



BUY(Maintain)

목표주가: 45,000원(하향)

주가(10/01): 33,550원

시가총액: 15,754억 원

자동차 Analyst 신윤철

yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/01)		3,455.83pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	46,650원	31,100원
등락률	-23.4%	15.0%
수익률	절대	상대
1M	5.5%	2.6%
6M	-18.0%	-34.9%
1Y	-8.3%	-22.3%

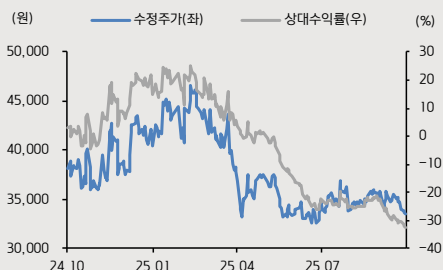
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	217천주
외국인 지분율	25.2%
배당수익률(2025E)	2.1%
BPS(2025E)	48,891원
주요 주주	HL 홀딩스 외 4인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,393.1	8,848.2	9,525.0	10,257.6
영업이익	279.3	358.8	387.7	505.6
EBITDA	601.1	694.2	768.3	890.2
세전이익	225.7	265.5	223.4	429.0
순이익	154.6	158.2	165.8	287.5
지배주주지분순이익	135.6	129.9	135.5	244.3
EPS(원)	2,887	2,767	2,886	5,203
증감률(% YoY)	37.9	-4.2	4.3	80.3
PER(배)	13.6	14.7	11.6	6.5
PBR(배)	0.83	0.76	0.69	0.63
EV/EBITDA(배)	5.7	5.3	4.4	3.8
영업이익률(%)	3.3	4.1	4.1	4.9
ROE(%)	6.2	5.5	5.6	10.2
순차입금비용(%)	62.6	59.2	65.9	57.8

Price Trend



Earnings Update

HL만도 (204320)

품목관세 정산 지연 및 영업외손실 확대 우려



지난 2Q25 실적 발표를 통해 HL클레무브 IPO 가능성이 공식 차단되었음에도 불구하고 품목관세 25% 업황에서 결국 HL만도 역시 과거 멀티플로의 회복이 본격화되지 못하고 있다. 게다가 iMotion 지분으로 인한 순이익 변동성이 안정화되기 전까지 주주환원정책 강화 역시 기대하기 어려운 상황이다. 경쟁력 있는 해외 고객사들을 확보하고 있음에도 불구하고 뚜렷한 실적 개선세로 이끌어내지 못하고 있으며 이에 목표주가를 하향한다.

>>> 3Q25 Preview: OP, NI 모두 눈높이 갈수록 하향될 것

매출액 2.3조 원(+6.9% YoY, -3.3% QoQ), 영업이익 911억 원(+10.5% YoY, -12.4% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.3조 원, 영업이익 972억 원)에 부합하겠으나 3Q25 어닝에 대한 시장 기대치는 갈수록 낮아질 전망이다. 이는 주로 자동차 부품 대미 수출 품목관세에 대한 고객사와의 정산 지연에 기인한다. 공급 계약상 품목관세를 고객사에 전가 가능한 구조더라도 결국 부품사가 수출 과정에서 품목관세 비용을 선집행 후 이를 고객사에 사후 청구하는 방식이기에 시차가 발생할 수밖에 없다. 정산금은 4분기부터 HL만도 손익에 우호적 반응이 기대되나 주요 고객사 역시 대미 품목관세율 25%를 적용받는 마진 스쿼츠 업황이 지속 중이기에 일부 정산금은 내년으로 이연될 가능성을 열어둘 필요가 있다고 판단한다. 다만 3Q25와는 달리 4Q25에는 정산금 반영 시작과 더불어 연산 25만 대 규모의 현대차 인도 푸네 신공장 오픈에 따른 현대차 배뉴형 전장부품 공급 확대 등 안정적인 실적 방어가 기대된다.

HL클레무브가 투자한 중국 자율주행 스타트업 iMotion 주가 등락에 따른 만성적인 금융자산 평가손익 변동성은 여전히 HL만도가 해결해야 할 숙제다. 전년 동기에도 iMotion 주가 급락에 따른 영업외손실 확대가 순손실 전환으로 이어지며 외국인 이탈이 가속화 됐다. 3Q25의 iMotion 주가 역시 직전 분기 대비 큰 폭으로 하락했기 때문에 영업외손실 확대가 불가피할 것으로 보이며, 이에 따라 3Q25에는 지배주주 순이익 시장 기대치인 572억 원을 하회할 전망이다. iMotion 지분 청산을 통한 순이익 변동성 안정화가 필요하다.

>>> 아직은 로보틱스 투자 수요를 흡수하지 못하고 있으나

휴머노이드용 액추에이터 프로젝트 수주 가능성이 거론되는 업체들과 마찬가지로 HL만도 역시 관련 신사업을 전개할 역량을 갖추고 있으며, 실제로 4족 보행 로보틱스 제품에 대해서는 프로젝트 수주 성과를 확보한 단계다.

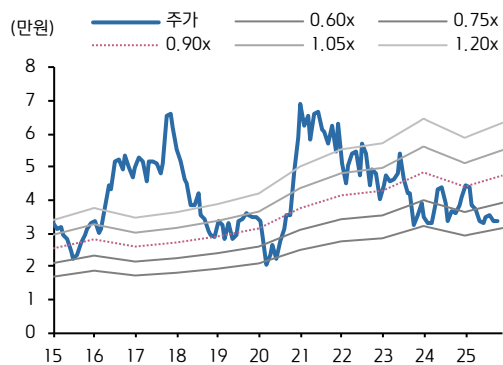
그러나 현재 로보틱스 관련 투자 수요는 휴머노이드 시장 성장성에 집중되는 추세이기에 결국 HL만도가 주요 경쟁사 대비 지니고 있는 휴머노이드 프로젝트형 기술적 또는 고객사 영업력 우위가 가시화 되어야만 비로소 투자 수요를 본격적으로 흡수 해나갈 수 있을 것으로 판단한다. 따라서 HL만도의 신사업 관련 투자자 소통이 연내 있을 것으로 기대한다. 다만 현재로서는 어닝 시즌을 앞두고 하향 조정될 어닝 눈높이가 주가에는 부담으로 작용할 전망이다.

HL만도 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	21,073	21,474	21,717	24,218	22,710	24,009	23,224	25,307	83,932	88,482	95,250
YoY(%)	5.5	2.9	2.5	10.6	7.8	11.8	6.9	4.5	11.7	5.4	7.6
QoQ(%)	-3.8	1.9	1.1	11.5	-6.2	5.7	-3.3	9.0			
매출원가	18,118	18,475	18,533	20,123	19,512	20,364	19,763	21,207	72,626	75,249	80,846
%	86.0	86.0	85.3	83.1	85.9	84.8	85.1	83.8	86.5	85.0	84.9
판매비 및 대손상각비	2,199	2,102	2,360	2,984	2,406	2,604	2,549	2,967	8,513	9,645	10,526
%	10.4	9.8	10.9	12.3	10.6	10.8	11.0	11.7	10.1	10.9	11.1
영업이익	756	896	825	1,110	792	1,041	911	1,133	2,793	3,588	3,877
%	3.6	4.2	3.8	4.6	3.5	4.3	3.9	4.5	3.3	4.1	4.1
YoY(%)	7.7	16.4	1.2	119.4	4.7	16.2	10.5	2.0	12.6	28.5	8.1
QoQ(%)	49.5	18.5	-8.0	34.6	-28.7	31.5	-12.4	24.3			
세전이익	2,152	501	-516	518	616	341	435	842	2,257	2,655	2,234
%	10.2	2.3	-2.4	2.1	2.7	1.4	1.9	3.3	2.7	3.0	2.3
지배주주순이익	1,396	45	-567	425	279	45	352	680	1,356	1,299	1,355
%	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.2	0.2	1.5	2.7	1.6	1.5	1.4

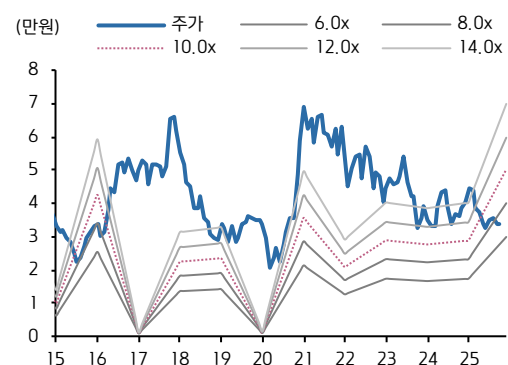
자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/B Band Chart



자료: 키움증권 리서치

HL만도 12M Fwd P/E Band Chart



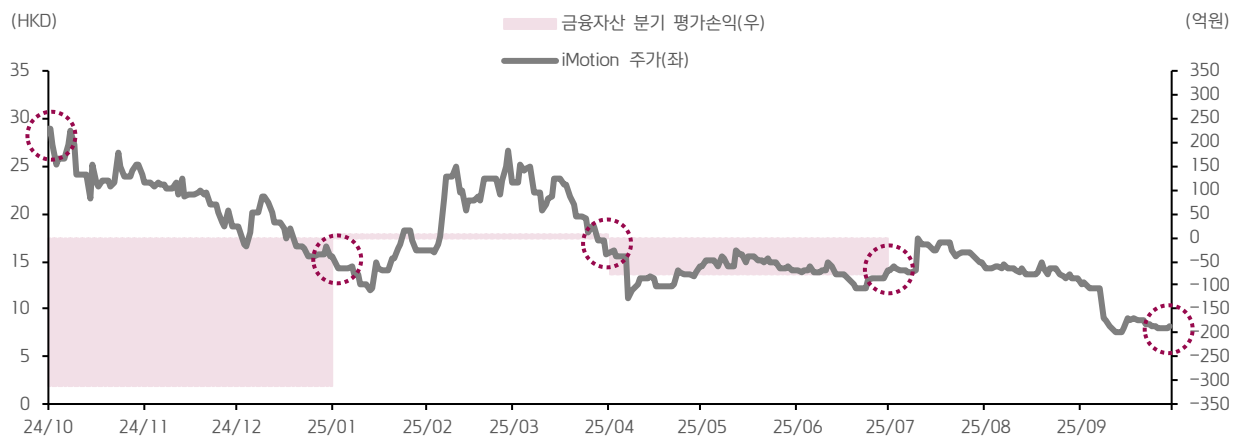
자료: 키움증권 리서치

HL만도 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	51,948	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정기말발행주식수(천주)	46,957	
Target Multiple(배)	0.90	2021년부터의 역사적 HL 만도 12M Fwd P/B 밴드 중단
적정주가(원)	46,753	
목표주가(원)	45,000	
전일종가(원)	33,550	
Upside	34.1%	

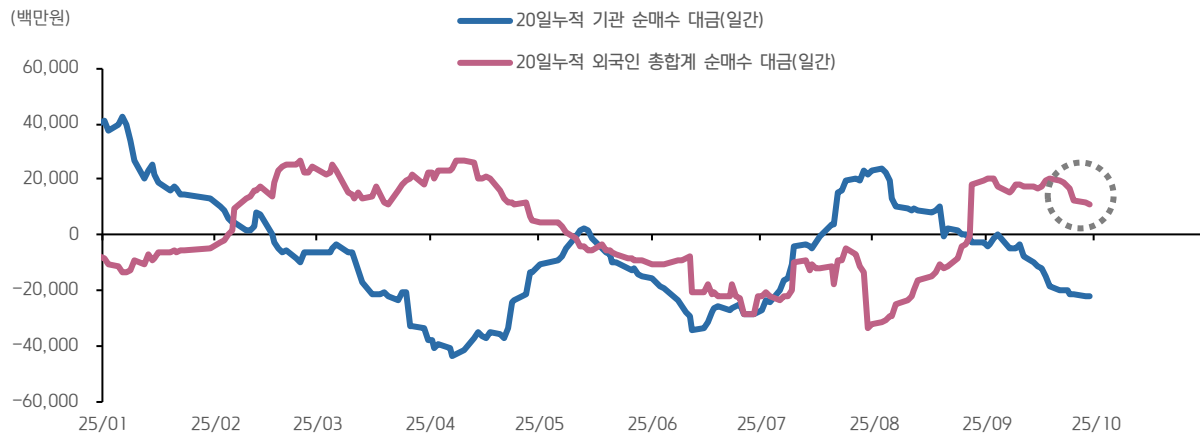
자료: 키움증권 리서치

iMotion 주가 추이 및 HL만도가 인식한 iMotion 금융자산 분기 평가손익 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

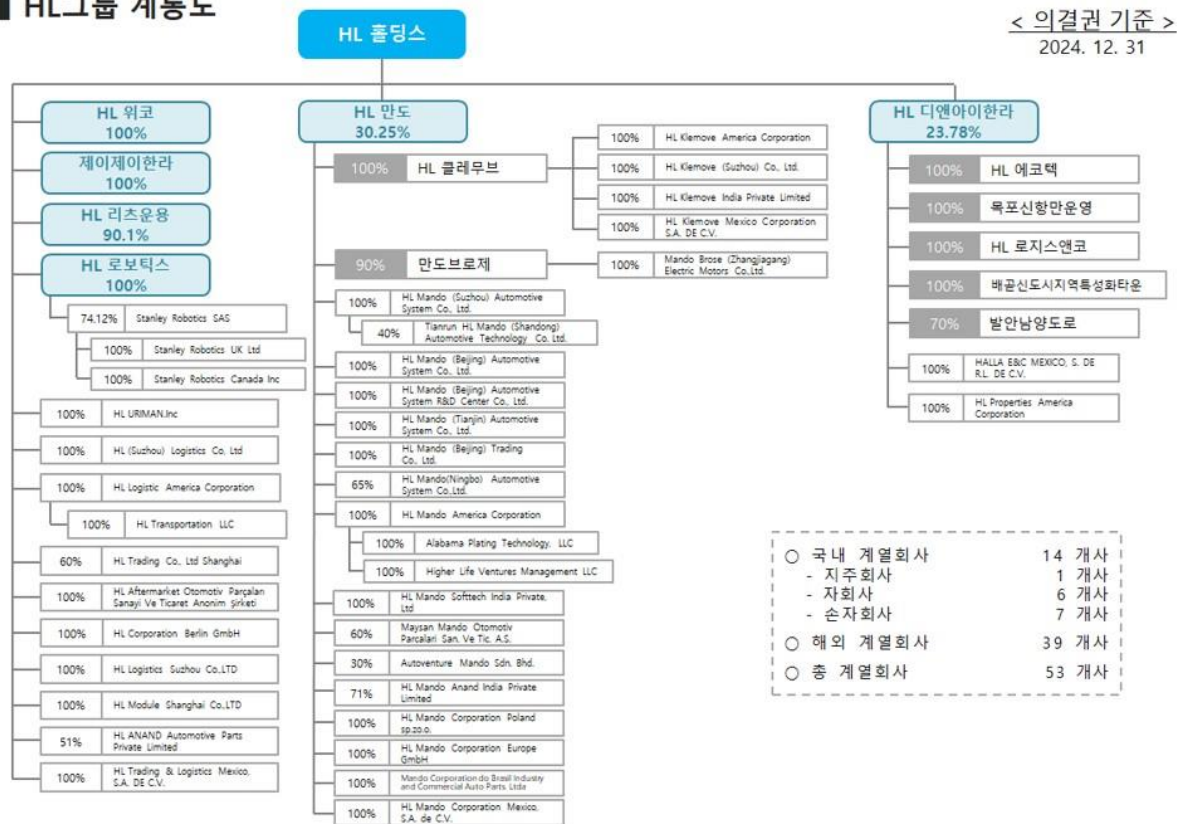
HL만도 기관, 외국인 매매 동향: 3Q25 순이익 축소 우려 확산에 따른 외국인 이탈 가속화 가능성



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

HL홀딩스 계열회사 현황: 2Q25 기준 HL만도의 100% 자회사인 HL클레무브의 IPO 가능성이 공식적으로 차단됨

■ HL그룹 계통도



자료: DART, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,393.1	8,848.2	9,525.0	10,257.6	11,796.3
매출원가	7,262.6	7,524.9	8,084.6	8,641.1	9,894.1
매출총이익	1,130.5	1,323.2	1,440.3	1,616.5	1,902.2
판매비	851.2	964.5	1,052.6	1,110.8	1,310.6
영업이익	279.3	358.8	387.7	505.6	591.6
EBITDA	601.1	694.2	768.3	890.2	980.7
영업외손익	-53.6	-93.3	-164.3	-76.6	-76.8
이자수익	26.1	28.8	24.6	26.5	30.1
이자비용	95.7	112.8	108.0	96.4	104.6
외환관련이익	121.2	126.7	128.3	125.4	126.8
외환관련손실	98.3	104.6	109.7	104.2	106.2
종속 및 관계기업손익	-3.1	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
기타	-3.8	-26.4	-94.5	-22.9	-17.9
법인세차감전이익	225.7	265.5	223.4	429.0	514.8
법인세비용	71.1	107.2	57.6	141.6	169.9
계속사업순손익	154.6	158.2	165.8	287.5	344.9
당기순이익	154.6	158.2	165.8	287.5	344.9
지배주주순이익	135.6	129.9	135.5	244.3	293.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.7	5.4	7.6	7.7	15.0
영업이익 증감율	12.6	28.5	8.1	30.4	17.0
EBITDA 증감율	2.4	15.5	10.7	15.9	10.2
지배주주순이익 증감율	38.0	-4.2	4.3	80.3	20.0
EPS 증감율	37.9	-4.2	4.3	80.3	20.0
매출총이익율(%)	13.5	15.0	15.1	15.8	16.1
영업이익율(%)	3.3	4.1	4.1	4.9	5.0
EBITDA Margin(%)	7.2	7.8	8.1	8.7	8.3
지배주주순이익율(%)	1.6	1.5	1.4	2.4	2.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,265.0	3,676.9	3,530.9	3,800.6	4,305.8
현금 및 현금성자산	614.9	535.5	567.5	619.5	669.3
단기금융자산	66.4	47.7	48.6	49.1	49.6
매출채권 및 기타채권	1,730.0	2,151.9	2,047.9	2,205.4	2,536.2
재고자산	733.9	838.4	762.0	820.6	943.7
기타유동자산	119.8	103.4	104.9	106.0	107.0
비유동자산	3,021.7	3,375.2	3,308.9	3,336.9	3,344.4
투자자산	277.7	235.2	229.3	232.9	225.6
유형자산	2,175.5	2,410.1	2,400.0	2,417.4	2,426.5
무형자산	197.0	219.9	249.5	256.6	262.3
기타비유동자산	371.5	510.0	430.1	430.0	430.0
자산총계	6,286.7	7,052.0	6,839.8	7,137.5	7,650.3
유동부채	2,635.7	2,900.5	3,005.8	3,071.6	3,287.5
매입채무 및 기타채무	1,525.8	1,884.0	1,776.8	1,888.2	2,112.7
단기금융부채	1,003.8	883.7	1,073.9	1,052.1	1,035.1
기타유동부채	106.1	132.8	155.1	131.3	139.7
비유동부채	1,294.9	1,478.8	1,353.7	1,351.1	1,370.1
장기금융부채	1,152.5	1,282.1	1,177.1	1,185.1	1,196.1
기타비유동부채	142.4	196.7	176.6	166.0	174.0
부채총계	3,930.5	4,379.3	4,359.5	4,422.7	4,657.6
지배지분	2,230.7	2,518.5	2,295.8	2,487.2	2,713.3
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.2	603.3	603.3	603.3	603.3
기타자본	5.2	7.8	7.8	7.8	7.8
기타포괄손익누계액	223.3	424.1	198.1	192.1	186.1
이익잉여금	1,152.7	1,236.9	1,339.6	1,536.9	1,769.1
비지배지분	125.4	154.2	184.5	227.7	279.4
자본총계	2,356.2	2,672.8	2,480.3	2,714.8	2,992.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	429.4	434.7	985.5	883.0	871.0
당기순이익	0.0	0.0	165.8	287.5	344.9
비현금항목의 가감	453.4	532.0	621.0	695.5	733.0
유형자산감가상각비	289.5	302.4	343.5	341.6	344.8
무형자산감가상각비	32.3	33.0	37.1	42.9	44.3
지분법평가손익	-4.0	-38.9	-5.0	-5.0	-5.0
기타	135.6	235.5	245.4	316.0	348.9
영업활동자산부채증감	-96.1	-163.5	73.9	-154.2	-228.2
매출채권및기타채권의감소	-102.2	-201.6	104.0	-157.5	-330.8
재고자산의감소	-59.7	-40.5	76.4	-58.6	-123.1
매입채무및기타채무의증가	197.8	240.6	-107.2	111.4	224.5
기타	-132.0	-162.0	0.7	-49.5	1.2
기타현금흐름	72.1	66.2	124.8	54.2	21.3
투자활동 현금흐름	-322.4	-396.8	-496.6	-514.5	-498.5
유형자산의 취득	-337.5	-309.5	-333.4	-359.0	-353.9
유형자산의 처분	4.9	2.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-74.6	-50.1	-66.7	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-46.2	37.6	0.9	-8.5	2.3
단기금융자산의감소(증가)	53.0	18.7	-1.0	-0.5	-0.5
기타	78.0	-96.4	-96.4	-96.5	-96.4
재무활동 현금흐름	18.2	-176.9	21.0	-73.1	-79.3
차입금의 증가(감소)	87.3	-99.2	80.2	-13.8	-6.0
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	-42.3	-51.4	-32.9	-32.9	-47.0
기타	-26.8	-26.3	-26.3	-26.4	-26.3
기타현금흐름	-2.4	59.7	-477.9	-243.4	-243.4
현금 및 현금성자산의 순증가	122.8	-79.3	32.0	52.0	49.8
기초현금 및 현금성자산	492.1	614.9	535.5	567.5	619.5
기말현금 및 현금성자산	614.9	535.5	567.5	619.5	669.3

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,887	2,767	2,886	5,203	6,244
BPS	47,505	53,635	48,891	52,967	57,783
CFPS	12,947	14,699	16,757	20,932	22,956
DPS	600	700	700	1,000	1,300
주가배수(배)					
PER	13.6	14.7	11.6	6.5	5.4
PER(최고)	18.9	18.1	16.3		
PER(최저)	11.2	11.1	11.1		
PBR	0.83	0.76	0.69	0.63	0.58
PBR(최고)	1.15	0.93	0.96		
PBR(최저)	0.68	0.58	0.66		
PSR	0.22	0.22	0.17	0.15	0.13
PCFR	3.0	2.8	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.7	5.3	4.4	3.8	3.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.2	20.8	19.8	16.3	17.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.7	2.1	3.0	3.9
ROA	2.5	2.4	2.4	4.1	4.7
ROE	6.2	5.5	5.6	10.2	11.3
ROIC	4.5	5.2	9.3	7.9	9.7
매출채권회전율	5.0	4.6	4.5	4.8	5.0
재고자산회전율	12.0	11.3	11.9	13.0	13.4
부채비율	166.8	163.8	175.8	162.9	155.6
순차입금비율	62.6	59.2	65.9	57.8	50.5
이자보상배율	2.9	3.2	3.6	5.2	5.7
총차입금	2,156.3	2,165.8	2,251.0	2,237.2	2,231.2
순차입금	1,475.0	1,582.6	1,634.9	1,568.5	1,512.3
NOPLAT	601.1	694.2	768.3	890.2	980.7
FCF	-24.5	9.6	422.1	136.4	161.4

Compliance Notice

- 당사는 10월 1일 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

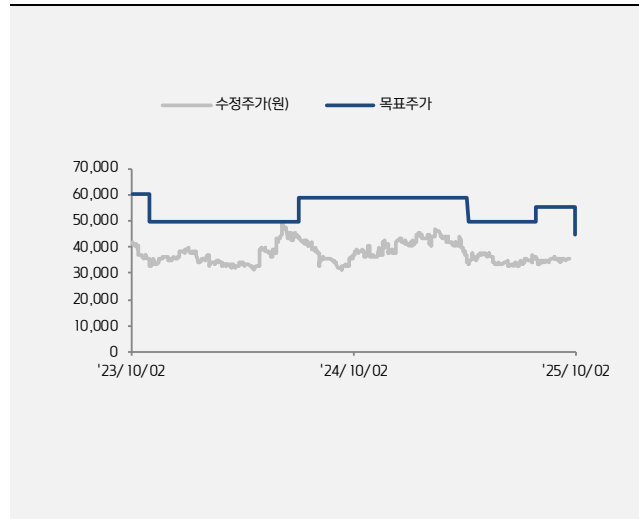
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2023-10-30	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-27.73	-19.80
	2024-01-10	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-29.72	-19.80
	2024-04-04	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-30.34	-19.80
	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	-36.31	-33.91
	2025-10-02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

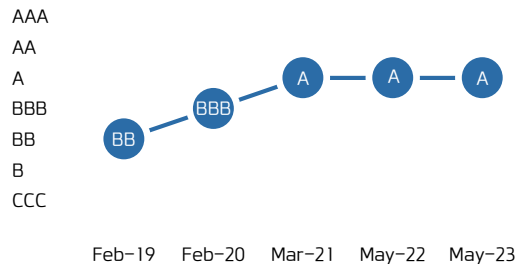
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/10/01~2025/09/30)

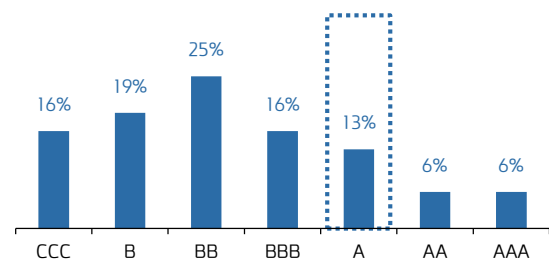
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI Index 내 자동차 부품사 31개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균	4.7	4.2		
ENVIRONMENT	5.5	4.5	18.0%	▼0.2
친환경 기술	5.5	4.2	18.0%	▼0.2
SOCIAL	5.3	3.7	41.0%	▼1.2
제품의 안정성 및 품질	6.1	3.9	23.0%	▼1.1
노무 관리	4.2	3.5	18.0%	▼1.3
GOVERNANCE	3.9	4.6	41.0%	▲1.0
기업 지배구조	4.3	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 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	◀▶
Hanon Systems	● ● ●	●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	BBB	▲
HYUNDAI WIA CORPORATION	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	BB	◀▶
SL CORPORATION	● ● ●	●	● ● ●	● ●	● ●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	● ●	●	● ●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	● ●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급: 최저● 최고● ● ● ● ●

등급 추이: 유지◀▶ 상향▲ 2등급 이상 상향▲▲ 하향▼ 2등급 이상 하향▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치