

HL만도 (204320)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

56,000

유지

현재주가

35,750

(25.07.29)

자동차업종

수익성 실속 챙기기

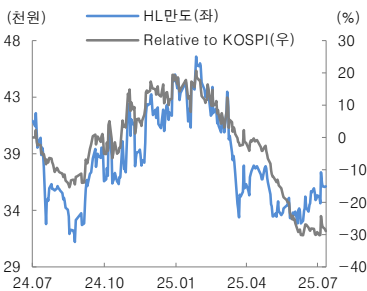
- 관세 우려/미&중국 고객사향 수주 우려에 주가 부진 지속(YTD -12%)
- 1) 수주 가능성, 2) 관세 대응력, 3) 이익 개선 감안 시, 주가 상승 예상
- 1) 글로벌OE향 대규모 전장 수주 여부, 2) 선진국 실적 개선세 주목

체질개선과 전략적 수주 통한 실속 챙기기

최근 1) 미국 관세, 2) 북미/중국 고객사향 수주 우려에 25년 연초 대비 주가 부진 지속(YTD -12%/코스피 +35%/자동차 +10%). 1) 소싱처 변경 통한 관세 노출도 축소, 2) 법인별 구조조정/체질개선 통한 수익성 개선, 3) IDB/전장 부품 중심 매출/수주성과 감안 시, 업종 내 주가 하락 과도, 하반기 1) 글로벌 고객사향 전자식 부품 수주 가능성, 2) 비용 보전/정부 협상에 따른 관세 영향 축소, 3) 이익체력 개선세 감안 시, 주가 상승 예상. 부품 탐픽 유지!

KOSPI	3230.57
시가총액	1,679십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	46,650원 / 31,100원
120일 평균거래대금	95억원
외국인지분율	25.18%
주요주주	에이치엘홀딩스 외 4 인 30.26% 국민연금공단 10.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	-4.4	-18.0	-10.3
상대수익률	3.6	-24.1	-35.6	-23.2



2Q25 HL만도 NDR 주요 내용: ①관세, ②수주, ③ 중국, ④ 영업외손익

7/29~30일 기관투자자 대상 NDR 진행. 미국 관세/주요 고객사 수주 실적 우려로 시장 관심 제한된 상황으로 파악. 하지만, 당사는 1) 유럽/미국법인의 체질개선 효과 본격화되고 있고, 2) 관세 불확실성에도 주요 고객사의 수주 지속되고 있다는 점 감안 시, HL만도에 대한 관심 재차 높이길 추천

[관세] 고객사와 비용 보전 협상 진행중이라 구체적인 금액 공유는 어려움. 다만, **2Q25 관세 및 구조조정 관련 일회성 비용 제외 시, 실질 PM 5% 이상 시현했을 것으로 판단**(2Q25 매출 2.4조/YoY +12%, OP 1,041억/+16%, OPM 4.3%, 순이익 99억(-17%), NPM 0.4%). 기본적으로 한국/중국발CKD 부품이 관세에 노출돼 있으나, 1) 미국 현지화 및 저율 관세 국가로 물량 이관하고, 2) 고객사 비용 보전 통해 영향 최소화 가능할 것. 현재 USMCA 규정은 사실상 100% 충족했으며, 2025년말까지 중국 물량 이관 마무리될 것으로 예상

[수주] 중국 스마트카 및 미국 EV 선도업체향 수주 성과에 대한 우려 있으나, 1) 중국 출혈경쟁 심화에 따른 수주 수익성 악화, 2) T사 저가형 모델의 수주 일정 지연영향 감안 시, 동사 펀더멘털 영향은 제한적. 1H25 수주 6.9조으로 연간 타겟(13.7조) 50% 달성했고, HMG향 IDB2 수주 확대, T사 수주기간 연장된 점 긍정적. **2H25 전장부품 중심의 수주 성과 지속될 것으로 예상**

[중국] 완전 저가형 모델 중심 판매 증가로, 산업수요 대비 만도 매출 성장을 제한적. 2H25 동평/BAIC 등 주요 고객사 신차 효과 기대. 과도한 출혈 경쟁 지속되고 있어 저가형 모델에 대한 공격적 저가 수주보다는 상황 관망하며 핵심 고객사/보급형 모델 중심의 수주 노력 지속

[영업외손익] 이자(-230억)/환손실(-370억)/법인세(-242억) 영향으로 당기순 이익 악화. 1) 이자: 1Q25 신증자본증권 => 일반사채 전환으로 손익단에서 이자비용 증가. 중장기 이자비 부담 완화 노력 지속할 것. 2) 환: 60%가량이 환산손실분으로 추가 헛지 가능한지 검토중. 환율 안정화됨에 따라 일부 만회 가능할 것. 3) 법인세: 중국=>한국법인으로 배당 처리하는 과정에서 한국법인 적자 지속에 따른 손익단 영향 불가피(이연법인세 인식 불가). 한국법인 턴어라운드 통한 영향 축소 노력 지속할 것. 4) 투자자산(iMotion/GotoGroup): 손실 보지 않는 기준안에서 매각 계획. 최근 iMotion 주가 상승세로 목표 주가 도달한다면 연중 지분정리 가능할 것

영업실적 및 주요 투자지표

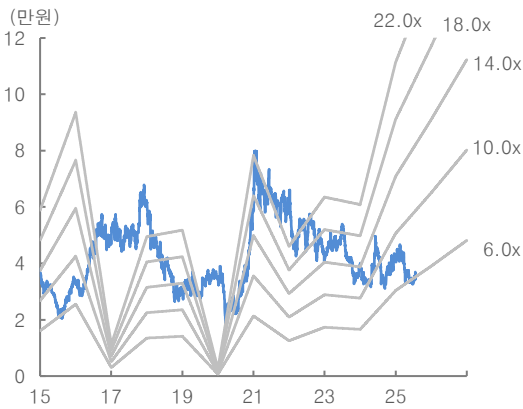
(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,393	8,848	9,471	9,982	10,570
영업이익	279	359	382	475	552
세전순이익	226	265	344	449	541
총당기순이익	155	158	265	344	413
지배지분순이익	136	130	241	319	393
EPS	2,887	2,767	5,129	6,804	8,365
PER	13.6	14.7	6.6	4.9	4.0
BPS	47,505	53,635	58,154	64,349	72,107
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	6.2	5.5	9.2	11.1	12.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

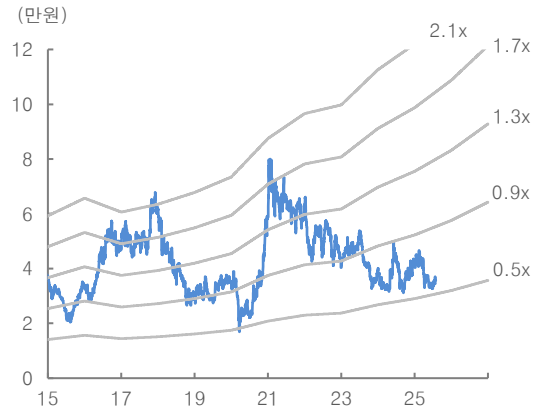
자료: HL만도, 대신증권 Research Center

그림 1. 만도 12개월 선행 PER Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

그림 2. 만도 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

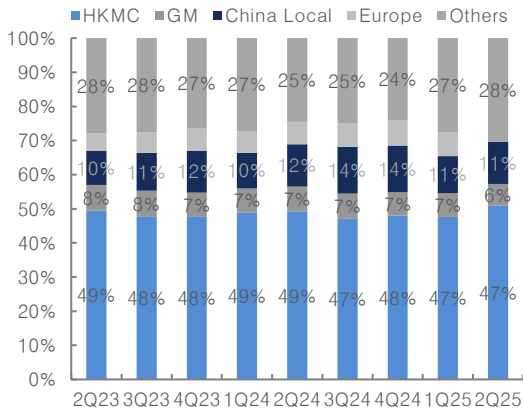
그림 3. 만도 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	2,271.1	2,400.8	2,312.6	2,487.0	2,437.8	2,487.7	2,433.4	2,622.5	8,848.3	9,471.5	9,981.5
YoY	7.8%	11.8%	6.5%	2.7%	7.3%	3.6%	5.2%	5.5%	5.4%	7.0%	5.4%
QoQ	-6.2%	5.7%	-3.7%	7.5%	-2.0%	2.0%	-2.2%	7.8%			
한국	760.4	821.0	731.0	790.9	783.0	845.1	752.6	813.6	3,060.0	3,103.3	3,194.3
북미	623.2	664.9	698.3	682.8	720.5	680.5	750.8	741.4	2,111.2	2,669.2	2,893.1
중국	444.2	485.7	469.0	601.9	468.3	511.2	494.0	635.1	2,061.5	2,000.7	2,108.6
기타	443.3	429.2	414.3	411.4	466.1	451.0	436.1	432.3	1,615.6	1,698.2	1,785.5
영업이익	79.2	104.1	90.7	108.2	113.5	111.5	117.6	132.1	358.8	382.2	474.7
OPM	3.5%	4.3%	3.9%	4.3%	4.7%	4.5%	4.8%	5.0%	4.1%	4.0%	4.8%
YoY	4.7%	16.2%	9.9%	-2.6%	43.4%	7.1%	29.7%	22.1%	28.5%	6.5%	24.2%
QoQ	-28.7%	31.5%	-12.9%	19.3%	4.9%	-1.8%	5.5%	12.3%			
당기순이익	34.6	9.9	92.0	128.1	81.9	80.4	85.1	96.1	160.3	264.7	343.5
지배순이익	27.9	4.5	82.8	125.6	75.8	74.4	79.1	90.2	131.9	240.8	319.5
dNPM	1.2%	0.2%	3.6%	5.1%	3.1%	3.0%	3.3%	3.4%	1.5%	2.5%	3.2%
YoY	-80.0%	1.6%	흑전	182.3%	171.6%	1545.3%	-4.5%	-28.2%	-2.7%	82.6%	32.7%
QoQ	-37.3%	-83.8%	1732.2%	51.7%	-39.7%	-1.9%	6.4%	14.1%			

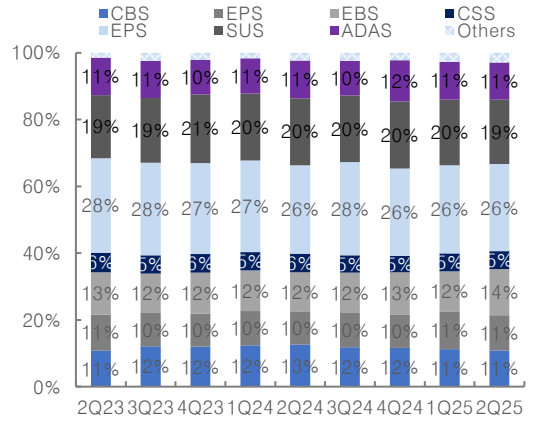
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 만도 고객사별 매출 비중



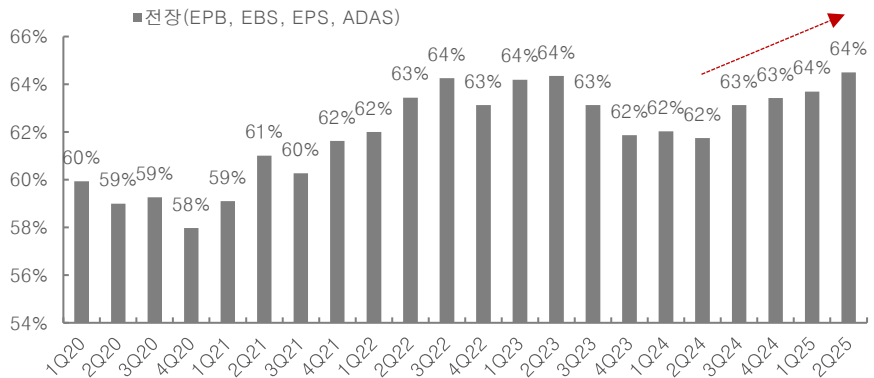
자료: 만도, 대신증권 Research Center

그림 5. 만도 제품별 매출 비중



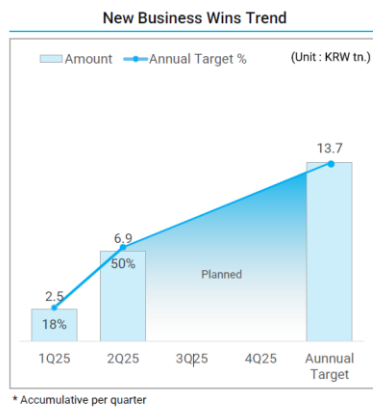
자료: 만도, 대신증권 Research Center

그림 6. 만도 전장제품 매출 추이: IDB2 양산 본격화로 믹스효과 지속 될 것



자료: 만도, 대신증권 Research Center

그림 7. 만도 1H25 수주: 2025년 연간 목표 50% 달성



Composition of New Business Wins in 2Q25		
Category	Components	%
Customers	HMG	68%
	China OEMs	16%
	NA OEMs	10%
	India OEMs	3%
	EU OEMs & Others	4%
Electronic Products		66%

* Accumulative, as of 2Q25

자료: 만도, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,393	8,848	9,471	9,982	10,570
매출원가	7,263	7,525	8,086	8,495	8,971
매출총이익	1,130	1,323	1,385	1,486	1,599
판매비와관리비	851	964	1,003	1,012	1,047
영업이익	279	359	382	475	552
영업이익률	3.3	4.1	4.0	4.8	5.2
EBITDA	601	694	761	860	943
영업외손익	-54	-93	-38	-26	-12
관계기업손익	-3	-5	-5	-5	-5
금융수익	69	56	57	57	57
외환관련이익	78	99	99	99	99
금융비용	-123	-138	-121	-119	-118
외환관련손실	27	25	25	25	25
기타	3	-6	30	41	54
법인세비용차감전순손익	226	265	344	449	541
법인세비용	-71	-107	-79	-106	-127
계속사업순손익	155	158	265	344	413
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	155	158	265	344	413
당기순이익률	1.8	1.8	2.8	3.4	3.9
비지배자분순이익	19	28	24	24	21
지배자분순이익	136	130	241	319	393
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	20	21	21	21
포괄순이익	139	363	471	552	624
비지배자분포괄이익	20	42	42	39	31
지배자분포괄이익	118	320	429	514	593

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,887	2,767	5,129	6,804	8,365
PER	136	14.7	6.6	4.9	4.0
BPS	47,505	53,635	58,154	64,349	72,107
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	12,800	14,783	16,207	18,323	20,082
EV/EBITDA	5.7	5.3	4.3	3.6	3.0
SPS	178,739	188,431	201,703	212,567	225,104
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	12,947	14,699	19,045	21,402	23,425
DPS	600	700	700	700	700

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.7	5.4	7.0	5.4	5.9
영업이익 증가율	12.6	28.5	6.5	24.2	16.3
순이익 증가율	30.7	2.4	67.2	29.8	20.4
수익성					
ROC	5.5	5.7	7.3	8.7	9.9
ROA	4.6	5.4	5.3	6.3	7.0
ROE	6.2	5.5	9.2	11.1	12.3
안정성					
부채비율	166.8	163.8	153.4	140.3	127.0
순차입금비율	62.6	59.2	50.0	39.0	26.2
이자보상배율	2.9	3.2	4.0	5.0	6.0

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,265	3,677	3,974	4,305	4,772
현금및현금성자산	615	536	630	793	1,068
매출채권 및 기타채권	1,730	2,152	2,295	2,413	2,549
재고자산	734	838	897	946	1,002
기타유동자산	186	151	151	152	152
비유동자산	3,022	3,375	3,368	3,400	3,386
유형자산	2,176	2,410	2,390	2,411	2,443
관계기업투자금	36	10	6	3	-1
기타비유동자산	810	955	972	987	944
자산총계	6,287	7,052	7,343	7,705	8,158
유동부채	2,636	2,900	2,999	3,086	3,185
매입채무 및 기타채무	1,526	1,884	1,986	2,070	2,166
차입금	173	233	234	236	238
유동성채무	831	651	644	644	644
기타유동부채	106	133	134	135	137
비유동부채	1,295	1,479	1,446	1,412	1,379
차입금	1,041	1,176	1,141	1,105	1,070
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	254	303	305	307	309
부채총계	3,931	4,379	4,445	4,498	4,564
자본지분	2,231	2,519	2,731	3,022	3,386
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,445	1,732	2,091
기타자본변동	428	631	636	640	644
비지배자분	125	154	167	185	207
자본총계	2,356	2,673	2,898	3,207	3,593
순차입금	1,475	1,583	1,448	1,251	942

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	429	435	488	592	654
당기순이익	0	0	265	344	413
비현금항목의 가감	453	532	630	661	686
감가상각비	322	335	379	386	391
외환손익	-10	-14	-22	-22	-22
지분법평가손익	3	5	5	5	5
기타	138	206	268	293	313
자산부채의 증감	-96	-163	-261	-243	-256
기타현금흐름	72	66	-145	-170	-190
투자활동 현금흐름	-322	-397	-410	-456	-414
투자자산	51	0	3	3	3
유형자산	-333	-307	-318	-363	-377
기타	-41	-90	-95	-95	-40
재무활동 현금흐름	18	-177	-99	-93	-93
단기차입금	1	2	2	2	2
사채	199	-231	-231	-231	-231
장기차입금	285	196	196	196	196
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-42	-51	-33	-33	-33
기타	-425	-92	-33	-26	-26
현금의 증감	123	-79	95	163	275
기초 현금	492	615	536	630	793
기말 현금	615	536	630	793	1,068
NOPLAT	191	214	294	363	422
FCF	101	190	301	330	436

자료: HL 만도, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

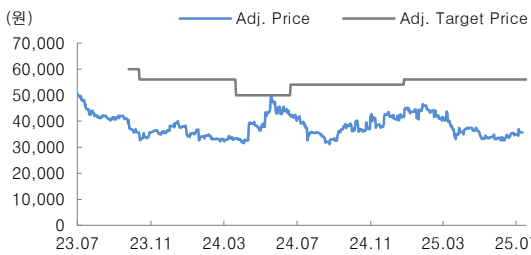
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HL만도(204320) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.07.30	25.07.13	25.01.13	25.01.08	24.07.08	24.04.08
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	56,000	56,000	56,000	54,000	54,000	50,000
과리율(평균%)		(36.82)	(31.47)	(22.84)	(29.72)	(19.63)
과리율(최대/최소%)		(34.02)	(16.70)	(22.31)	(19.44)	(0.80)
제시일자	23.10.30	23.10.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	56,000	60,000				
과리율(평균%)	(37.48)	(39.33)				
과리율(최대/최소%)	(28.39)	(37.92)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250727)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상