3,734.4
현금성자산	669.9	582.1	493.8	339.1	501.4
매출채권	1,730.0	2,151.9	2,062.6	2,083.0	2,222.0
재고자산	733.9	838.4	838.5	846.8	903.3
비유동자산	3,021.7	3,375.2	3,310.6	3,380.8	3,372.7
투자자산	649.2	745.1	590.8	614.8	639.7
유형자산	2,175.5	2,410.1	2,492.0	2,533.4	2,496.3
무형자산	197.0	219.9	227.9	232.6	236.6
자산총계	6,286.7	7,052.0	6,811.0	6,756.1	7,107.1
유동부채	2,635.7	2,900.5	2,959.4	2,978.6	3,102.5
매입채무	1,525.8	1,884.0	1,817.1	1,835.0	1,957.6
유동성이자부채	1,003.9	884.5	1,009.1	1,009.1	1,009.1
비유동부채	1,294.9	1,478.8	1,227.4	982.6	988.0
비유동이자부채	1,152.5	1,282.1	1,057.5	807.5	807.5
부채총계	3,930.5	4,379.3	4,186.8	3,961.2	4,090.5
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.2	603.3	603.4	603.4	603.4
이익잉여금	1,152.7	1,236.9	1,325.4	1,496.0	1,717.7
자본조정	427.9	631.3	495.2	495.2	495.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,356.2	2,672.8	2,624.2	2,794.8	3,016.5
투하자본	3,603.2	4,056.5	4,021.6	4,089.8	4,141.8
순차입금	1,486.4	1,584.5	1,572.8	1,477.5	1,315.2
ROA	2.5	2.4	2.1	3.3	4.1
ROE	7.0	6.7	5.7	8.8	10.3
ROIC	5.3	5.6	5.8	7.0	8.1

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,393.1	8,848.2	9,454.8	9,766.0	10,437.4
증가율 (Y-Y,%)	11.7	5.4	6.9	3.3	6.9
영업이익	279.3	358.8	357.1	371.6	436.4
증가율 (Y-Y,%)	12.6	28.5	(0.5)	4.0	17.4
EBITDA	601.1	694.2	720.6	762.4	826.7
영업외손익	(53.6)	(93.3)	(140.4)	(76.7)	(64.3)
순이자수익	(69.3)	(83.6)	3.3	(48.7)	(36.3)
외화관련손익	78.1	99.4	0.0	(20.0)	(20.0)
지분법손익	(2.2)	25.2	(2.8)	(8.0)	(8.0)
세전계속사업손익	225.7	265.5	216.8	294.9	372.1
당기순이익	154.6	158.2	142.5	224.1	282.8
지배기업당기순이익	135.6	129.9	123.3	212.9	268.7
증가율 (Y-Y,%)	30.7	2.4	(10.0)	57.3	26.2
NOPLAT	191.3	213.9	234.8	282.4	331.6
(+) Dep	321.8	335.4	363.5	390.8	390.3
(-) 운전자본투자	(86.6)	115.5	(22.6)	10.4	72.8
(-) Capex	337.5	309.5	313.1	392.7	313.1
OpFCF	262.2	124.3	307.7	270.0	336.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.7	12.9	7.9	5.2	5.7
영업이익증가율(3Yr)	46.6	15.6	12.9	10.0	6.7
EBITDA증가율(3Yr)	15.1	7.5	7.1	8.2	6.0
순이익증가율(3Yr)	123.4	(4.0)	6.4	13.2	21.4
영업이익률(%)	3.3	4.1	3.8	3.8	4.2
EBITDA마진(%)	7.2	7.8	7.6	7.8	7.9
순이익률(%)	1.8	1.8	1.5	2.3	2.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	429.4	434.7	398.0	606.5	599.6
당기순이익	154.6	158.2	143.5	224.1	282.8
자산상각비	321.8	335.4	363.5	390.8	390.3
운전자본증감	(96.1)	(163.5)	39.5	(10.4)	(72.8)
매출채권감소(증가)	(102.2)	(201.6)	(67.7)	(20.4)	(139.1)
재고자산감소(증가)	(59.7)	(40.5)	(7.8)	(8.3)	(56.5)
매입채무증가(감소)	197.8	240.6	(24.2)	17.9	122.5
투자현금	(322.4)	(396.8)	(212.7)	(470.2)	(391.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	14.6	(1.3)	(1.3)
장기투자증권감소	0.2	(1.5)	(4.0)	(15.1)	(15.4)
설비투자	(337.5)	(309.5)	(313.1)	(392.7)	(313.1)
유무형자산감소	(69.7)	(47.1)	(39.2)	(44.2)	(44.2)
재무현금	18.2	(176.9)	(259.0)	(292.3)	(47.0)
차입금증가	60.5	(126.9)	(94.8)	(250.0)	0.0
자본증가	(42.3)	(28.2)	(164.2)	(42.3)	(47.0)
배당금지급	42.3	28.2	28.2	42.3	47.0
현금 증감	122.8	(79.3)	(73.7)	(156.0)	161.0
총현금흐름(Gross CF)	608.0	690.2	358.5	616.9	672.4
(-) 운전자본증가(감소)	(86.6)	115.5	(22.6)	10.4	72.8
(-) 설비투자	337.5	309.5	313.1	392.7	313.1
(+) 자산매각	(69.7)	(47.1)	(39.2)	(44.2)	(44.2)
Free Cash Flow	189.5	129.9	185.3	136.3	208.0
(-) 기타투자	(0.2)	1.5	4.0	15.1	15.4
잉여현금	189.7	128.4	181.3	121.1	192.6

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,887	2,767	2,626	4,534	5,721
BPS	43,311	48,951	47,769	51,302	55,938
DPS	600	600	900	1,000	1,100
Multiples(x,%)					
PER	13.6	14.7	23.4	13.6	10.7
PBR	0.9	0.8	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	5.5	5.0	6.2	5.7	5.1
배당수익율	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8
PCR	3.0	2.8	8.1	4.7	4.3
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	166.8	163.8	159.5	141.7	135.6
Net debt/Equity	63.1	59.3	59.9	52.9	43.6
Net debt/EBITDA	247.3	228.3	218.3	193.8	159.1
유동비율	123.9	126.8	118.3	113.3	120.4
이자보상배율	4.0	4.3	n/a	7.6	12.0
이자비용/매출액	1.1	1.3	0.2	0.8	0.7
자산구조					
투하자본(%)	73.2	75.3	78.8	81.1	78.4
현금+투자자산(%)	26.8	24.7	21.2	18.9	21.6
자본구조					
차입금(%)	47.8	44.8	44.1	39.4	37.6
자기자본(%)	52.2	55.2	55.9	60.6	62.4

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

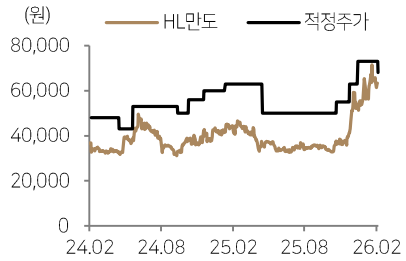
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HL만도 (204320)



일자	2024.02.06	2024.04.17	2024.05.22	2024.09.13	2024.10.11	2024.11.19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	48,000원	43,000원	53,000원	50,000원	56,000원	60,000원
일자	2025.01.13	2025.04.17	2025.10.23	2025.11.25	2025.12.16	2026.02.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	63,000원	50,000원	55,000원	63,000원	73,000원	68,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.02.06	48,000원	33,393원	34,950원	-30.4	-27.2
2024.04.17	43,000원	36,248원	39,800원	-15.7	-7.4
2024.05.22	53,000원	39,699원	49,600원	-25.1	-6.4
2024.09.13	50,000원	35,743원	38,900원	-28.5	-22.2
2024.10.11	56,000원	37,611원	42,050원	-32.8	-24.9
2024.11.19	60,000원	40,886원	43,500원	-31.9	-27.5
2025.01.13	63,000원	41,677원	46,650원	-33.9	-26.0
2025.04.17	50,000원	34,887원	37,600원	-30.2	-24.8
2025.10.23	55,000원	37,513원	41,400원	-31.8	-24.7
2025.11.25	63,000원	51,137원	59,200원	-18.8	-6.0
2025.12.16	73,000원	60,288원	71,400원	-17.4	-2.2
2026.02.06	68,000원				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 02월 05일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가