



BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(10.17) 35,400원

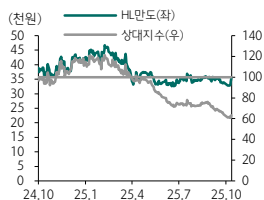
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,748.89
52주 최고/최저(원)	46,650/32,650
시가총액(십억원)	1,662.3
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	46,957.1
60일 평균 거래량(천주)	213.1
60일 평균 거래대금(십억원)	7.5
외국인지분율(%)	24.67
주요주주 지분율(%)	
에이치엘홀딩스 외 4 인	30.26
국민연금공단	9.99

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	9,536.1	10,142.7
영업이익(십억원)	390.3	453.2
순이익(십억원)	195.0	283.6
EPS(원)	3,279	4,996
BPS(원)	54,191	59,187

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,393.1	8,848.2	9,546.0	10,145.2
영업이익	279.3	358.8	387.8	429.0
세전이익	225.7	265.5	289.1	377.9
순이익	135.6	129.9	179.2	232.0
EPS	2,887	2,767	3,815	4,940
증감율	37.94	(4.16)	37.87	29.49
PER	13.63	14.69	8.95	6.91
PBR	0.83	0.76	0.60	0.56
EV/EBITDA	5.74	5.25	4.43	4.02
ROE	6.18	5.47	6.91	8.39
BPS	47,505	53,635	56,750	60,990
DPS	600	700	700	700



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 10월 20일 기업분석

HL만도 (204320)

3분기 프리뷰. 관세에 가려진 비용 구조의 안정화

관세 부담이 낮아지면 수익성 개선이 보일 것

HL만도에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 5만원을 유지한다. 3분기 영업이익은 외형 성장에도 불구하고, 관세 비용의 증가로 기존 전망치를 소폭 하회할 전망이다. 4분기에는 고객사들과의 비용 보전 협의를 통해 일부 만회할 것으로 기대한다. HL만도는 기수주 금액(최근 3년간 연평균 15.1조원)과 신제품 공급의 증가 등을 통해 향후 몇 년간 양호한 성장이 예상된다. IDB2 제품의 공급이 늘어나고, 금년 말부터 북미 OE들향 ADAS 및 EMB 공급도 가세한다. 관련 전장 제품의 비중이 상승하고, 신제품 공급 후 연구개발비 부담도 완화되면서 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 금년 새롭게 추가된 관세 비용이 고객사와의 분담 및 관세를 인하 등으로 안정화된다면 관련 효과가 실적으로 가시화될 것이다.

3Q25 Preview: 영업이익률 3.9% 전망

HL만도의 3분기 매출액/영업이익은 8%/11% (YoY) 증가한 2.34조원/918억원(영업이익률 3.9%, +0.1%p (YoY))으로 기존 전망치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 한국 매출액은 고객사 생산 증가와 수출, 그리고 환율 상승 등으로 6% (YoY) 증가하고, 북미 매출액도 고객사들 생산 증가 및 IDB2 부품의 공급 등에 힘입어 16% (YoY) 증가할 것으로 보인다. 인도/유럽 매출액도 코럴 OE향 공급의 증가로 8% (YoY) 증가하는 반면, 중국 매출액은 시장수요 둔화 및 고객사들의 부진으로 2% (YoY) 증가에 그칠 전망이다. 영업이익은 11% (YoY) 증가하고, 영업이익률은 0.1%p (YoY) 상승하겠지만, 기존 전망치였던 4.1% 대비로는 하회할 전망이다. 전장 제품의 비중 상승과 환율 상승이 기여하겠지만, 미국 관세 비용이 온기 반영되기 시작하고, 관세 비용에 대한 고객사의 비용 보전 협정이 지연되면서 수익성이 전분기 및 예상치 대비 하락한 것으로 추정한다. 영업외에서는 중국 아이모션에 대한 금융자산평가손실(150억원, 추가 41% 하락)이 발생할 것으로 예상된다.

연구개발비 부담의 안정화가 진행 중

HL만도의 매출액은 2015년 5.3조원에서 2025년 9.5조원(예상치)으로 10년간 80% 증가하는데 비해 영업이익은 2015년 2,565억원에서 2025년 3,878억원(예상치)으로 46% 증가에 그친다. 영업이익률이 2015년 5.0%에서 2025년 4.1%(예상치)로 하락하는 것이다. 외형 성장에 따른 레버리지 효과가 발생하지 못한 이유는 고정비 증가폭이 컸기 때문이다. 인건비/상각비가 90%/93% 증가했지만, 가장 큰 이유는 연구개발비 증가에 기인한다. 연구개발비는 지난 10년간 93% 증가했다. 매출액 대비 연구개발비율은 2015년 4.9%였지만, 지속적으로 상승하여 2019년 6.0%, 2024년 5.5%를 기록했다. 선행 개발비와 함께 신제품 생산 전 양산 개발비도 증가한 것으로 파악된다. 통상 개발비는 고객사들로부터 비용 보전이 나오거나 신제품 양산 후 납품이 늘어남에 따라 이익으로 회수되는데, 최근 신제품 출시가 많아 단기 부담이 늘었고, 관련 회수도 지연된 것이 비율 상승의 원인이다. 2025년에는 개발비 증가가 3%로 낮아져 비율이 5.2%로 하락할 전망이다. 즉, 예상치 못했던 관세 비용이 낮아진다면 고정비 구조의 안정화로 이익률 상승이 가능하다는 판단이다.

표 1. HL만도의 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,107	2,147	2,172	2,422	2,271	2,401	2,342	2,532	7,516	8,393	8,848	9,546	10,145
YoY	6	3	2	11	8	12	8	5	22	12	5	8	6
한국	738	757	693	873	760	821	734	890	2,791	3,057	3,060	3,206	3,302
중국	446	465	540	610	444	486	551	628	1,809	1,963	2,062	2,109	2,193
미국	504	522	539	546	623	665	626	600	1,711	1,843	2,111	2,514	2,816
기타	419	403	400	393	443	429	431	413	1,205	1,531	1,615	1,717	1,834
영업이익	76	90	82	111	79	104	92	113	248	279	359	388	429
YoY	8	16	1	119	5	16	11	2	7	13	28	8	11
영업이익률 (%)	3.6	4.2	3.8	4.6	3.5	4.3	3.9	4.5	3.3	3.3	4.1	4.1	4.2
세전이익	215	50	-52	52	62	34	74	120	230	226	265	289	378
세전이익률 (%)	10.2	2.3	-2.4	2.1	2.7	1.4	3.1	4.7	3.1	2.7	3.0	3.0	3.7
순이익	146	12	-49	50	35	10	61	105	118	155	158	211	278
순이익률 (%)	6.9	0.6	-2.3	2.1	1.5	0.4	2.6	4.2	1.6	1.8	1.8	2.2	2.7
지배주주순이익	140	4	-57	43	28	4	52	95	98	136	130	179	232

자료: HL만도, 하나증권

표 2. HL만도의 지난 10년간 매출액과 비용구조 추이

(단위: 십억원)

구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
수주	11,000	9,100	12,500	11,700	10,000	8,000	10,900	11,000	16,600	15,100	13,700
매출액	5,299	5,866	5,685	5,665	5,982	5,564	6,147	7,516	8,393	8,848	9,546
매출원가	4,548	5,005	5,012	4,940	5,148	4,894	5,246	6,510	7,263	7,525	8,099
매출원가율	85.8%	85.3%	88.2%	87.2%	86.1%	88.0%	85.3%	86.6%	86.5%	85.0%	84.8%
판관비	485	556	589	527	616	581	669	758	851	964	1,059
인건비	155	164	169	147	166	162	200	195	239	274	296
상각비	26	24	27	21	27	29	27	35	47	50	51
연구개발비	101	114	141	156	190	177	202	242	239	303	327
(총 연구개발비)	260	283	302	315	361	323	333	405	369	486	500
기타	203	254	252	204	234	214	240	286	326	337	385
판관비율	9.2%	9.5%	10.4%	9.3%	10.3%	10.4%	10.9%	10.1%	10.1%	10.9%	11.1%
인건비	2.9%	2.8%	3.0%	2.6%	2.8%	2.9%	3.3%	2.6%	2.9%	3.1%	3.1%
상각비	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
연구개발비	1.9%	1.9%	2.5%	2.7%	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%	2.8%	3.4%	3.4%
(총 연구개발비)	4.9%	4.8%	5.3%	5.6%	6.0%	5.8%	5.4%	5.4%	4.4%	5.5%	5.2%
기타	3.8%	4.3%	4.4%	3.6%	3.9%	3.8%	3.9%	3.8%	3.9%	3.8%	4.0%
영업이익	265.6	305.0	83.5	197.4	218.6	88.7	232.3	248.1	279.3	358.8	387.8
영업이익률	5.0%	5.2%	1.5%	3.5%	3.7%	1.6%	3.8%	3.3%	3.3%	4.1%	4.1%

주: 총 연구개발비는 판관비 이외 항목까지 합산한 것

자료: HL만도, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,393.1	8,848.2	9,546.0	10,145.2	10,703.2
매출원가	7,262.6	7,524.9	8,099.2	8,603.1	9,071.7
매출총이익	1,130.5	1,323.3	1,446.8	1,542.1	1,631.5
판매비	851.2	964.5	1,058.9	1,113.1	1,157.6
영업이익	279.3	358.8	387.8	429.0	473.8
금융손익	(53.8)	(81.9)	(54.5)	(44.7)	(30.6)
종속/관계기업손익	(3.1)	(5.0)	(3.0)	(2.5)	(2.0)
기타영업외손익	3.4	(6.4)	(41.3)	(3.8)	(2.6)
세전이익	225.7	265.5	289.1	377.9	438.7
법인세	71.1	107.2	78.0	100.2	116.3
계속사업이익	154.6	158.2	211.0	277.8	322.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	154.6	158.2	211.0	277.8	322.4
비지배주주지분 손이익	19.0	28.3	31.9	45.8	50.9
지배주주순이익	135.6	129.9	179.2	232.0	271.5
지배주주지분포괄이익	118.4	320.4	186.3	245.3	284.7
NOPAT	191.3	213.9	283.1	315.3	348.3
EBITDA	601.1	694.2	726.0	769.5	816.3
성장성(%)					
매출액증가율	11.67	5.42	7.89	6.28	5.50
NOPAT증가율	49.92	11.81	32.35	11.37	10.47
EBITDA증가율	2.42	15.49	4.58	5.99	6.08
영업이익증가율	12.58	28.46	8.08	10.62	10.44
(지배주주)순이익증가율	37.95	(4.20)	37.95	29.46	17.03
EPS증가율	37.94	(4.16)	37.87	29.49	17.04
수익성(%)					
매출총이익률	13.47	14.96	15.16	15.20	15.24
EBITDA이익률	7.16	7.85	7.61	7.58	7.63
영업이익률	3.33	4.06	4.06	4.23	4.43
계속사업이익률	1.84	1.79	2.21	2.74	3.01

투자지표		2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)						
EPS		2,887	2,767	3,815	4,940	5,782
BPS		47,505	53,635	56,750	60,990	66,072
CFPS		12,947	14,699	14,207	15,894	16,953
EBITDAPS		12,800	14,783	15,460	16,387	17,384
SPS		178,739	188,431	203,292	216,052	227,935
DPS		600	700	700	700	700
주가지표(배)						
PER		13.63	14.69	8.95	6.91	5.91
PBR		0.83	0.76	0.60	0.56	0.52
PCFR		3.04	2.77	2.40	2.15	2.01
EV/EBITDA		5.74	5.25	4.43	4.02	3.57
PSR		0.22	0.22	0.17	0.16	0.15
재무비율(%)						
ROE		6.18	5.47	6.91	8.39	9.10
ROA		2.24	1.95	2.55	3.26	3.69
ROIC		6.23	6.49	8.11	8.88	9.67
부채비율		166.82	163.85	146.93	135.45	124.17
순부채비율		62.60	59.24	50.86	41.96	32.33
이자보상배율(배)		2.92	3.18	4.65	6.36	8.83

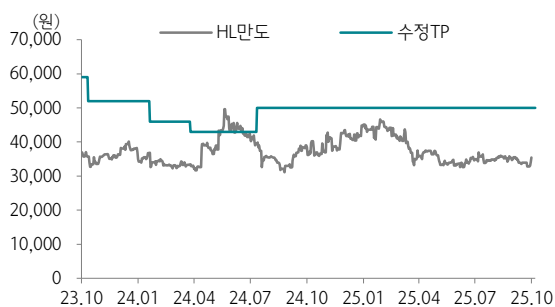
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,265.0	3,676.9	3,616.4	3,816.8	4,071.6
금융자산	681.3	583.2	557.8	567.5	644.7
현금성자산	614.9	535.5	507.8	515.0	589.7
매출채권	1,579.1	2,019.9	1,941.4	2,063.3	2,176.8
재고자산	733.9	838.4	848.2	901.4	951.0
기타유동자산	270.7	235.4	269.0	284.6	299.1
비유동자산	3,021.7	3,375.2	3,384.4	3,397.9	3,410.9
투자자산	277.7	235.2	227.5	226.5	227.0
금융자산	241.6	225.5	227.5	226.5	227.0
유형자산	2,175.5	2,410.1	2,425.3	2,438.4	2,449.7
무형자산	197.0	219.9	221.6	223.1	224.3
기타비유동자산	371.5	510.0	510.0	509.9	509.9
자산총계	6,286.7	7,052.0	7,000.7	7,214.7	7,482.5
유동부채	2,635.7	2,900.5	2,814.8	2,905.0	2,990.1
금융부채	1,003.9	884.5	849.8	819.3	792.0
매입채무	1,162.3	1,449.4	1,408.8	1,497.3	1,579.6
기타유동부채	469.5	566.6	556.2	588.4	618.5
비유동부채	1,294.9	1,478.8	1,350.9	1,245.5	1,154.5
금융부채	1,152.5	1,282.1	1,149.9	1,033.9	932.0
기타비유동부채	142.4	196.7	201.0	211.6	222.5
부채총계	3,930.5	4,379.3	4,165.7	4,150.5	4,144.6
지배주주지분	2,230.8	2,518.6	2,664.9	2,864.0	3,102.5
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.2	603.3	603.3	603.3	603.3
자본조정	204.6	207.2	207.2	207.2	207.2
기타포괄이익누계액	223.3	424.1	424.1	424.1	424.1
이익잉여금	1,152.7	1,236.9	1,383.2	1,582.3	1,820.9
비지배주주지분	125.4	154.2	170.2	200.2	235.4
자본총계	2,356.2	2,672.8	2,835.1	3,064.2	3,337.9
순금융부채	1,475.1	1,583.4	1,441.8	1,285.7	1,079.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	429.4	434.7	476.5	570.2	619.1
당기순이익	154.6	158.2	211.0	277.8	322.4
조정	370.9	440.0	314.9	318.4	319.9
감가상각비	321.8	335.4	338.1	340.5	342.5
외환거래손익	(9.9)	(14.2)	(22.5)	(22.3)	(22.4)
지분법손익	2.2	(25.2)	0.0	0.0	0.0
기타	56.8	144.0	(0.7)	0.2	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	(96.1)	(163.5)	(49.4)	(26.0)	(23.2)
투자활동 현금흐름	(322.4)	(396.8)	(343.0)	(350.0)	(351.5)
투자자산감소(증가)	65.0	159.2	(8.1)	(14.8)	(16.3)
자본증가(감소)	(337.5)	(309.5)	(320.0)	(320.0)	(320.0)
기타	(49.9)	(246.5)	(14.9)	(15.2)	(15.2)
재무활동 현금흐름	68.7	(15.2)	(199.8)	(179.3)	(162.1)
금융부채증가(감소)	89.9	10.3	(167.0)	(146.5)	(129.2)
자본증가(감소)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	2.2	2.6	0.1	0.1	(0.0)
배당지급	(23.5)	(28.2)	(32.9)	(32.9)	(32.9)
현금의 증감	175.6	22.7	(122.5)	7.2	74.7
Unlevered CFO	608.0	690.2	667.1	746.3	796.1
Free Cash Flow	91.9	125.2	156.5	250.2	299.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HL만도



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.28	BUY	50,000		
24.4.11	BUY	43,000	-5.61%	15.35%
24.2.5	BUY	46,000	-27.33%	-24.02%
23.10.28	BUY	52,000	-30.89%	-22.88%
23.9.26	BUY	59,000	-35.44%	-28.81%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 10월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2025년 10월 20일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 10월 17일