



HL만도 (204320)

미래 제품 수주 확대와 로봇틱스 사업가치 증대 기대

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 81,000원

현재 주가(2/5)	61,500원
상승여력	▲31.7%
시가총액	28,879억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	71,400 / 32,650원
90 일 일평균 거래대금	899.39억원
외국인 지분율	12.4%

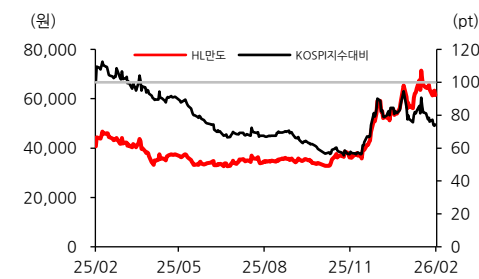
주주 구성	
에이치엘홀딩스 (외 5 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
만도우리사주 (외 1 인)	1.4%

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: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	8,848	9,455	9,562	10,184
영업이익	359	357	369	425
EBITDA	694	717	735	788
지배주주순이익	130	100	119	152
EPS	2,767	2,130	2,537	3,236
순차입금	1,585	1,718	1,656	1,473
PER	14.7	20.5	24.2	19.0
PBR	0.8	0.8	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.0	5.3	6.2	5.5
배당수익률	1.7	1.7	1.3	2.1
ROE	5.5	3.9	4.6	5.8

주가 추이



4Q25 매출액 시장 기대치 부합, 영업이익/순이익 시장 기대치 하회

4Q 매출액은 2,462억원(+1.6% 이하 YoY) 기록하며 성장세를 유지한 반면, 영업이익은 797억원(-28.2%) 기록하며 감소, 고객사 해외 현지 비중 확대에 인한 국내 생산 물량 감소로 4Q 동사의 국내 매출은 감소(-8.4%)했으나 미주는 IDB2 ramp-up 중심으로 매출이 증가(+13.3%)했고 인도도 현대차/기아 외에 마힌드라 등 로컬업체향 공급이 증대되면서 높은 매출 성장세(+19.1%) 기록. 수익성 측면에서는 4Q 일회성 비용이 약 430억원 발생하며 시장 기대치를 하회. 일부 품목에 대한 선제적 품질보증 충당금 설정 및 전기 자전거 등 사업을 영위해 왔던 SPM(Smart Personal Mobility) 사업 중단 관련 비용이 반영.

매출성장/증익보다는 지역 포트폴리오와 핵심제품 중심 사업 강화로

매크로 불확실성 및 주요 고객 전동화 물량 감소 상황 고려하여 동사는 '26년 매출 목표 9.6조원(+1.8%)과 수주 목표 13조원(+9.2%)을 제시. 북미 주요 고객사 생산 물량 둔화로 마주 매출 성장 목표는 보수적 2% 성장률 제시되었으나, 중국은 내수경쟁 심화에도 로컬OEM向 공급 확대를 통해 4%대 매출 성장 추진하고 인도는 푸네 신공장 가동 및 ADAS 도입 의무화(AEB 등) 등 동사 제품 수요 확대 기대에 따라 '26년 25% 이상의 매출 성장 추진. 이러한 매출 성장 가시화 시 '26년 인도 매출 비중은 12%를 상회할 것으로 전망.

'25년 연간 관세 영향은 약 260억원 규모로 3Q까지 누적 약 300억 규모의 관세 영향 발생 추이를 고려하면 4Q에 리커버리를 통해 상회. '26년 관세 부담은 미국 15% 완화 등에 따라 축소 기대(약 380억원 추정). 올해 물량효과는 기존 기대 대비 낮아지겠지만, 크레딧 셰어링 프로그램 등 관세 리커버리 및 운영 효율화 활동 등으로 '26년 영업이익은 3,691억원 전망(기존 대비 -15.4% 하향).

'26년은 미래 제품 수주 확대와 로봇틱스 사업가치 증대가 관전 포인트

'25년 수주 실적은 11.9조원으로 계획(13.7조원) 대비 달성도 87% 기록하며 다소 아쉬웠으나 전자 부품 관련 수주 비중 74%로 전동화 전환 추세에 대한 안정적 대응 역량은 증명. 특히, 4Q에는 차세대 4족보행 액추에이터 물량과 중국 선도 IT기업향 IDB2를 첫 수주함으로써 미래 핵심 제품 중심의 안정적인 매출 성장 가능성을 확인. 올해부터는 By-Wire 수주 확대도 기대.

지난 CID에서 제시된 바와 같이 올해 휴머노이드 관련 3종의 마스터 모델 개발 완료 및 PoC 진행에 따라 가시적인 로봇 사업 진행 확인 기대. 자동차부품 사업가치 2.3조원에 '28년 북미 초도 양산 고려한 로봇사업가치 추정 1.46조원 반영하여 목표주가 81,000원(20,000원↑)으로 상향

[표1] HL 만도 4Q25 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,422	2,321	2,462	2,479	2,479	1.6	6.0	-0.7	-0.7
영업이익	111	94	80	104	98	-28.2	-15.3	-23.1	-18.5
세전이익	52	66	57	69	68	9.2	-13.7	-17.7	-16.8
지배주주 순이익	43	44	24	52	52	-43.6	-45.1	-53.8	-54.0
영업이익률	4.6	4.1	3.2	4.2	3.9	-1.3	-0.8	-0.9	-0.7
순이익률(지배주주)	1.8	1.9	1.0	2.1	2.1	-0.8	-0.9	-1.1	-1.1

자료: HL만도, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

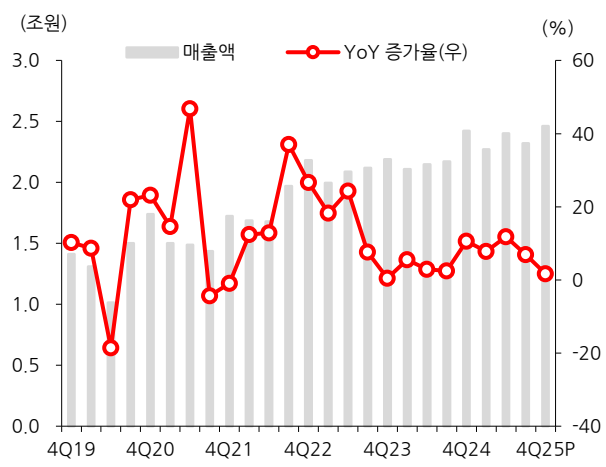
[표2] HL 만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	2,271	2,401	2,321	2,462	2,234	2,466	2,342	2,520	9,455	9,562	10,184
한국	760	821	784	799	700	774	717	769	3,165	2,960	2,942
중국	444	486	503	615	460	522	536	606	2,048	2,123	2,170
북미	623	665	632	619	629	693	613	661	2,538	2,597	3,063
인도	243	226	216	241	266	276	297	306	925	1,145	1,190
매출 비중											
한국	33.5	34.2	33.8	32.5	31.3	31.4	30.6	30.5	33.5	31.0	28.9
중국	19.6	20.2	21.7	25.0	20.6	21.2	22.9	24.0	21.7	22.2	21.3
북미	27.4	27.7	27.2	25.1	28.1	28.1	26.2	26.2	26.8	27.2	30.1
인도	10.7	9.4	9.3	9.8	11.9	11.2	12.7	12.2	9.8	12.0	11.7
매출총이익	320	365	362	397	325	403	352	404	1,444	1,483	1,578
영업이익	79	104	94	80	67	118	69	115	357	369.1	425
세전이익	62	34	66	57	28	66	26	91	218	212	271
지배주주순이익	28	4	44	24	16	37	15	51	100	119	152
GPM	14.1	15.2	15.6	16.1	14.5	16.3	15.0	16.0	15.3	15.5	15.5
OPM	3.5	4.3	4.1	3.2	3.0	4.8	2.9	4.6	3.8	3.9	4.2
NPM	1.2	0.2	1.9	1.0	0.7	1.5	0.6	2.0	1.1	1.2	1.5
% YoY											
매출액	7.8	11.8	6.9	1.6	-1.6	2.7	0.9	2.4	6.9	1.1	6.5
영업이익	4.7	16.2	14.1	-28.2	-14.9	12.9	-27.0	44.8	-0.5	3.3	15.2
지배주주순이익	-80.0	0.9	흑전	-43.6	-43.5	731.1	-66.0	113.5	-23.0	19.1	27.5

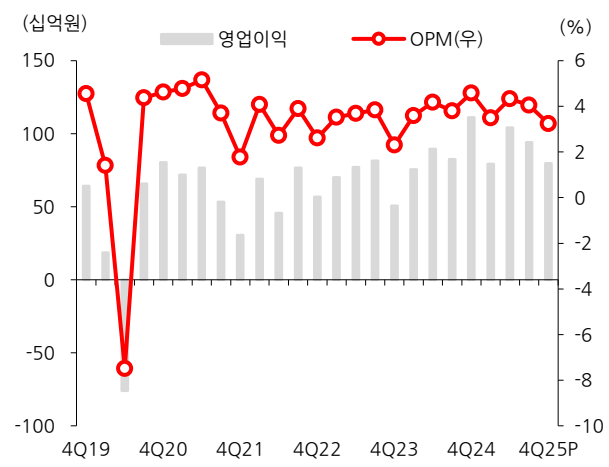
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] HL 만도 매출액 추이



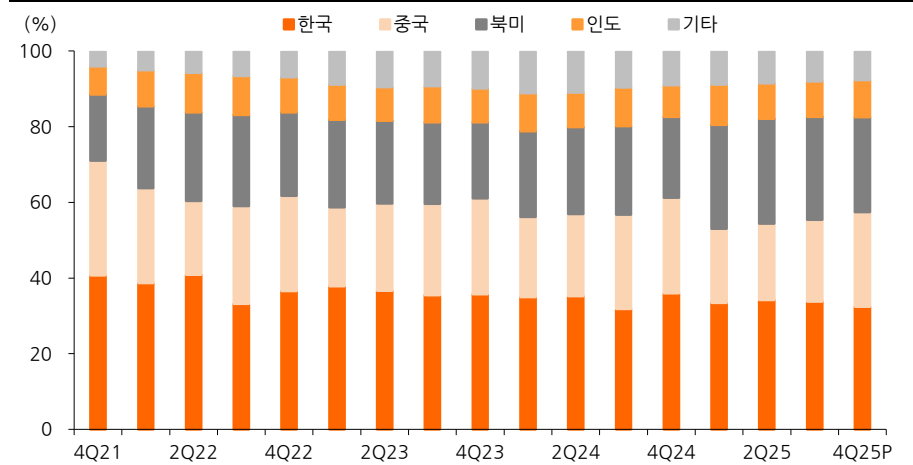
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] HL 만도 영업이익 추이



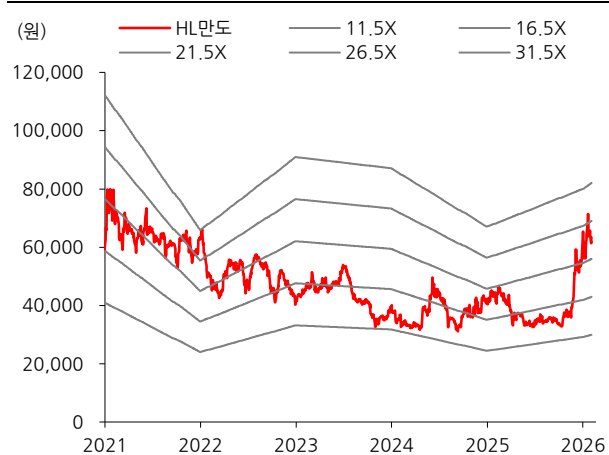
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HL 만도 지역별 매출 비중 추이



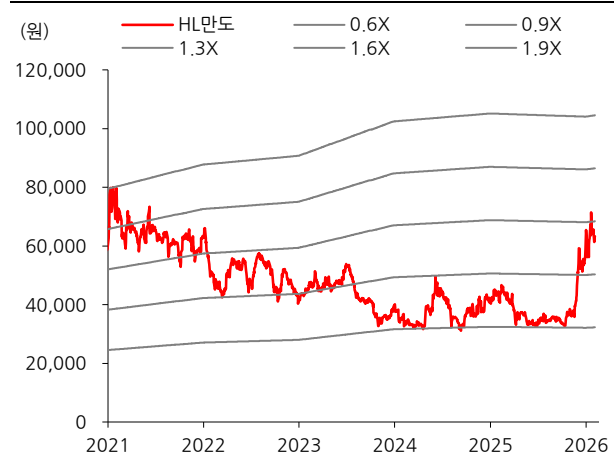
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] HL 만도 12m forward PER Band



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] HL 만도 12m forward PBR Band



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 휴머노이드 액추에이터 단가 추정

구분	추정치	비고
휴머노이드 ASP (백만원) (a)	200	- BD Atlas 양산 ASP 추정치(\$150,000 ~ \$200,000)
재료비율 (%) (b)	70	- 완성차 재료비율 적용
재료비 중 액추에이터 비중 (%) (c)	60	- 생산원가의 40~60% 비중
ASP 대비 액추에이터 비중 (%) (d)	42	- (b) x (c)
개수 (개) (e)	56	- BD Atlas DOF 당 액추에이터 1개 적용 가정
대당 단가 (백만원)	1.5	- (a) x (d) ÷ (e)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] HL 만도 로봇사업가치 추정

구분	추정치	비고
단가 (백만원) (a)	1.5	- 휴머노이드 액추에이터 단가 추정치
휴머노이드 대당 액추에이터 물량 (개) (b)	56	- BD Atlas DOF 당 액추에이터 1개 적용 가정
'28년 휴머노이드 초도 수요 (대) (c)	10,000	- BD 및 북미/중국 주요 업체 초기 양산 물량 추정
Addressable Market (십억원) (d)	840.0	- (a) x (b) x (c)
M/S Target (%) (e)	10	- 동사 CID에서 제시한 '35년 액추에이터 M/S 목표
초기 매출 (십억원) (f)	84.0	- (d) x (e)
조정 PSR (g)	17.4	- 주요 액추에이터업체 PSR(24.4배)에 매출성장률 40% 적용하여 조정
로봇사업가치 (십억원)	1,462	- (f) x (g)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] HL 만도 실적 추정치 변동 내역

(단위: 십억원, 원, %)

구분	종전 (25/12/12)	변동 (26/2/6)	변동률	설명
매출액(FY0)	9,471.8	9,454.8	-0.2	연결기준 (단위: 십억원) - 4Q25 잠정실적 및 '26년 가이던스 반영
영업이익(FY0)	381.2	357.1	-6.3	
EPS(FY0)	2,725	2,130	-21.8	
BPS(FY0)	53,284	55,039	3.3	
매출액(FY1)	9,997	9,562	-4.3	
영업이익(FY1)	437	369	-15.4	
EPS(FY1)	3,131	2,537	-19.0	
BPS(FY1)	55,715	54,484	-2.2	
EPS(12M FWD)	3,109	2,606	-16.2	
BPS(12M FWD)	55,584	54,724	-1.5	
Target PER	18.3	18.0	-1.6	부품 밸류에이션 멀티플 적용(로보틱스 밸류 분리)
Target PBR	1.18	1.00	-15.3	- 최근 5년 12M FWD PER/PBR 평균 적용
부품 적정주가 (a)	61,241	50,819	-17.0	Target PER(PBR) x 12M FWD EPS(BPS)
로봇 사업가치	-	1,462	-	동사 로봇 사업가치 반영
유통주식수(백만주)	46,957	46,957	-	
주당 로봇사업가치 (b)	-	31,126	-	(a) ÷ (b)
적정주가	61,241	81,945	33.8	부품 적정주가 + 주당 로봇사업가치
목표주가	61,000	81,000	32.8	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	8,393	8,848	9,455	9,562	10,184
매출총이익	1,130	1,323	1,444	1,483	1,578
영업이익	279	359	357	369	425
EBITDA	601	694	717	735	788
순이자손익	-69	-168	-5	-63	-59
외화관련손익	78	99	7	55	26
지분법손익	-2	25	-3	-2	-2
세전계속사업손익	226	265	217	212	271
당기순이익	155	158	122	145	185
지배주주순이익	136	130	100	119	152
증가율(%)					
매출액	11.7	5.4	6.9	1.1	6.5
영업이익	12.6	28.5	-0.5	3.3	15.2
EBITDA	2.4	15.5	3.3	2.5	7.2
순이익	30.7	2.4	-23.0	19.3	27.5
이익률(%)					
매출총이익률	13.5	15.0	15.3	15.5	15.5
영업이익률	3.3	4.1	3.8	3.9	4.2
EBITDA 이익률	7.2	7.8	7.6	7.7	7.7
세전이익률	2.7	3.0	2.3	2.2	2.7
순이익률	1.8	1.8	1.3	1.5	1.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	429	435	166	439	561
당기순이익	155	158	123	145	185
자산상각비	322	335	360	366	363
운전자본증감	-96	-163	-162	-30	-89
매출채권 감소(증가)	-102	-202	-190	-51	-157
재고자산 감소(증가)	-60	-41	-8	-20	-60
매입채무 증가(감소)	198	241	-24	43	131
투자현금흐름	-322	-397	-257	-342	-342
유형자산처분(취득)	-333	-307	-314	-315	-322
무형자산 감소(증가)	-75	-50	-50	-47	-45
투자자산 감소(증가)	0	0	15	-1	-1
재무현금흐름	18	-177	-128	-78	-151
차입금의 증가(감소)	60	-127	-95	-43	-113
자본의 증가(감소)	-42	-28	-33	-35	-38
배당금의 지급	-42	-28	-33	-35	-38
총현금흐름	608	690	327	469	650
(-)운전자본증가(감소)	-87	115	179	30	89
(-)설비투자	338	310	321	315	322
(+)자산매각	-70	-47	-42	-47	-45
Free Cash Flow	287	218	-215	76	194
(-)기타투자	98	88	-109	-22	-26
잉여현금	189	130	-106	98	220
NOPLAT	191	214	201	253	291
(+) Dep	322	335	360	366	363
(-)운전자본투자	-87	115	179	30	89
(-)Capex	338	310	321	315	322
OpFCF	262	124	60	273	244

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	3,265	3,677	3,579	3,678	3,974
현금성자산	670	582	348	367	437
매출채권	1,730	2,152	2,185	2,237	2,394
재고자산	734	838	838	858	919
비유동자산	3,022	3,375	3,358	3,331	3,307
투자자산	649	745	623	599	571
유형자산	2,176	2,410	2,503	2,488	2,482
무형자산	197	220	232	244	254
자산총계	6,287	7,052	6,937	7,009	7,281
유동부채	2,636	2,900	3,160	3,158	3,163
매입채무	1,526	1,884	1,817	1,860	1,991
유동성이자부채	1,004	885	1,186	1,135	1,003
비유동부채	1,295	1,479	1,040	1,140	1,291
비유동이자부채	1,152	1,282	880	888	907
부채총계	3,931	4,379	4,200	4,297	4,455
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,302	1,386	1,500
자본조정	428	631	432	432	432
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,356	2,673	2,738	2,712	2,826

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,887	2,767	2,130	2,537	3,236
BPS	47,505	53,635	55,039	54,484	56,921
DPS	600	700	750	800	1,300
CFPS	12,947	14,699	6,969	9,988	13,843
ROA(%)	2.2	1.9	1.4	1.7	2.1
ROE(%)	6.2	5.5	3.9	4.6	5.8
ROIC(%)	5.3	5.6	4.8	6.0	7.1
Multiples(x, %)					
PER	13.6	14.7	20.5	24.2	19.0
PBR	0.8	0.8	0.8	1.1	1.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
PCR	3.0	2.8	6.3	6.2	4.4
EV/EBITDA	5.5	5.0	5.3	6.2	5.5
배당수익률	1.5	1.7	1.7	1.3	2.1
안정성(%)					
부채비율	166.8	163.8	153.4	158.5	157.6
Net debt/Equity	63.1	59.3	62.8	61.1	52.1
Net debt/EBITDA	247.3	228.3	239.7	225.2	186.9
유동비율	123.9	126.8	113.3	116.5	125.6
이자보상배율(배)	2.9	1.8	14.3	4.5	5.5
자산구조(%)					
투자자본	73.2	75.3	81.3	81.1	80.2
현금+투자자산	26.8	24.7	18.7	18.9	19.8
자본구조(%)					
차입금	47.8	44.8	43.0	42.7	40.3
자기자본	52.2	55.2	57.0	57.3	59.7

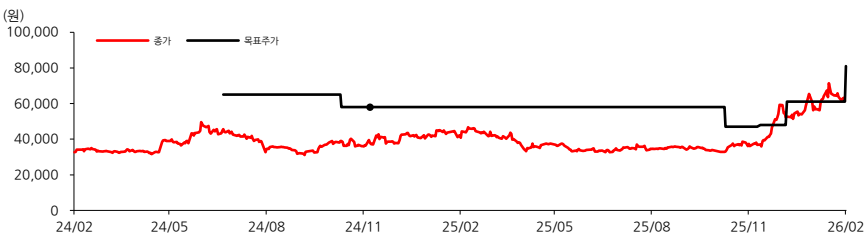
[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 2월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[HL만도 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.06.26	2024.06.26	2024.07.08	2024.07.29	2024.10.16
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	65,000	65,000	65,000	58,000
일 시	2024.10.28	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.28	2025.01.13	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2025.02.07	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.15	2025.04.28	2025.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2025.10.15	2025.10.31	2025.11.17	2025.12.12	2026.02.06	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	47,000	48,000	48,000	61,000	81,000	

[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	-23.09	-20.00
2025.10.31	Buy	48,000	-9.41	23.33
2025.12.12	Buy	61,000	-1.80	17.05
2026.02.06	Buy	81,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%