



### Marketperform(Maintain)

목표주가: 55,000원(유지)

주가(04/15): 52,700원

시가총액: 24,746억 원

자동차 Analyst 신윤철

#### Stock Data

KOSPI(04/15)		6,091.39pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	71,400원	32,650원
등락률	-26.2%	61.4%
수익률	절대	상대
1M	1.3%	-8.7%
6M	60.4%	-6.2%
1Y	40.5%	-42.8%

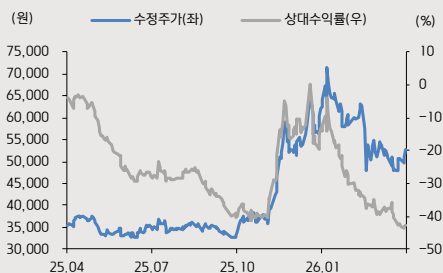
#### Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	824천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(2026E)	1.6%
BPS(2026E)	59,962원
주요 주주	HL 홀딩스 외 4인 30.3%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,848.2	9,454.8	9,687.7	9,930.1
영업이익	358.8	357.1	384.1	407.2
EBITDA	694.2	718.4	750.2	777.5
세전이익	265.5	217.8	255.4	287.0
순이익	158.2	122.8	153.2	172.2
지배주주지분순이익	129.9	100.0	127.2	142.9
EPS(원)	2,767	2,130	2,709	3,043
증감률(% YoY)	-4.2	-23.0	27.1	12.4
PER(배)	14.7	27.6	18.9	16.8
PBR(배)	0.76	1.02	0.85	0.82
EV/EBITDA(배)	5.3	5.8	5.0	4.6
영업이익률(%)	4.1	3.8	4.0	4.1
ROE(%)	5.5	3.8	4.6	5.0
순차입금비율(%)	59.2	42.3	37.6	29.9

#### Price Trend



## HL만도 (204320)

### 저성장 전망 속 부담스러워진 멀티플



주요 고객사들의 볼륨 성장 둔화와 더불어 자율주행, 로보틱스 등 자동차 산업의 미래사업에서 최근 HL만도의 선도적 지위가 부각되지 못하고 있기에 당사 추정치 기준 현재 19x에 달하는 고PER를 정당화할 수 있는 근거 발굴이 어려운 국면이다. 이에 HL만도에게는 미래사업 제품군에 대한 신규 고객사 확보로 제품 경쟁력 입증 필요할 것으로 판단한다. 본업에서의 연간 영업이익률 4%대 방어 가능성 역시 가시성 확대가 필요해졌다.

#### >>> 1Q26 Preview: 구조적으로 반복되는 수익성 눈높이 하향

매출액 2.3조 원(+2.1% YoY, -5.8% QoQ), 영업이익 804억 원(+1.5% YoY, +0.9% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.3조 원, 영업이익 904억 원)를 수익성에서 하회할 전망이다. 특히 주요 고객사들의 볼륨 성장 부진에 따른 고정비 완화 효과를 기대하기 어려운 가운데 USD로 매입되는 ADAS 제품용 반도체 원재료비 매입원가 상승 부담이 더해지면서 수익성 개선에 제약으로 작용했을 것으로 추정한다. 현재 ADAS 제품군은 HL만도 연결 매출액의 10% 내외를 구성하고 있다.

HL만도가 제시한 2026년 매출액 성장률 가이던스는 +1.8%에 그치고 있다. 1Q26 기준 1위 고객사 현대차그룹 출하량: -0.9%, 2위 고객사인 북미 BEV 선도 고객사 생산량: +12.6% 기록했으나 2위 고객사의 올해 연간 생산량이 158만 대(-4.2% YoY)로 예상되고 있다. 하반기로 접어들수록 주요 자동차 시장의 친환경차 보조금 소진에 따른 볼륨 부진이 부담으로 가중될 전망이다.

HL클레무브가 2022년에 투자한 중국 자율주행 스타트업 iMotion의 주가 등락에 따른 금융자산 평가손익 변동성이 수년째 지속되고 있다. iMotion의 지속적 주가 하락이 HL만도의 영업외손실 확대에 기여하고 있으며, 이미 오래전부터 시장에서 iMotion 지분 청산을 통한 순이익 변동성 안정화 요구가 있어 왔으나 아직까지 해결되지 못한 속제로 남아있다.

#### >>> 신사업 기대감에 선제적 반응, Marketperform 의견 유지

휴머노이드 로봇 관절 액추에이터 신사업 진출 기대감이 주가에 선제적으로 반영되면서 현재 부담스러운 멀티플이 형성된 단계다. 당사 추정치 기준 HL만도의 12M Fwd P/E는 약 19x에 형성되어 있음에도 불구하고 매출액 성장률 및 신규 수주액 둔화에 직면해있으며 수익성 눈높이 하향도 불가피한 상황이다. 이에 투자 의견 Marketperform을 유지한다.

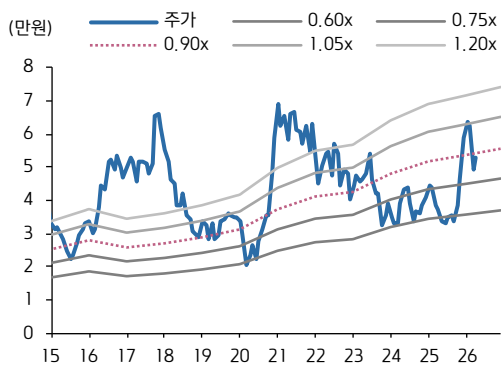
미국, 중국계 선도 휴머노이드 제조사들은 이미 양산에 돌입하기 시작했거나 올해 중 양산을 시작할 예정이기에 빠르게 밸류체인 선정이 이루어지고 있다. 즉 2027년 중 휴머노이드 로봇 관절 액추에이터 비딩에 참여하기 시작한다는 HL만도의 타임라인을 빠른 편이라 평가하기는 객관적으로 어렵다. 특히 미국계 제조사들에게는 밸류체인 탈중국 수요까지 발생하고 있기에 올해 국내 부품업체는 양산 수주 확보를 통한 차별화를 어필할 수 있는 시점이 도래했다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	22,710	23,986	23,213	24,616	23,194	24,666	23,764	25,253	88,482	94,525	96,877
YoY(%)	7.8	11.7	6.9	1.6	2.1	2.8	2.4	2.6	5.4	6.8	2.5
QoQ(%)	-6.2	5.6	-3.2	6.0	-5.8	6.3	-3.7	6.3			
매출원가	19,512	20,364	19,589	20,646	19,831	20,842	20,081	21,036	75,249	80,112	81,790
%	85.9	84.9	84.4	83.9	85.5	84.5	84.5	83.3	85.0	84.8	84.4
판매비 및 대손상각비	2,406	2,581	2,682	3,173	2,559	2,866	2,732	3,089	9,645	10,843	11,246
%	10.6	10.8	11.6	12.9	11.0	11.6	11.5	12.2	10.9	11.5	11.6
영업이익	792	1,041	942	797	804	957	952	1,128	3,588	3,571	3,841
%	3.5	4.3	4.1	3.2	3.5	3.9	4.0	4.5	4.1	3.8	4.0
YoY(%)	4.7	16.2	14.1	-28.2	1.5	-8.0	1.1	41.6	28.5	-0.5	7.6
QoQ(%)	-28.7	31.5	-9.6	-15.4	0.9	19.1	-0.6	18.5			
세전이익	616	341	655	565	491	452	774	838	2,655	2,178	2,554
%	2.7	1.4	2.8	2.3	2.1	1.8	3.3	3.3	3.0	2.3	2.6
지배주주순이익	279	45	437	240	244	225	385	417	1,299	1,000	1,272
%	1.2	0.2	1.9	1.0	1.1	0.9	1.6	1.7	1.5	1.1	1.3

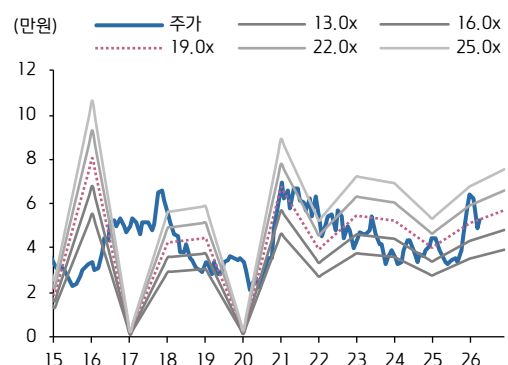
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Band Chart



자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Band Chart



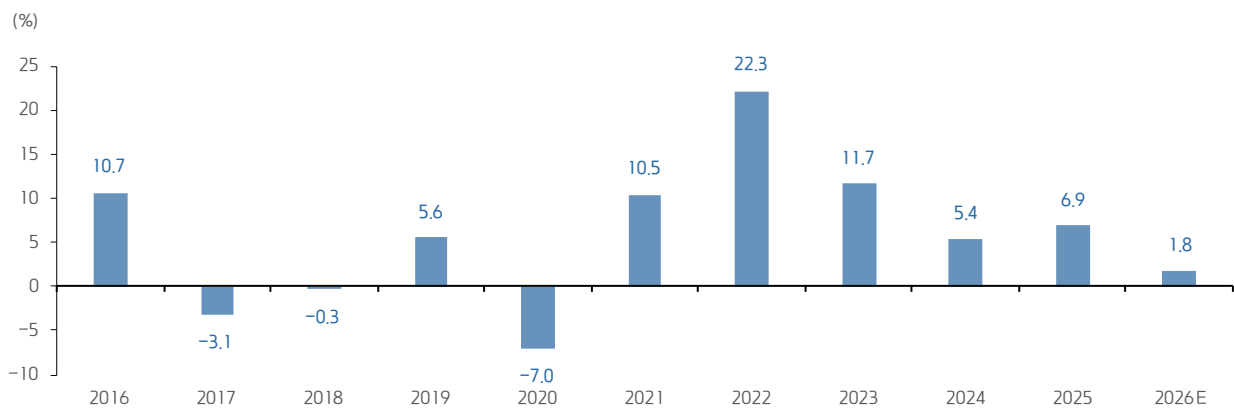
자료: 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
EPS(원)	2,792	12M Fwd EPS 당사 추정치
수정기말발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	19.0	2021년부터의 역사적 HL 만도 12M Fwd P/E 밴드 상단
적정주가(원)	53,052	
목표주가(원)	<b>55,000</b>	
전일종가(원)	52,700	
Upside	4.4%	

자료: 키움증권 리서치

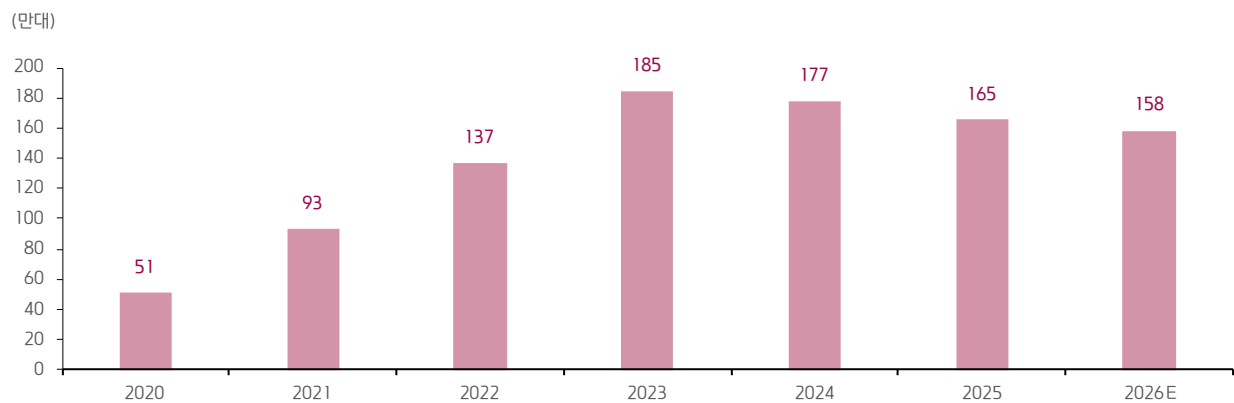
HL만도 연결 매출액 성장률 증감 추이 및 전망



자료: HL만도, 키움증권 리서치

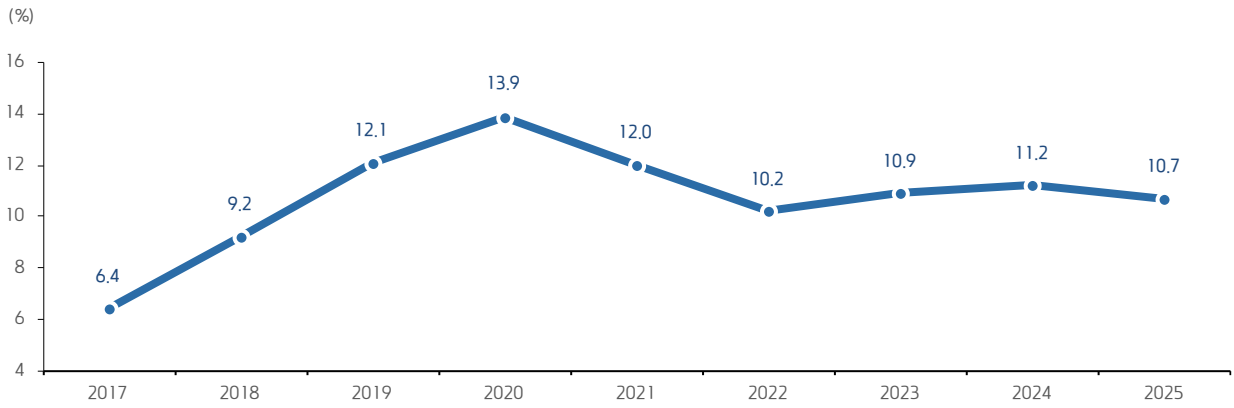
주: 2026년은 HL만도측 매출액 가이드스 기준

북미 BEV 선도 고객사 연간 생산량 추이 및 전망: 2023년 피크를 기점으로 우하향 추세



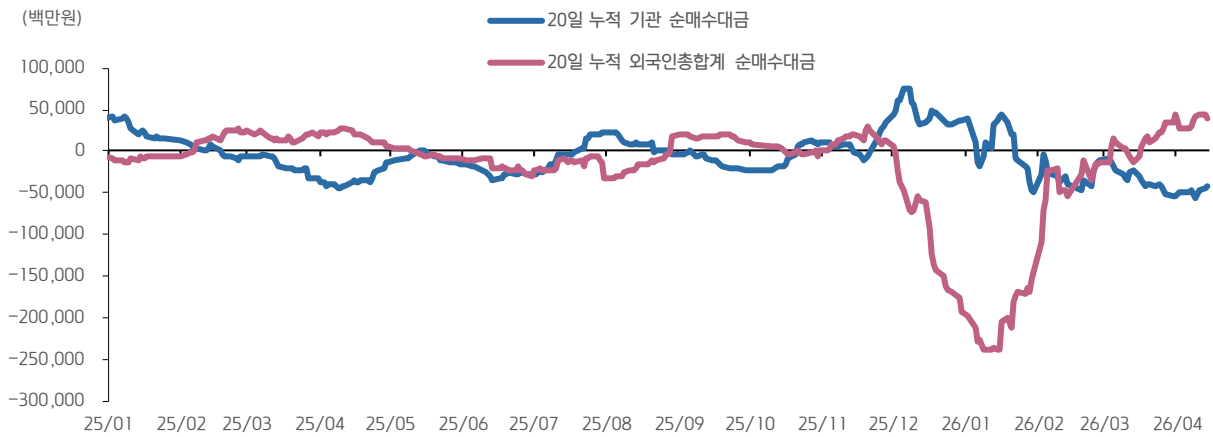
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

HL만도 ADAS 제품군 연결 매출액 기여도 추이



자료: HL만도, 키움증권 리서치

HL만도 수급 주체별 20일 누적 순매수대금 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	8,848.2	9,454.8	9,687.7	9,930.1	10,426.6
매출원가	7,524.9	8,011.2	8,179.0	8,365.9	8,767.5
매출총이익	1,323.2	1,443.7	1,508.7	1,564.2	1,659.1
판관비	964.5	1,086.5	1,124.6	1,157.0	1,190.9
<b>영업이익</b>	358.8	357.1	384.1	407.2	468.2
<b>EBITDA</b>	694.2	718.4	750.2	777.5	835.0
영업외손익	-93.3	-139.4	-128.7	-120.2	-138.2
이자수익	28.8	19.5	45.7	53.3	58.2
이자비용	112.8	107.4	106.7	115.4	117.8
외환관련이익	126.7	122.1	123.3	124.0	121.9
외환관련손실	104.6	134.1	112.3	117.0	121.1
종속 및 관계기업손익	-5.0	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
기타	-26.4	-36.3	-75.5	-61.9	-76.2
<b>법인세차감전이익</b>	265.5	217.8	255.4	287.0	330.0
법인세비용	107.2	94.9	102.2	114.8	132.0
계속사업순손익	158.2	122.8	153.2	172.2	198.0
<b>당기순이익</b>	158.2	122.8	153.2	172.2	198.0
<b>지배주주순이익</b>	129.9	100.0	127.2	142.9	164.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	5.4	6.9	2.5	2.5	5.0
영업이익 증감율	28.5	-0.5	7.6	6.0	15.0
EBITDA 증감율	15.5	3.5	4.4	3.6	7.4
지배주주순이익 증감율	-4.2	-23.0	27.2	12.3	15.0
EPS 증감율	-4.2	-23.0	27.1	12.4	15.0
매출총이익률(%)	15.0	15.3	15.6	15.8	15.9
영업이익률(%)	4.1	3.8	4.0	4.1	4.5
EBITDA Margin(%)	7.8	7.6	7.7	7.8	8.0
지배주주순이익률(%)	1.5	1.1	1.3	1.4	1.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	3,676.9	3,719.3	4,200.6	4,440.2	4,733.6
현금 및 현금성자산	535.5	799.7	1,260.4	1,428.5	1,576.9
단기금융자산	47.7	20.0	20.2	20.4	20.6
매출채권 및 기타채권	2,151.9	1,978.2	2,026.9	2,077.7	2,181.5
재고자산	838.4	804.5	775.0	794.4	834.1
기타유동자산	103.4	116.9	118.1	119.2	120.5
<b>비유동자산</b>	3,375.2	3,417.3	3,477.7	3,462.8	3,469.6
투자자산	235.2	222.1	259.6	267.1	277.8
유형자산	2,410.1	2,560.2	2,572.7	2,541.8	2,531.2
무형자산	219.9	228.8	239.3	247.6	254.3
기타비유동자산	510.0	406.2	406.1	406.3	406.3
<b>자산총계</b>	7,052.0	7,136.6	7,678.4	7,903.0	8,203.2
<b>유동부채</b>	2,900.5	3,047.1	3,458.0	3,528.1	3,665.0
매입채무 및 기타채무	1,884.0	1,880.1	1,966.2	2,059.4	2,196.3
단기금융부채	883.7	988.7	1,352.7	1,318.7	1,318.7
기타유동부채	132.8	178.3	139.1	150.0	150.0
<b>비유동부채</b>	1,478.8	1,213.7	1,216.7	1,233.7	1,233.7
장기금융부채	1,282.1	1,048.8	1,056.8	1,067.8	1,067.8
기타비유동부채	196.7	164.9	159.9	165.9	165.9
<b>부채총계</b>	4,379.3	4,260.8	4,674.7	4,761.8	4,898.7
<b>지배지분</b>	2,518.5	2,713.8	2,815.7	2,923.8	3,053.5
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.3	603.4	603.4	603.4	603.4
기타자본	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
기타포괄손익누계액	424.1	455.6	467.8	480.0	492.3
이익잉여금	1,236.9	1,311.0	1,400.7	1,496.6	1,614.0
비지배지분	154.2	162.0	188.1	217.3	251.0
<b>자본총계</b>	2,672.8	2,875.8	3,003.7	3,141.2	3,304.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	434.7	720.9	900.5	934.1	919.0
당기순이익	0.0	0.0	153.2	172.2	198.0
비현금항목의 가감	532.0	632.3	669.4	687.4	698.5
유형자산감가상각비	302.4	323.1	326.6	328.7	323.4
무형자산감가상각비	33.0	38.2	39.5	41.6	43.3
지분법평가손익	-38.9	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
기타	235.5	274.2	306.5	320.3	335.0
영업활동자산부채증감	-163.5	67.2	19.1	29.5	-7.9
매출채권및기타채권의감소	-201.6	154.5	-48.7	-50.7	-103.9
재고자산의감소	-40.5	35.7	29.5	-19.4	-39.7
매입채무및기타채무의증가	240.6	-39.9	86.2	93.1	136.9
기타	-162.0	-83.1	-47.9	6.5	-1.2
기타현금흐름	66.2	21.4	58.8	45.0	30.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-396.8	-363.7	-454.2	-383.1	-401.2
유형자산의 취득	-309.5	-343.8	-339.1	-297.9	-312.8
유형자산의 처분	2.9	11.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-50.1	-44.4	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	37.6	9.8	-40.7	-10.7	-13.9
단기금융자산의감소(증가)	18.7	27.7	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-96.4	-24.3	-24.2	-24.3	-24.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-176.9	-95.6	360.3	-37.1	-23.5
차입금의 증가(감소)	-99.2	-67.0	372.0	-23.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-51.4	-52.1	-35.2	-37.6	-47.0
기타	-26.3	23.5	23.5	23.5	23.5
기타현금흐름	59.7	2.5	-345.9	-345.9	-345.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-79.3	264.1	460.8	168.0	148.4
기초현금 및 현금성자산	614.9	535.5	799.7	1,260.4	1,428.5
기말현금 및 현금성자산	535.5	799.7	1,260.4	1,428.5	1,576.9

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,767	2,130	2,709	3,043	3,500
BPS	53,635	57,793	59,962	62,266	65,027
CFPS	14,699	16,080	17,520	18,306	19,093
DPS	700	750	800	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	14.7	27.6	18.9	16.8	14.6
PER(최고)	18.1	28.7	28.0		
PER(최저)	11.1	15.1	17.3		
PBR	0.76	1.02	0.85	0.82	0.79
PBR(최고)	0.93	1.06	1.26		
PBR(최저)	0.58	0.56	0.78		
PSR	0.22	0.29	0.25	0.24	0.23
PCFR	2.8	3.7	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	5.3	5.8	5.0	4.6	4.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	20.8	28.7	24.5	27.3	23.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.7	1.3	1.6	2.0	2.0
ROA	2.4	1.7	2.1	2.2	2.5
ROE	5.5	3.8	4.6	5.0	5.5
ROIC	5.2	5.1	6.0	6.6	7.4
매출채권회전율	4.6	4.6	4.8	4.8	4.9
재고자산회전율	11.3	11.5	12.3	12.7	12.8
부채비율	163.8	148.2	155.6	151.6	148.2
순차입금비율	59.2	42.3	37.6	29.9	23.9
이자보상배율	3.2	3.3	3.6	3.5	4.0
<b>총차입금</b>	2,165.8	2,037.5	2,409.5	2,386.5	2,386.5
순차입금	1,582.6	1,217.8	1,128.9	937.7	789.0
NOPLAT	694.2	718.4	750.2	777.5	835.0
FCF	9.6	249.5	226.9	302.2	277.0

Compliance Notice

- 당사는 4월 15일 현재 'HL만도(204320)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

고지사항

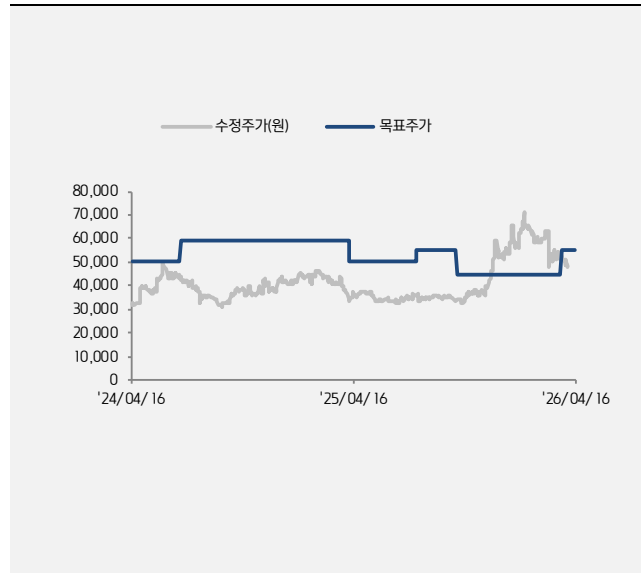
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HL만도 (204320)	2024-04-29	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-22.13	-20.40
	2024-05-13	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-16.08	-0.80
	2024-07-04	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-31.02	-25.25
	2024-08-05	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-37.94	-25.25
	2024-10-08	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-35.85	-25.25
	2025-01-09	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-26.40	-23.47
	2025-02-07	Buy(Maintain)	59,000원	6개월	-27.83	-20.93
	2025-04-08	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-27.40	-25.00
	2025-05-20	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-30.30	-25.00
	2025-07-10	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-30.15	-25.00
	2025-07-28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-36.43	-33.91
	2025-10-02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	12.82	58.67
	2026-03-24	Marketperform (Downgrade)	55,000원	6개월	-8.96	-4.18
	2026-04-16	Marketperform (Maintain)	55,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

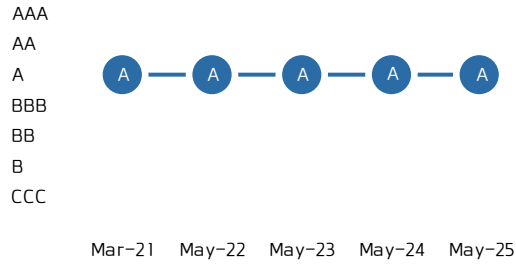
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

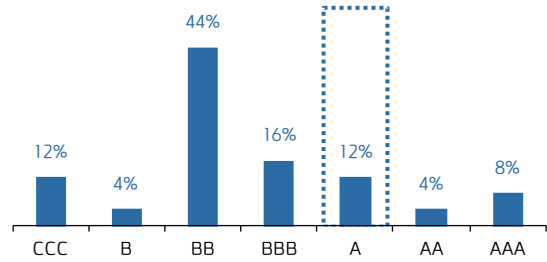
매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI Index 내 자동차 부품사 25개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균	4.8	4.2		
<b>ENVIRONMENT</b>	6.1	3.9	18.0%	
친환경 기술	6.1	3.8	18.0%	
<b>SOCIAL</b>	3.6	3.9	41.0%	
제품의 안정성 및 품질	2.5	4.0	23.0%	
노무 관리	5.1	3.9	18.0%	
<b>GOVERNANCE</b>	1.0	5.2	41.0%	▲0.1
기업 지배구조	0.3	6.0		▲0.1
기업 활동	5.9	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
Sep-25	Ford F-250 SD, F-350 SD, F-450 SD 2020-2021년식 [리콜, 미국]: 115,539대; 부상 사례 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안정성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
HL Mando Corp.	●●●●	●●●	●●	●●	●●	A	◀▶
SL CORPORATION	●●●	●	●●●●	●●●	●●	A	▲▲
HANKOOK & COMPANY CO., LTD.	●	●●●	●●●●	●●	●	A	◀▶
Hanon Systems	●●●●	●	●	●●	●●	BBB	◀▶
HYUNDAI WIA CORPORATION	●●	●●	●●●	●	●●●	BB	◀▶
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	●●	●	●●●	●●	●	CCC	◀▶

4분위 등급: 최저● 최고●●●●  
 등급 추이: 유지◀▶ 상향▲ 2등급 이상 상향▲▲ 하향▼ 2등급 이상 하향▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치