자동차
마건우
02)739-5939
kwma0330@heungkuksec.co.kr

(204320)

HL만도

BUY(유지)

로보택시 견조, 휴머노이드는 옵션

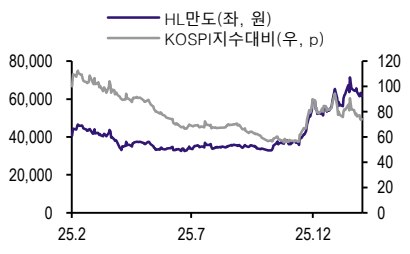
목표주가	80,000원(하향)
현재주가(02/05)	61,500원
상승여력	30.1%
시가총액	2,888십억원
발행주식수	46,957천주
52주 최고가 / 최저가	71,400 / 32,650원
3개월 일평균거래대금	90십억원
외국인 지분율	12.3%
주요주주	
에이치엘홀딩스 (외 5인)	30.3%
국민연금공단 (외 1인)	13.1%
만도우리사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.3	70.1	77.5	45.4
상대수익률(KOSPI)	-14.5	41.2	16.0	-60.4

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,393	8,848	9,455	9,717
영업이익	279	359	357	417
EBITDA	601	694	718	789
지배주주순이익	136	130	100	208
EPS	2,887	2,767	2,130	4,419
순차입금	1,486	1,585	1,299	1,243
PER	13.6	14.7	28.9	13.9
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.5	5.0	5.8	5.2
배당수익률	1.5	1.7	1.2	1.5
ROE	6.2	5.5	3.8	7.4
컨센서스 영업이	-	-	373	453
컨센서스 EPS	-	-	2,747	4,951

주가추이



4Q25 Review: 일회성 제외 시 체질 개선 유효

4분기 매출액은 2.5조원(+1.6% YoY, +6.0% QoQ), 영업이익은 797억원(-28.2% YoY, -15.3% QoQ, OPM 3.2%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 978억원)를 하회. 이는 품질 충당금 및 SPM 사업 중단 관련 비용 등으로 인한 약 430억원의 일회성 비용 반영과 관세 환급 지연 영향이 겹친 결과. 일회성 요인을 제외한 영업이익률은 약 5.0%로 수익성 개선이 점진적으로 진행되고 있다는 점은 긍정적이나, 일회성 비용의 발생 규모와 빈도에 대해서는 다소 관리가 필요해 보임.

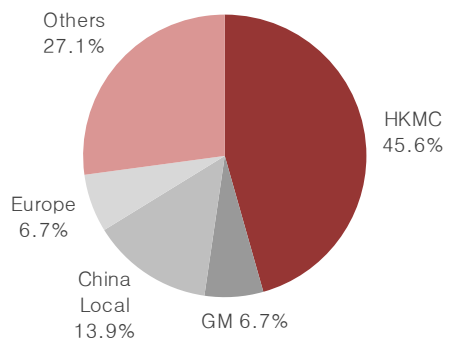
지역 믹스의 완충으로 성장 유지

'26년 매출액은 9.7조원(+2.8% YoY), 영업이익은 4,173억원(+16.8% YoY, OPM 4.3%)을 기록할 것으로 추정. 미주·유럽 지역에서는 전방 고객사의 생산 둔화에 따른 물량 감소가 불가피하나, 중국 로컬 OEM향 매출 확대와 인도 지역 내 산업 수요 증가에 따른 고성장이 이를 상쇄할 전망. 또한, 미주 지역의 경우 물량 감소가 예상되기는 하나, 북미 선도 EV 업체의 저가형 모델 수요 확대와 메타플랜트 가동률 상승에 따른 HMG향 물량 증가로 감소폭은 제한적일 것으로 판단. 아울러 IDB 2세대, EPS 등 고부가 전장 제품 비중 확대가 동반되며 전반적인 매출 성장은 가능할 것.

HL만도 투자의견 BUY/TP 80,000원 하향

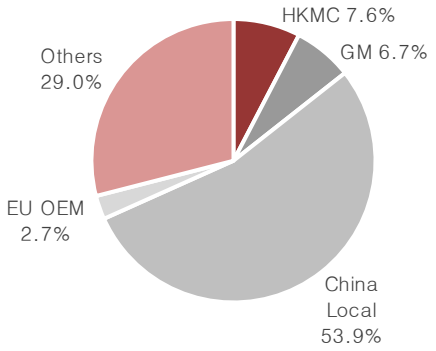
HL만도에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 80,000원으로 소폭 하향. '26년 EPS 4,419원에 '22~'23년 평균 12MF PER 18.1배를 적용. 글로벌 생산 정체 국면과 영업외손익 개선 속도를 감안해 순이익 추정치를 하향 조정하였으나, 동사의 성장 내러티브가 훼손되지 않았다는 판단 하에 적용 PER 배수를 상향. 최근 북미 선도 EV 업체의 차세대 휴머노이드 및 BD의 아틀라스향 액추에이터 수주 불확실성에 따른 단기 변동성이 존재하는 것으로 보임. 다만 동사는 북미 선도 EV 업체와 중국 SDV·IT 선도 업체를 대상으로 SbW, IDB2 등 스마트 샤시 제품을 공급하며, 로보택시 중심의 견조한 성장 스토리를 보유. 로보택시 적용만으로도 동사의 중장기 상승 동력은 충분히 정당화될 수 있으며, 휴머노이드향 액추에이터 역시 기존 스마트 샤시 레퍼런스를 기반으로 수주 가능성이 유의미한 영역으로 판단.

그림 1 2025년 4분기 HL만도 Global 고객사별 매출 비중



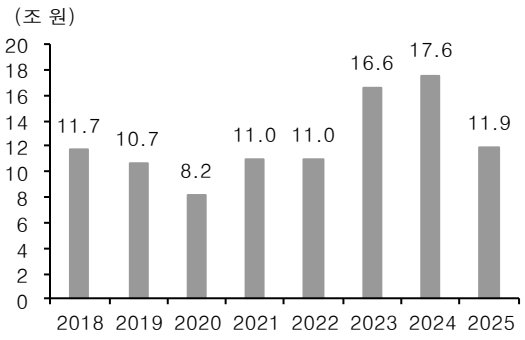
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 2 2025년 4분기 HL만도 China 고객사별 매출 비중



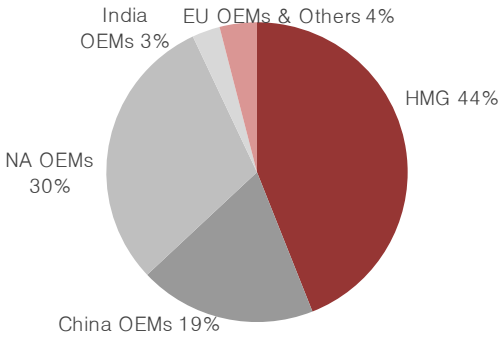
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 3 연간 수주 실적 추이



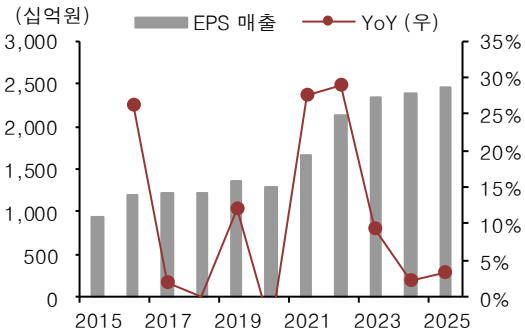
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 4 2025년 고객사별 신규 수주



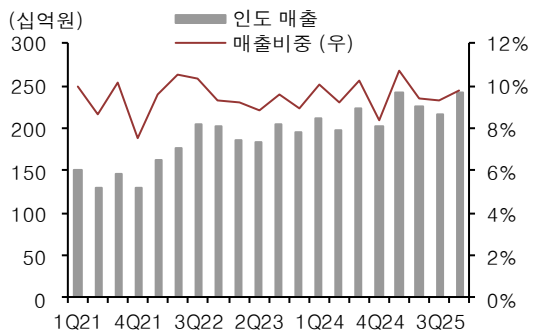
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 5 HL만도 EPS 매출 추이



자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 6 인도지역 매출 추이



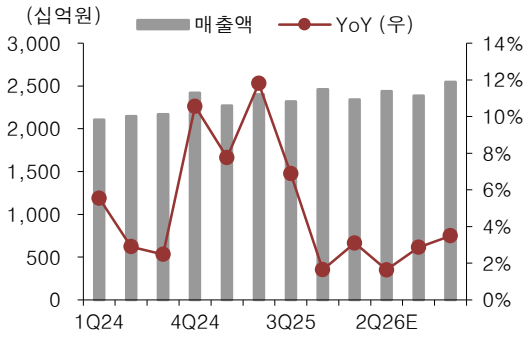
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

표 1 HL만도 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	**2,271**	**2,401**	**2,321**	**2,462**	**2,341**	**2,440**	**2,388**	**2,547**	**8,848**	**9,455**	**9,717**
YoY(%)	*7.8%*	*11.8%*	*6.9%*	*1.6%*	*3.1%*	*1.6%*	*2.9%*	*3.5%*	*5.4%*	*6.9%*	*2.8%*
QoQ(%)	*-6.2%*	*5.7%*	*-3.3%*	*6.0%*	*-4.9%*	*4.2%*	*-2.1%*	*6.7%*			
한국	760	821	784	799	730	771	741	765	3,060	3,165	3,008
북미	623	665	632	619	659	699	678	665	2,111	2,538	2,702
중국	444	486	503	615	467	506	526	642	2,062	2,048	2,141
기타	443	429	403	429	485	465	443	475	1,616	1,704	1,866
영업이익	**79**	**104**	**94**	**80**	**88**	**108**	**101**	**120**	**359**	**357**	**417**
OPM(%)	*3.5%*	*4.3%*	*4.1%*	*3.2%*	*3.8%*	*4.4%*	*4.2%*	*4.7%*	*4.1%*	*3.8%*	*4.3%*
YoY(%)	*4.7%*	*16.2%*	*14.1%*	*-28.2%*	*10.9%*	*3.9%*	*7.3%*	*50.9%*	*28.5%*	*-0.5%*	*16.8%*
QoQ(%)	*-28.7%*	*31.5%*	*-9.6%*	*-15.3%*	*10.2%*	*23.1%*	*-6.6%*	*19.1%*			
지배주주순이익	**28**	**4**	**44**	**24**	**37**	**48**	**44**	**78**	**130**	**100**	**208**
NPM(%)	*1.2%*	*0.2%*	*1.9%*	*1.0%*	*1.6%*	*2.0%*	*1.8%*	*3.1%*	*1.5%*	*1.1%*	*2.1%*
YoY(%)	*-80.0%*	*0.9%*	*흑전*	*-43.6%*	*33.8%*	*975.9%*	*-0.2%*	*226.6%*	*-4.2%*	*-23.0%*	*107.4%*
QoQ(%)	*-34.4%*	*-83.9%*	*872.0%*	*-45.1%*	*55.7%*	*29.5%*	*-9.9%*	*79.6%*			

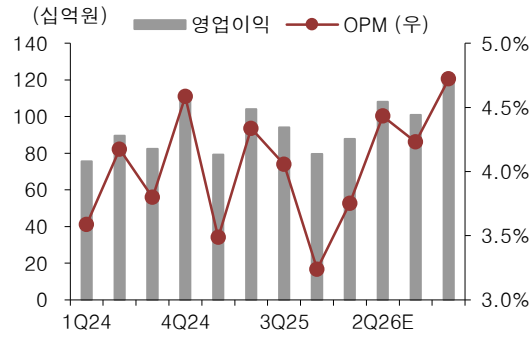
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 7 HL만도 매출액 추이 및 전망



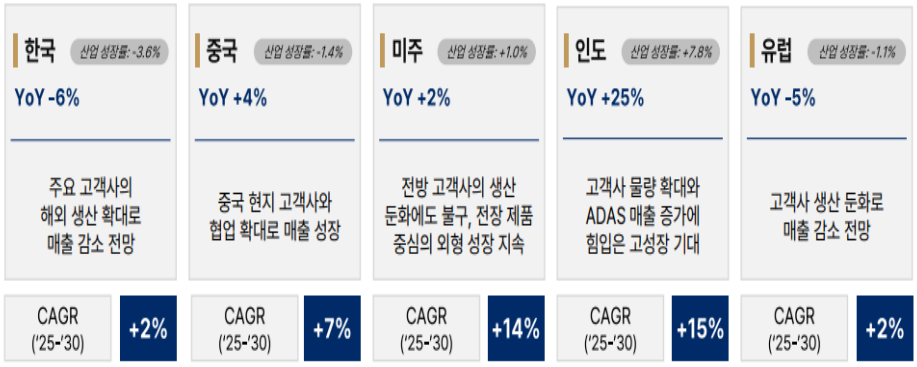
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 8 HL만도 영업이익 추이 및 전망



자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 9 HL만도 2026년 지역별 매출 가이던스



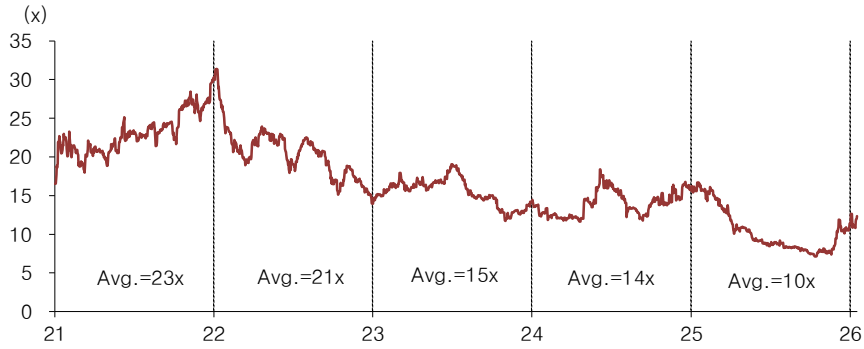
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

표 3 HL만도 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2025P	2026E	비고
EPS (원)	2,130	4,419	
목표 PER (배)		18.1	2022~2023년 평균 12MF PER
목표주가 (원)		**80,000**	
현재주가(원)		61,500	
상승여력 (%)		30.1	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 10 HL만도 12개월 선행 PER 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 HL만도 12개월 선행 PER Band

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 12 HL만도 12개월 선행 PBR Band

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**8,393**	**8,848**	**9,455**	**9,717**	**10,205**
증가율 (Y-Y,%)	11.7	5.4	6.9	2.8	5.0
영업이익	**279**	**359**	**357**	**417**	**477**
증가율 (Y-Y,%)	12.6	28.5	(0.5)	16.8	14.3
EBITDA	601	694	718	789	859
영업외손익	(54)	(93)	(139)	(91)	(69)
순이자수익	(69)	(84)	(9)	(70)	(63)
외화관련손익	78	99	(12)	(9)	(5)
지분법손익	(2)	25	(3)	(2)	5
세전계속사업손익	226	265	218	327	408
당기순이익	**155**	**158**	**123**	**239**	**285**
지배기업당기순이익	**136**	**130**	**100**	**208**	**248**
증가율 (Y-Y,%)	37.9	(4.2)	(23.0)	107.4	19.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.7	12.9	7.9	5.0	4.9
영업이익증가율(3Yr)	46.6	15.6	12.9	14.3	10.0
EBITDA증가율(3Yr)	15.1	7.5	7.0	9.5	7.4
순이익증가율(3Yr)	123.4	(4.0)	1.3	15.6	21.6
영업이익률(%)	3.3	4.1	3.8	4.3	4.7
EBITDA마진(%)	7.2	7.8	7.6	8.1	8.4
순이익률 (%)	1.8	1.8	1.3	2.5	2.8
NOPLAT	**191**	**214**	**201**	**305**	**333**
(+) Dep	322	335	361	372	382
(-) 운전자본투자	(87)	115	(54)	96	99
(-) Capex	338	310	313	314	341
OpFCF	262	124	304	266	275

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,265	3,677	3,817	3,919	4,047
현금성자산	670	582	690	652	590
매출채권	1,730	2,152	2,240	2,288	2,443
재고자산	734	838	886	895	926
비유동자산	3,022	3,375	3,319	3,345	3,384
투자자산	649	745	591	615	640
유형자산	2,176	2,410	2,494	2,476	2,479
무형자산	197	220	235	254	265
자산총계	**6,287**	**7,052**	**7,136**	**7,264**	**7,431**
유동부채	2,636	2,900	2,971	2,945	2,993
매입채무	1,526	1,884	1,945	1,983	2,067
유동성이자부채	1,004	885	869	799	756
비유동부채	1,295	1,479	1,290	1,272	1,185
비유동이자부채	1,152	1,282	1,120	1,097	1,004
부채총계	**3,931**	**4,379**	**4,261**	**4,216**	**4,177**
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,302	1,474	1,680
자본조정	428	631	480	480	480
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**2,356**	**2,673**	**2,876**	**3,048**	**3,253**
투하자본	3,603	4,057	3,999	4,108	4,233
순차입금	1,486	1,585	1,299	1,243	1,170
ROA	2.2	1.9	1.4	2.9	3.4
ROE	6.2	5.5	3.8	7.4	8.3
ROIC	5.3	5.6	5.0	7.5	8.0

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,887	2,767	2,130	4,419	5,275
BPS	47,505	53,635	57,975	61,644	66,019
DPS	600	700	750	900	1,100
Multiples(x,%)					
PER	13.6	14.7	28.9	13.9	11.7
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	5.5	5.0	5.8	5.2	4.7
배당수익율	1.5	1.7	1.2	1.5	1.8
PCR	3.0	2.8	3.1	4.9	4.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	166.8	163.8	148.2	138.3	128.4
Net debt/Equity	63.1	59.3	45.2	40.8	36.0
Net debt/EBITDA	247.3	228.3	180.8	157.5	136.2
유동비율	123.9	126.8	128.5	133.1	135.2
이자보상배율	4.0	4.3	41.3	5.9	7.6
이자비용/매출액	1.1	1.3	0.4	1.4	1.4
자산구조					
투하자본(%)	73.2	75.3	75.7	76.4	77.5
현금+투자자산(%)	26.8	24.7	24.3	23.6	22.5
자본구조					
차입금(%)	47.8	44.8	40.9	38.3	35.1
자기자본(%)	52.2	55.2	59.1	61.7	64.9

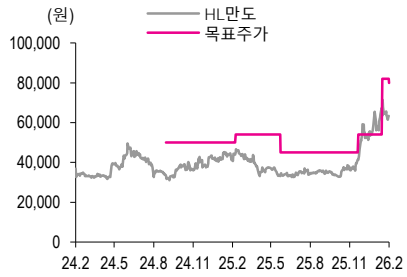
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**429**	**435**	**873**	**490**	**531**
당기순이익	155	158	123	239	285
자산상각비	322	335	361	372	382
운전자본증감	(96)	(163)	15	(96)	(99)
매출채권감소(증가)	(102)	(202)	(245)	(48)	(155)
재고자산감소(증가)	(60)	(41)	(55)	(9)	(31)
매입채무증가(감소)	198	241	103	38	84
투자현금	**(322)**	**(397)**	**(402)**	**(401)**	**(417)**
단기투자자산감소	0	0	(0)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	(2)	(4)	(9)	(3)
설비투자	(338)	(310)	(313)	(314)	(341)
유무형자산감소	(70)	(47)	(46)	(60)	(55)
재무현금	**18**	**(177)**	**(332)**	**(129)**	**(177)**
차입금증가	60	(127)	(172)	(94)	(135)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(42)	(51)	(33)	(35)	(42)
현금 증감	123	(79)	123	(40)	(63)
총현금흐름(Gross CF)	**608**	**690**	**940**	**586**	**630**
(-) 운전자본증가(감소)	(87)	115	(54)	96	99
(-) 설비투자	338	310	313	314	341
(+) 자산매각	(70)	(47)	(46)	(60)	(55)
Free Cash Flow	287	218	635	117	136
(-) 기타투자	(0)	2	4	9	3
잉여현금	288	217	630	108	133

HL만도 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-09-03	Buy	50,000	(21.8)	(9.7)
2025-02-12	Buy	54,000	(27.6)	(13.6)
2025-05-28	Buy	45,000	(21.8)	(8.0)
2025-11-25	담당자변경			
2025-11-25	Buy	54,000	2.0	24.8
2026-01-20	Buy	82,000	(20.8)	(12.9)
2026-02-06	Buy	80,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286