



HL만도 (204320)

[3Q25 Preview] 주요 지역/고객항 물량 불확실성 해소 여부가 중요

▶ Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 02-3772-7751 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 02-3772-8420

Buy (유지)

목표주가(하향): 47,000원

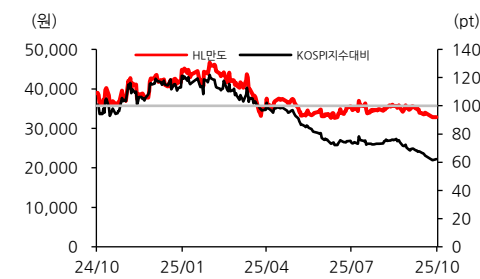
현재 주가(10/14)	32,850원
상승여력	▲43.1%
시가총액	15,425억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	46,650 / 32,650원
90 일 일평균 거래대금	72.42억원
외국인 지분율	24.7%
주주 구성	
에이치엘홀딩스 (외 5 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
만도우리사주 (외 1 인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.1	-7.7	-6.9	-13.9
상대수익률(KOSPI)	-12.0	-19.0	-52.0	-49.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,393	8,848	9,488	10,108
영업이익	279	359	375	389
EBITDA	601	694	746	760
지배주주순이익	136	130	113	114
EPS	2,887	2,767	2,409	2,434
순차입금	1,486	1,585	1,228	1,140
PER	13.6	14.7	13.6	13.5
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.5	5.0	3.7	3.5
배당수익률	1.5	1.7	2.4	2.7
ROE	6.2	5.5	4.4	4.3

주가 추이



3Q 매출액 2.3조원(+8.0% YoY), 영업이익 922억원(+11.8% YoY) 전망

3Q25 매출액 증가는 국내 및 북미 시장 중심의 물량 증가가 견인할 전망이다. 국내와 미국 모두 3Q 친환경 및 SUV 수요를 중심으로 고성장이면서 각각 전년 동기 대비 10.9%와 20.4%의 매출 성장이 예상. 특히, 북미의 경우는 올해부터 IDB2 양산 개시에 따라 높은 매출 성장세가 3Q에서도 지속되고, 또한 보조금 폐지에 따른 BEV 산수요 효과로 상반기 판매가 상대적으로 저조했던 북미선도 EV업체의 글로벌 물량 증가(+7.4% 이하 YoY) 또한 동사 매출 성장에 긍정적 영향으로 작용 전망. 다만, 그동안 이구환신 효과 등으로 기대감이 높았던 중국의 경우는 매크로 불확실성 및 BEV 공급 과잉에 따른 자가격령 심화 등으로 매출 성장세 둔화(-3.2%)가 불가피할 것으로 예상.

수익성 측면에서는 관세 영향에 대한 리커버리가 4Q로 지연되면서 OPM은 4% 대비 하회한 3.9%(+0.1%p) 전망. 또한, 영업외손익에서 HL클레무브가 투자한 중국 자율주행업체 추가 하락으로 인한 평가 손실 반영 예상.

중국 및 주요 고객사항 물량 불확실성에 대한 해소 여부가 중요

동사는 그동안 글로벌 주요 OEM 물량 전반의 둔화 상황에서도 견조한 지역/고객 포트폴리오 보유로 시장 대응이 양호하였으나, 최근 동사 매출의 20%대 비중을 지닌 중국 내 가격 경쟁 심화와 북미선도 EV 업체의 물량 회복 속도 불확실성이 동사의 매출 성장 모멘텀을 약화시키고 있는 상황.

이를 현대차/기아 및 북미 및 기타 권역 수요 대응 등을 통해 얼마나 매출 성장을 만들어낼 수 있을 것인가가 관건. 우선 올해 가시화되는 2,000억원 규모의 북미향 IDB2 매출의 점진적 확대와 이를 통한 이익 개선 여부가 중요.

또한, 중장기 가시적 매출 성장 모멘텀을 위한 수주 포트폴리오에 대한 확인 필요. 2Q 기준 누적 수주 실적 6.9조원으로 연간 신규 수주 계획(13.7조원) 대비 달성도 50% 상황에서 하반기 X-by Wire 등 미래 핵심부품 중심 수주 확대 시 중장기 xEV/SDV 전환 및 매출 확대에 대한 불확실성 해소 역량 확인이 가능할 것으로 전망.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 47,000원으로 하향

중국 매크로 불확실성 및 주요 고객사의 물량 불확실성, 그리고 직/간접 관세 영향을 고려한 동사의 매출 및 이익 추정치 하향. '25년/'26년 매출 성장률을 각각 0.5%p/4.4%p 하향하고, 영업이익 성장률은 8.9%p/13.9%p 하향 조정.

Target PBR은 최근 5개년 평균(0.99)에서 이익 성장 정체 구간(2018-2020)에 서의 12M PBR 하단(0.84) 적용하여 TP 47,000원(1,000원↓)으로 하향.

[표1] HL 만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q2E	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,107	2,147	2,172	2,422	2,271	2,401	2,346	2,470	8,848	9,488	10,108
한국	738	757	693	873	760	821	768	790	3,060	3,140	3,202
중국	446	465	540	610	444	486	523	589	2,062	2,041	2,101
북미	478	493	508	519	623	665	611	623	1,997	2,522	2,831
인도	211	197	223	202	243	226	237	249	834	954	1,072
매출 비중											
한국	35.0	35.2	31.9	36.0	33.5	34.2	32.7	32.0	34.6	33.1	31.7
중국	21.2	21.7	24.9	25.2	19.6	20.2	22.3	23.8	23.3	21.5	20.8
북미	22.7	23.0	23.4	21.4	27.4	27.7	26.0	25.2	22.6	26.6	28.0
인도	10.0	9.2	10.3	8.4	10.7	9.4	10.1	10.1	9.4	10.1	10.6
매출총이익	295.5	299.8	318.5	409.5	319.8	364.5	352.2	396.7	1,323	1,433	1,535
영업이익	75.6	89.6	82.5	111.0	79.2	104.1	92.2	99.1	359	375	389
세전이익	215.2	50.1	-51.6	51.8	61.6	34.2	42.7	63.9	265	202	203
지배주주순이익	139.6	4.5	-56.7	42.5	27.9	4.5	31.2	49.4	130	113	114
GPM	14.0	14.0	14.7	16.9	14.1	15.2	15.0	16.1	15.0	15.1	15.2
OPM	3.6	4.2	3.8	4.6	3.5	4.3	3.9	4.0	4.1	3.9	3.9
NPM	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.2	0.2	1.3	2.0	1.5	1.2	1.1
% YoY											
매출액	5.5	2.9	2.5	10.6	7.8	11.8	8.0	2.0	5.4	7.2	6.5
영업이익	7.7	16.4	1.2	119.5	4.7	16.2	11.8	-10.7	28.5	4.4	4.0
지배주주순이익	255.5	-90.7	적전	19.7	-80.0	1.1	흑전	16.3	-4.2	-12.9	1.1

자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

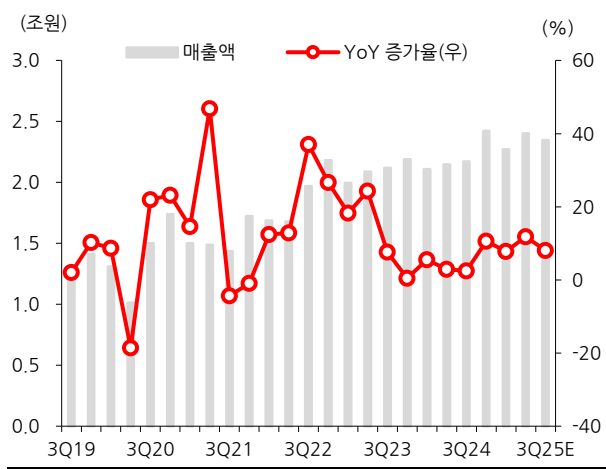
[표2] HL 만도 실적 추정치 변동 내역

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (25/5/15)	변동 (25/10/15)	변동률	설명
매출액(FY1)	9,534	9,488	-0.5	연결기준 (단위: 십억원)
영업이익(FY1)	406	375	-7.7	
BPS(FY1)	57,460	55,343	-3.7	
BPS(12M FWD)	58,776	56,590	-3.7	
Target PBR	0.99	0.84	-15.5	동사 최근 5개년 12M FWD PBR 밴드 중단에서 이익 성장 경제 구간(2018-2020)에서의 12M FWD PBR 하단 적용
적정주가	58,399	47,536	-18.6	
목표주가	58,000	47,000	-19.0	

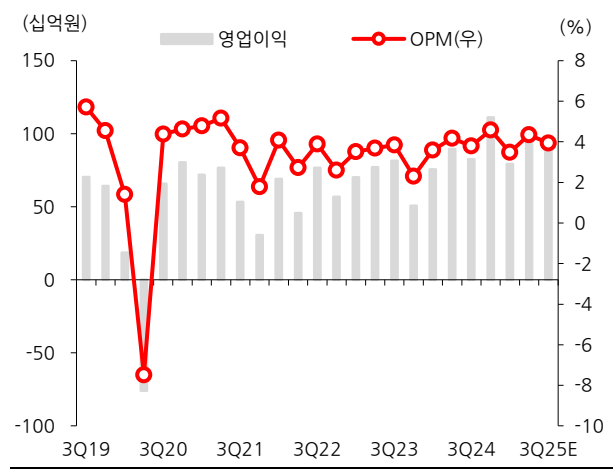
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] HL 만도 매출액 추이



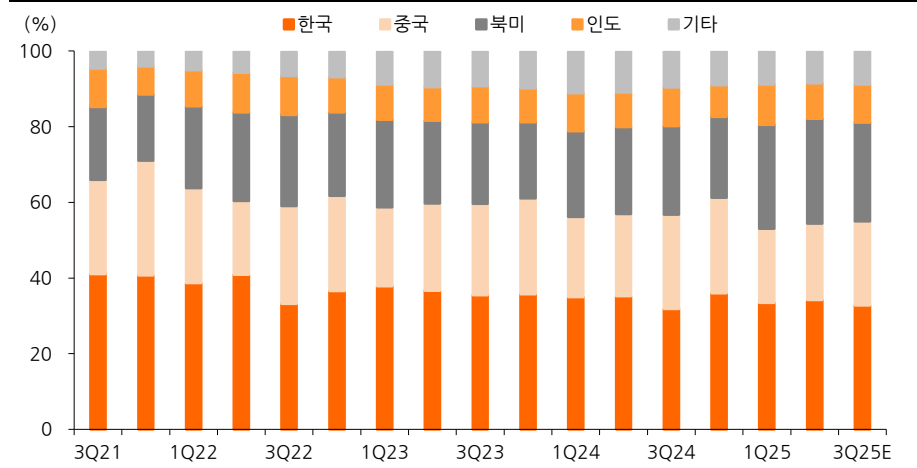
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] HL 만도 영업이익 추이



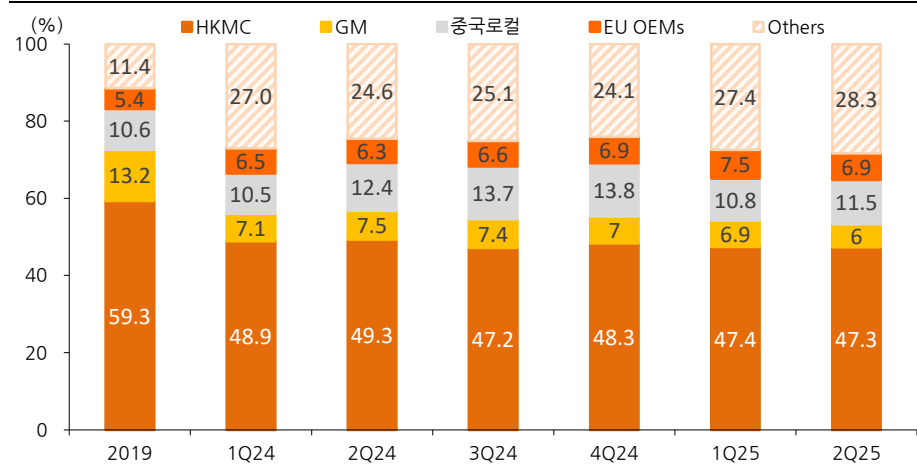
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HL 만도 지역별 매출 비중 추이



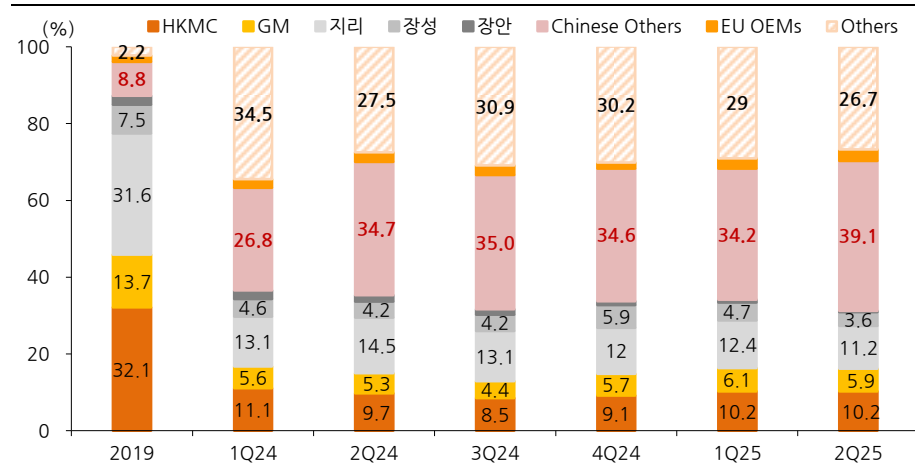
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] HL 만도 글로벌 주요 고객 매출 비중 추이



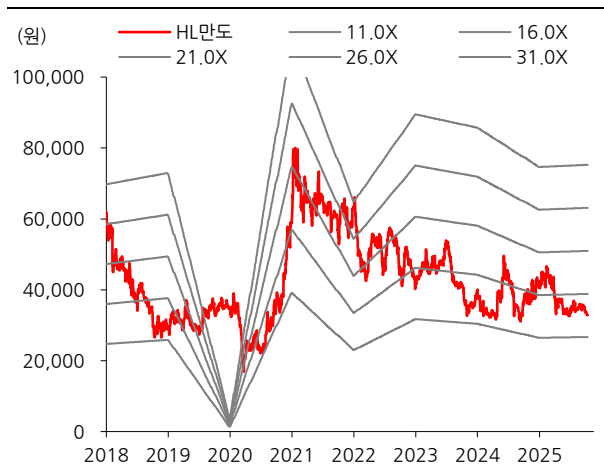
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] HL만도 중국 내 주요 고객 매출 비중 추이



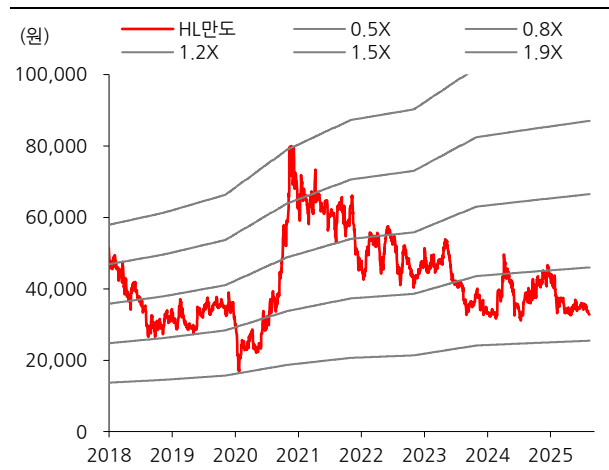
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] HL만도 12m forward PER Band



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] HL만도 12m forward PBR Band



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,516	8,393	8,848	9,488	10,108
매출총이익	1,006	1,130	1,323	1,433	1,535
영업이익	248	279	359	375	389
EBITDA	587	601	694	746	760
순이자손익	-38	-69	-168	-85	-72
외화관련손익	96	78	99	36	71
지분법손익	6	-2	25	-1	-2
세전계속사업손익	230	226	265	202	203
당기순이익	118	155	158	138	139
지배주주순이익	98	136	130	113	114
증가율(%)					
매출액	22.3	11.7	5.4	7.2	6.5
영업이익	6.8	12.6	28.5	4.4	4.0
EBITDA	5.0	2.4	15.5	7.4	1.9
순이익	-33.8	30.7	2.4	-12.6	0.8
이익률(%)					
매출총이익률	13.4	13.5	15.0	15.1	15.2
영업이익률	3.3	3.3	4.1	3.9	3.9
EBITDA 이익률	7.8	7.2	7.8	7.9	7.5
세전이익률	3.1	2.7	3.0	2.1	2.0
순이익률	1.6	1.8	1.8	1.5	1.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	54	429	435	864	587
당기순이익	118	155	158	138	139
자산상각비	339	322	335	371	370
운전자본증감	-473	-96	-163	309	-64
매출채권 감소(증가)	-153	-102	-202	284	-153
재고자산 감소(증가)	-111	-60	-41	-14	-70
매입채무 증가(감소)	24	198	241	38	157
투자현금흐름	-204	-322	-397	-477	-463
유형자산처분(취득)	31	-333	-307	-323	-332
무형자산 감소(증가)	-59	-75	-50	-53	-51
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2
재무현금흐름	-245	18	-177	302	124
차입금의 증가(감소)	-197	60	-127	335	161
자본의 증가(감소)	-48	-42	-28	-33	-38
배당금의 지급	-48	-42	-28	-33	-38
총현금흐름	552	608	690	555	651
(-)운전자본증가(감소)	381	-87	115	-309	64
(-)설비투자	312	338	310	323	332
(+)자산매각	285	-70	-47	-53	-51
Free Cash Flow	144	287	218	488	203
(-)기타투자	269	98	88	99	78
잉여현금	-125	189	130	389	126
NOPLAT	128	191	214	256	267
(+) Dep	339	322	335	371	370
(-)운전자본투자	381	-87	115	-309	64
(-)Capex	312	338	310	323	332
OpFCF	-227	262	124	613	241

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,980	3,265	3,677	4,102	4,578
현금성자산	537	670	582	1,273	1,522
매출채권	1,630	1,730	2,152	1,868	2,020
재고자산	665	734	838	853	922
비유동자산	2,866	3,022	3,375	3,478	3,567
투자자산	589	649	745	843	919
유형자산	2,117	2,176	2,410	2,398	2,396
무형자산	160	197	220	237	253
자산총계	5,846	6,287	7,052	7,580	8,145
유동부채	2,151	2,636	2,900	2,984	3,273
매입채무	1,296	1,526	1,884	1,922	2,079
유동성이자부채	757	1,004	885	925	1,052
비유동부채	1,421	1,295	1,479	1,843	2,042
비유동이자부채	1,309	1,152	1,282	1,576	1,611
부채총계	3,572	3,931	4,379	4,827	5,316
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,153	1,237	1,317	1,394
자본조정	425	428	631	432	432
자기주식	-2	0	0	0	0
자본총계	2,274	2,356	2,673	2,753	2,830

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,093	2,887	2,767	2,409	2,434
BPS	45,945	47,505	53,635	55,344	56,978
DPS	500	600	700	800	900
CFPS	11,759	12,947	14,699	11,820	13,871
ROA(%)	1.7	2.2	1.9	1.5	1.5
ROE(%)	4.8	6.2	5.5	4.4	4.3
ROIC(%)	3.8	5.3	5.6	6.6	7.1
Multiples(x, %)					
PER	19.3	13.6	14.7	13.6	13.5
PBR	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.4	3.0	2.8	2.8	2.4
EV/EBITDA	5.8	5.5	5.0	3.7	3.5
배당수익률	1.2	1.5	1.7	2.4	2.7
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.8	163.8	175.3	187.9
Net debt/Equity	67.3	63.1	59.3	44.6	40.3
Net debt/EBITDA	260.7	247.3	228.3	164.7	150.0
유동비율	138.6	123.9	126.8	137.5	139.9
이자보상배율(배)	4.3	2.9	1.8	3.3	3.8
자산구조(%)					
투하자본	76.1	73.2	75.3	63.9	60.5
현금+투자자산	23.9	26.8	24.7	36.1	39.5
자본구조(%)					
차입금	47.6	47.8	44.8	47.6	48.5
자기자본	52.4	52.2	55.2	52.4	51.5

[Compliance Notice]

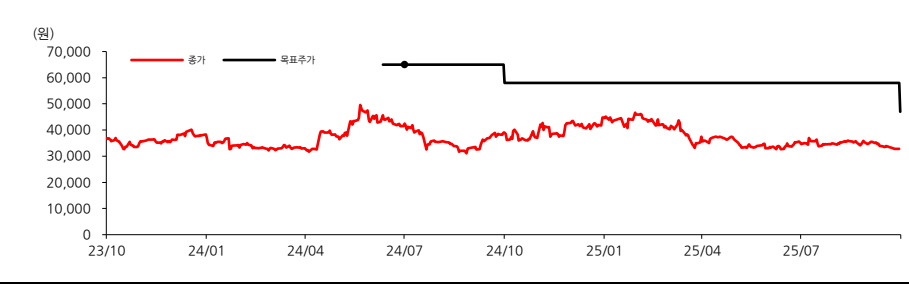
(공표일: 2025년 10월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[HL만도 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2024.06.26 담당자변경 김성래	2024.06.26 Buy 65,000	2024.07.08 Buy 65,000	2024.07.29 Buy 65,000	2024.10.16 Buy 58,000
일시 투자의견 목표가격	2024.10.28 Buy 58,000	2024.11.01 Buy 58,000	2024.11.08 Buy 58,000	2024.11.28 Buy 58,000	2025.01.13 Buy 58,000	2025.01.24 Buy 58,000
일시 투자의견 목표가격	2025.02.07 Buy 58,000	2025.02.28 Buy 58,000	2025.03.28 Buy 58,000	2025.04.15 Buy 58,000	2025.04.28 Buy 58,000	2025.05.14 Buy 58,000
일시 투자의견 목표가격	2025.10.15 Buy 47,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.26	Buy	65,000	-42.35	-29.85
2024.10.16	Buy	58,000	-34.83	-19.57
2025.10.15	Buy	47,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%