HL만도 (204320)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com

이익 회복 지연, 모멘텀 선반영 국면 진입

BUY **TP 75,000원**

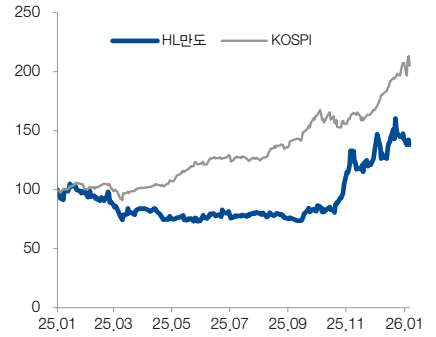
현재주가 (2/5)	61,500원
상승여력	22.0%
시가총액	2,888십억원
발행주식수	46,957천주
자본금/액면가	47십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	71,400원/32,650원
일평균 거래대금 (60일)	95십억원
외국인 지분율	12.33%
주요주주 지분율	
에이치엘홀딩스외4인	30.26%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.3	70.1	77.5
상대주가(%p)	-12.5	31.9	9.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,795	4,911	44,000
After	2,130	5,084	75,000
Consensus	2,753	4,915	
Cons. 차이	-22.6%	3.4%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q25 영업이익은 797억원(-28.2% yoy, OPM 3.2%)으로 당사 예상과 시장 기대를 크게 하회. 관세는 환급되어 영향 없었으나 일회성 품질비용 430억원 반영되었기 때문. 이를 감안 시 당사 기대 수준. 품질비용은 귀책사유 논의 중으로 선제적 설정, 이미 개선 제품 판매로 영향 일시적
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 75,000원으로 기존 44,000원대비 70.4% 상향
- 목표주가는 기존 전장 사업 확대 외에도 로보틱스 액츄에이터 등 로봇 Value Chain 편입이 가시화 됨을 고려할 때 과거 3년 P/E 밴드 상단 14.8배(기존 밴드 하단 9.2배)을 적용, 2026년 EPS 5,084원(기존 4,911원) 적용.

주요이슈 및 실적전망

- 4Q25 Review: 일회성을 제외하면 당사 기대 수준 부합한 실적

  1) 매출액 2.46조원(+1.6% yoy, +6.0% qoq), 영업이익 797억원(-28.2% yoy, -15.4% qoq, OPM 3.2%), 지배순이익 240억원(-43.6% yoy, -45.1% qoq) 기록. 영업이익기준 컨센서스 1,000억원(OPM 4.0%)과 당사 예상 1,254억원(OPM 5.1%) 대비 크게 하회

  2) 요인: 연간 280억원의 관세 중 70%를 회수하며 4분기 관세 비용은 실적에 영향 없었으나, 선제적 품질비용 430억원 설정으로 기대에 못미치는 실적 기록. 이를 고려 시 당사 예상 수준의 영업이익 기록. 현대차그룹 자율주행, 주요 북미 EV OEM 수주 의사결정이 지연됨에 따라 2025년 수주 목표는 13.7조원에 13% 미달한 11.9조원을 기록. 4Q25 북미 사족보행로봇 차세대 액츄에이터 수주하며 로봇 Value Chain 편입
- Key Takeaways: 2026년 가이던스 매출액 9.6조원(+1.8%), OPM 4% 초반 목표. 국내 고객사의 해외 생산 확대로 국내 매출이 7% 감소한 가운데 중국과 미국의 성장이 완만함에 기인, 인도가 성장 견인할 것. 2028년 북미 EV OEM 신규 플랫폼 양산과 인도 규제(상용차 ADAS 의무, 안전 기준 강화) 등 매출 성장 급등 기대. 현대차그룹 자율주행, 주요 북미 EV OEM 수주 의사결정이 지연됨에 따라 2026년 수주 목표를 13.0조원으로 설정(2025년 수주 11.9조원)

주가전망 및 Valuation

- 2025년 초 가이던스를 통해 소통한 2026년 이후 고객사 생산 확대와 전장 확대 적용 등 매출 성장과 5% 이상 영업이익률 달성은 1년 이상 지연. 중국 리딩 SDV, 북미 EV OEM 향 외형 확대 기대에도 매출 성장과 수익성 개선 등 가시적 성과가 지연되는 부분은 다소 아쉬운 부분.
- 다만 북미 EV 업체 향 2027년 이후 신규 플랫폼 납품과 2026년 상반기 휴머노이드 로봇 발표에 따른 공급망 편입 가능성, 2026년 하반기 로보택시 사업 등 모멘텀 수혜 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	8,393	279	136	601	2,887	37.9	13.6	0.8	5.6	6.2	1.5
2024	8,848	359	130	694	2,767	-4.2	14.7	0.8	5.1	5.5	1.7
2025F	9,455	357	100	723	2,130	-23.0	27.6	1.1	6.0	4.0	1.3
2026F	9,680	447	239	869	5,084	138.7	12.1	1.1	5.1	9.4	1.3
2027F	10,692	549	290	999	6,180	21.5	10.0	1.0	4.2	10.5	1.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 HL만도 4Q25 Review: 영업이익은 797억원을 기록해 컨센서스 20.3% 하회 (십억 원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	4Q25P	4Q24	3Q25	(yoy)	(qoq)	4Q25	대비	4Q25	대비
매출액	2,461.6	2,421.8	2,321.3	1.6	6.0	2,481.4	(0.8)	2,478.5	(0.7)
영업이익	79.7	111.0	94.2	(28.2)	(15.4)	125.4	(36.5)	100.0	(20.3)
세전이익	56.5	51.8	65.5	9.2	(13.8)	65.6	(13.9)	73.1	(22.8)
지배순이익	24.0	42.5	43.7	(43.6)	(45.1)	55.2	(56.6)	52.7	(54.5)
영업이익률(%)	3.2	4.6	4.1	(1.3)	(0.8)	5.1	(1.8)	4.0	(0.8)
세전이익률(%)	2.3	2.1	2.8	0.2	(0.5)	2.6	(0.4)	3.0	(0.7)
지배순이익률(%)	1.0	1.8	1.9	(0.8)	(0.9)	2.2	(1.3)	2.1	(1.2)

자료: HL만도, FnGuide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 HL만도 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	9,455	9,680	9,475	10,411	-0.2%	-7.0%
영업이익	357	447	403	495	-11.4%	-9.5%
세전이익	218	381	227	371	-4.0%	2.6%
당기순이익	123	261	154	252	-20.3%	3.5%

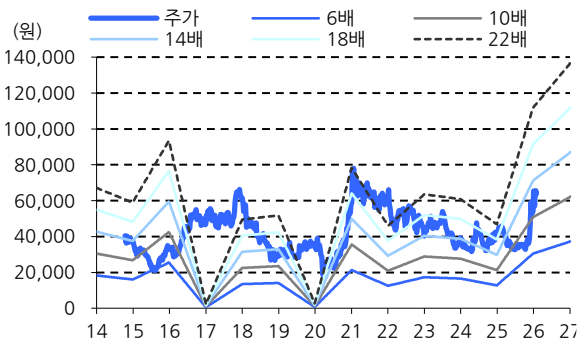
자료: 현대차증권

〈표3〉 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	14.8	①, 과거 3년 P/E 밴드 상단 (9.2배~14.8배)
적용 EPS(원)	5,084	②, 2026년 예상 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	75,000	① X ②
전일 종가(원)	61,500	기준 주가 (2026.02.05)
Upside Potential (%)	22.0%	
투자의견	BUY	

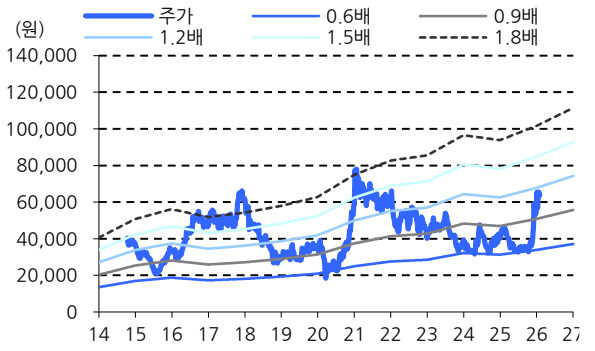
자료: HL만도, 현대차증권

〈그림1〉 P/E 밴드



자료: HL만도, 현대차증권

〈그림2〉 P/B 밴드



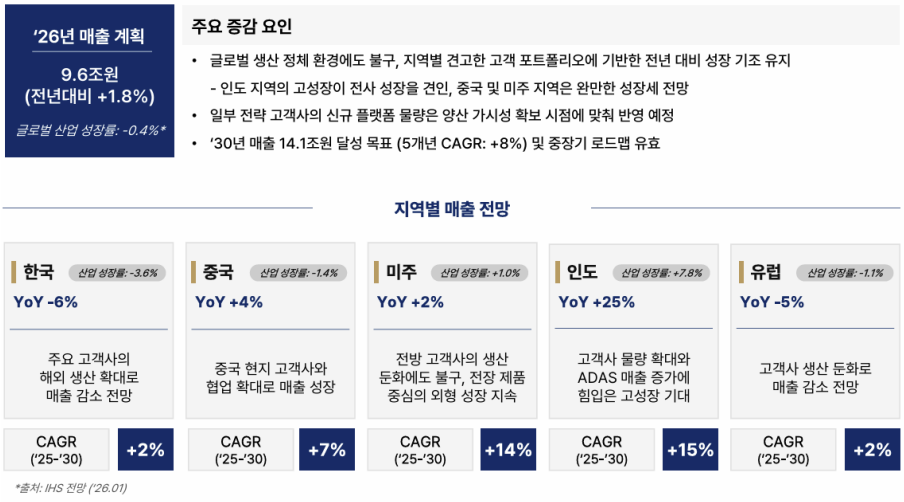
자료: HL만도, 현대차증권

〈표4〉 HL만도 분기별 실적 전망 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,271.0	2,400.9	2,321.3	2,461.6	2,334.7	2,414.0	2,381.6	2,550.1	9,454.8	9,680.5	10,692.4
〉한국	760.3	821.1	783.9	799.3	744.4	764.4	749.5	757.0	3,164.7	3,015.2	3,129.8
〉중국	444.2	485.7	503.2	614.7	469.1	520.7	519.3	646.7	2,047.8	2,155.7	2,332.5
〉미국	623.2	664.9	631.6	618.5	636.3	654.3	646.8	662.4	2,538.2	2,599.7	3,062.5
〉기타	443.3	429.2	402.5	429.1	485.0	474.7	466.1	484.0	1,704.1	1,909.8	2,167.6
영업이익	79.2	104.1	94.2	79.7	103.2	119.5	110.5	114.3	357.1	447.5	548.8
세전이익	61.6	34.1	65.5	56.5	83.6	99.4	90.2	107.8	217.8	380.9	437.1
지배순이익	27.9	4.5	43.7	24.0	60.9	70.6	65.7	41.7	100.0	238.8	290.2
영업이익률	3.5	4.3	4.1	3.2	4.4	5.0	4.6	4.5	3.8	4.6	5.1
세전이익률	2.7	1.4	2.8	2.3	3.6	4.1	3.8	4.2	2.3	3.9	4.1
순이익률	1.2	0.2	1.9	1.0	2.6	2.9	2.8	1.6	1.1	2.5	2.7
% yoy											
매출액	7.8	11.8	6.9	1.6	2.8	0.5	2.6	3.6	6.9	2.4	10.5
〉한국	3.0	8.5	13.2	(8.4)	(2.1)	(6.9)	(4.4)	(5.3)	3.4	(4.7)	3.8
〉중국	(0.5)	4.4	(6.8)	0.8	5.6	7.2	3.2	5.2	(0.7)	5.3	8.2
〉미국	30.5	34.8	24.4	13.3	2.1	(1.6)	2.4	7.1	25.4	2.4	17.8
〉기타	(0.5)	(0.7)	(6.7)	9.1	9.4	10.6	15.8	12.8	0.1	12.1	13.5
영업이익	4.7	16.2	14.1	(28.2)	30.3	14.8	17.4	43.5	(0.5)	25.3	22.6
세전이익	(71.4)	(31.9)	흑전	9.2	35.6	191.5	37.6	90.8	(18.0)	74.9	14.8
지배순이익	(80.0)	0.9	흑전	(43.6)	118.2	1,470.3	50.3	73.8	(23.0)	138.7	21.5
% qoq											
매출액	(6.2)	5.7	(3.3)	6.0	(5.2)	3.4	(1.3)	7.1	-	-	-
〉한국	(12.9)	8.0	(4.5)	2.0	(6.9)	2.7	(2.0)	1.0	-	-	-
〉중국	(27.2)	9.3	3.6	22.2	(23.7)	11.0	(0.3)	24.5	-	-	-
〉미국	14.2	6.7	(5.0)	(2.1)	2.9	2.8	(1.1)	2.4	-	-	-
〉기타	12.7	(3.2)	(6.2)	6.6	13.0	(2.1)	(1.8)	3.8	-	-	-
영업이익	(28.7)	31.5	(9.6)	(15.4)	29.5	15.9	(7.6)	3.5	-	-	-
세전이익	19.1	(44.7)	92.2	(13.8)	47.9	18.9	(9.3)	19.6	-	-	-
지배순이익	(34.4)	(83.9)	872.0	(45.1)	153.9	15.9	(6.9)	(36.6)	-	-	-

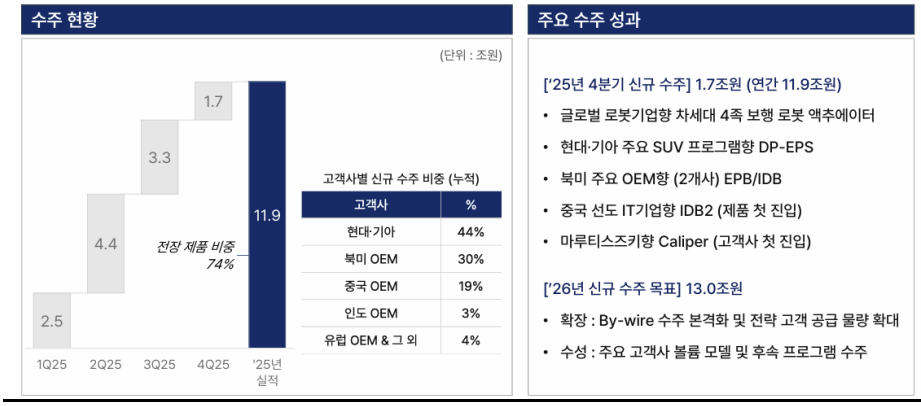
자료: HL만도, 현대차증권

<그림3> 2026년 가이던스 9.6조원 매출 목표. 미주와 중국 완만한 성장 속 인도 성장에 주목



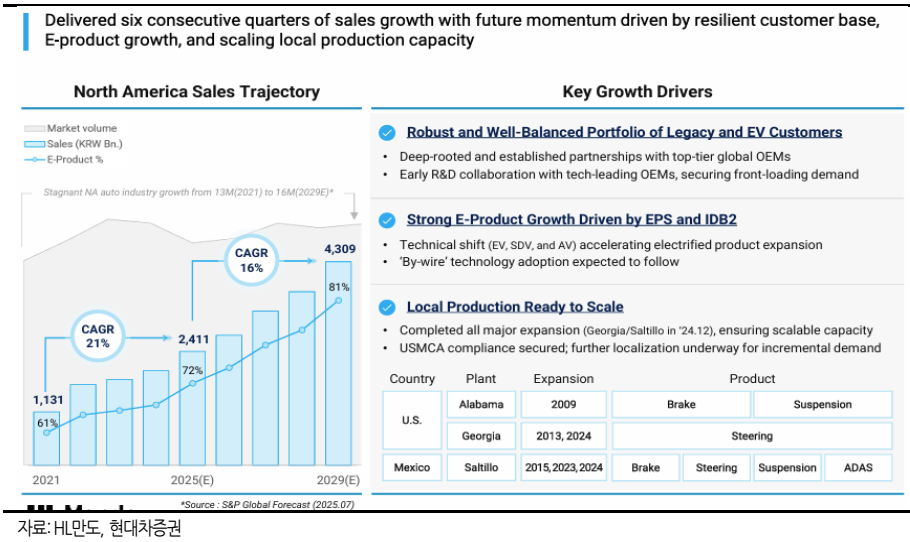
자료: HL만도, 현대차증권

<그림4> 2025년 분기별 신규 수주 추이와 주요 고객사별 수주 비중



자료: HL만도, 현대차증권

<그림5> 장기 성장 유효: 2027년 이후 북미 주도 성장 지속 전망



자료: HL만도, 현대차증권

〈그림5〉 HL만도의 CES 2026 출시 제품

자료: HL만도, 현대차증권

주요 질의 응답

1. (가이던스) 미주 지역 보수적인 이유 및 '26년 영업이익률 가이던스

- 미주 지역 자동차 생산량 정체를 반영, 보수적으로 가이던스를 설정
- 백로그 기준으로는 2028년 이후 급격한 성장 계획
- '26년 영업이익률은 4% 초반 수준 전망

2. (비용) 관세 비용 환급 반영 여부 및 일회성 비용 관련 부가설명

- 품질 이슈는 고객사와 귀책 사유 논의 중이며 선제적으로 충당금 설정
- 관련 제품은 개선품 적용 완료로 일시적 비용으로 판단
- '25년 관세 영향은 연간 약 260억 원 수준
- 4분기에는 환급 반영으로 추가 영향 없음
- '26년에도 관세 영향의 70% 이상 상쇄할 수 있을 것으로 전망

3. (수주) '25년 수주 감소 원인과 '26년 수주 목표

- '25년 수주 감소는 현대기아 자율주행 및 북미 EV OEM의 의사결정 지연 영향
- '26년 수주 목표는 13조 원

4. (관세) '25년 연간 반영된 관세 규모

- '25년 관세 영향은 연간 약 260억 원 수준
- '26년 관세 영향은 사업계획상 2,600만 달러 반영
- 인도 및 대만 관세 인하로 점진적 개선 기대

5. (IDB) 북미 IDB2 매출 성장 기대치 하회에 대한 고객사 이슈

- 북미 전기차 등 주요 OEM의 물량 감소
- IDB2는 '25년 대비 '26년 44% 성장 전망

6. (로보틱스) '28년 양산 전 진행상황 관련 소통 계획

- 당장 소통드릴 수 있는 이벤트는 없는 상황
- 여전히 발열 및 충격 내구성 이슈 해소 필요

7. (중장기 성장) 큰 폭의 매출 성장이 예상되는 시점

- '27년 매출 10조 원 이상, '29년 13조 원, '30년 14조 원 이상 목표
- 중국, 미주, 인도 3개 지역이 고르게 성장 동력으로 작용
- 인도는 현대기아 및 로컬 OEM 확대를 통해 고성장 지속
- 중국은 로컬 OEM 및 IT 선도 기업향 매출 확대 기대
- 북미 신규 플랫폼 수주 및 멕시코 생산 확대를 통해 성장 예상

8. (해치 센서) '26년 신규 고객사향 이벤트 발생 가능성

- 글로벌 파트너들과 PoC 진행 중이며, 전담 조직을 구성해 사업화 추진

9. (ADAS) 4Q25 매출 감소 원인

- 4Q25 ADAS 매출 감소는 계절적·일시적 요인으로 판단, 연간 성장 계획 유지

10. (전장) '26년 가이던스에 반도체 가격 상승 반영 여부

- 최근 D램 가격 상승으로 일부 전장 부품 원가 부담 존재
- 해당 비용은 고객과 협의를 통해 최대한 정산해 나가도록 계획

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,393	8,848	9,455	9,680	10,692
증가율 (%)	11.7	5.4	6.9	2.4	10.5
매출원가	7,263	7,525	8,058	8,167	8,980
매출원가율 (%)	86.5	85.0	85.2	84.4	84.0
매출총이익	1,130	1,323	1,397	1,514	1,712
매출이익률 (%)	13.5	15.0	14.8	15.6	16.0
증가율 (%)	12.3	17.1	5.6	8.4	13.1
판매관리비	851	964	1,040	1,066	1,164
판관비율(%)	10.1	10.9	11.0	11.0	10.9
EBITDA	601	694	723	869	999
EBITDA 이익률 (%)	7.2	7.8	7.6	9.0	9.3
증가율 (%)	2.4	15.5	4.2	20.2	15.0
영업이익	279	359	357	447	549
영업이익률 (%)	3.3	4.1	3.8	4.6	5.1
증가율 (%)	12.5	28.7	-0.6	25.2	22.8
영업외손익	-51	-88	-137	-61	-107
금융수익	69	56	-7	-30	-27
금융비용	123	138	108	0	0
기타영업외손익	3	-6	-22	-31	-80
종속/관계기업관련손익	-3	-5	-3	-5	-5
세전계속사업이익	226	265	218	381	437
세전계속사업이익률	2.7	3.0	2.3	3.9	4.1
증가율 (%)	-1.7	17.3	-17.7	74.8	14.7
법인세비용	71	107	95	120	120
계속사업이익	155	158	123	261	317
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	155	158	123	261	317
당기순이익률 (%)	1.8	1.8	1.3	2.7	3.0
증가율 (%)	31.4	1.9	-22.2	112.2	21.5
지배주주지분 순이익	136	130	100	239	290
비지배주주지분 순이익	19	28	23	22	27
기타포괄이익	-16	205	-33	0	0
총포괄이익	139	363	90	261	317

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,265	3,677	3,572	4,490	4,957
현금성자산	615	536	567	1,385	1,556
단기투자자산	55	47	32	32	32
매출채권	1,579	2,020	1,930	1,999	2,207
재고자산	734	838	807	836	923
기타유동자산	271	235	236	237	238
비유동자산	3,022	3,375	3,319	3,350	3,374
유형자산	2,176	2,410	2,464	2,385	2,297
무형자산	197	220	255	370	485
투자자산	278	235	220	231	242
기타비유동자산	371	510	380	364	350
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,287	7,052	6,891	7,840	8,331
유동부채	2,636	2,900	3,018	2,956	3,141
단기차입금	173	233	471	471	471
매입채무	1,162	1,449	1,372	1,421	1,569
유동성장기부채	831	651	598	466	441
기타유동부채	470	567	577	598	660
비유동부채	1,295	1,479	1,266	2,053	2,081
사채	419	648	601	610	645
장기차입금	622	527	357	1,123	1,083
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	254	304	308	320	353
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,931	4,379	4,285	5,009	5,222
지배주주지분	2,231	2,519	2,448	2,652	2,902
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
자본조정 등	205	207	97	97	97
기타포괄이익누계액	223	424	398	398	398
이익잉여금	1,153	1,237	1,302	1,506	1,756
비지배주주지분	125	154	158	180	207
자본총계	2,356	2,673	2,606	2,832	3,109

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	429	435	650	669	719
당기순이익	155	158	123	261	317
유형자산 상각비	290	302	326	365	374
무형자산 상각비	32	33	39	56	76
외환손익	0	0	6	0	0
운전자본의 감소(증가)	-96	-163	62	-18	-53
기타	48	105	94	5	5
투자활동으로인한현금흐름	-322	-397	-402	-458	-479
투자자산의 감소(증가)	-31	55	12	-16	-16
유형자산의 감소	5	3	10	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-338	-310	-288	-296	-296
기타	42	-145	-136	-157	-178
재무활동으로인한현금흐름	18	-177	-200	608	-70
차입금의 증가(감소)	127	-95	-170	766	-40
사채의증가(감소)	-270	230	-47	9	35
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-42	-51	-51	-35	-40
기타	203	-261	68	-132	-25
기타현금흐름	-2	60	-17	0	0
현금의증가(감소)	123	-79	31	818	171
기초현금	492	615	536	567	1,385
기말현금	615	536	567	1,385	1,556

(단위:원, 배, %)

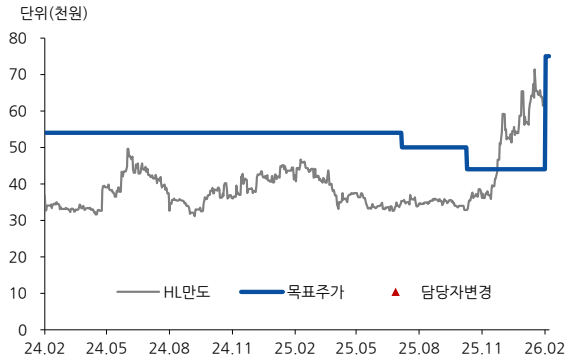
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,292	3,370	2,615	5,557	6,754
EPS(지배순이익 기준)	2,887	2,767	2,130	5,084	6,180
BPS(자본총계 기준)	50,177	56,919	55,498	60,305	66,209
BPS(지배지분 기준)	47,505	53,635	52,127	56,461	61,792
DPS	600	700	750	850	950
P/E(당기순이익 기준)	12.0	12.1	22.4	11.1	9.1
P/E(지배순이익 기준)	13.6	14.7	27.6	12.1	10.0
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.7	1.1	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(Reported)	5.6	5.1	6.0	5.1	4.2
배당수익률	1.5	1.7	1.3	1.3	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	30.7	2.4	-22.4	112.5	21.5
EPS(지배순이익 기준)	37.9	-4.2	-23.0	138.7	21.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.7	6.3	4.7	9.6	10.7
ROE(지배순이익 기준)	6.2	5.5	4.0	9.4	10.5
ROA	2.5	2.4	1.8	3.5	3.9
안정성 (%)					
부채비율	166.8	163.8	164.4	176.9	168.0
순차입금비율	57.9	55.3	54.9	44.3	33.9
이자보상배율	2.9	3.2	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.09.25	BUY	64,000	-43.04	-34.38
2024.02.06	BUY	54,000	-29.80	-8.15
2024.08.06	AFTER 6M	54,000	-29.51	-13.61
2025.07.11	BUY	50,000	-30.10	-26.10
2025.10.14	BUY	44,000	13.77	62.27
2026.02.06	BUY	75,000		

▶ 최근 2년간 HL만도 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 장문수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.