HL만도 (204320)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

휴머노이드 액츄에이터에서도 Tier1 강점 발휘 기대

2025 CID 개최, 휴머노이드 로봇 액츄에이터 신사업 구상 등 발표

전일 개최된 2025 HL만도 Investor Day의 행사 내용은 크게 다섯 가지 파트로 구성되어 있으며, HL 만도의 기술 경쟁력, 고객 포트폴리오, 지역별 성장 전략, 미래 신성장 동력, 그리고 구체적인 재무 목표를 공유하는 자리였다.

SDV로의 전환은 차량 아키텍처의 복잡성을 감당할 수 있는 소수의 글로벌 Tier-1 기업 중심으로 부품 산업이 재편됨을 의미하며, HL만도는 이러한 변화의 중심에서 정교한 HW, 고도화된 SW, 지능화된 통합제어 능력을 통해 충분히 대응하고 있는 것으로 평가된다.

HL만도는 휴머노이드 로봇의 핵심 구동부인 액츄에이터 사업을 통해 자동차 산업을 넘어 '모션 테크놀로지 기업'으로 진화하고 있다. 보수적인 시나리오 기준으로도 2035년 휴머노이드 액츄에이터 시장은 23조원 규모로 성장이 예상되며, HL만도는 시장 점유율 10%(2.3조원) 달성을 목표로 하고 있다. 특히 대량 양산 경험과 제조역량, 안전 및 품질 관리 역량, 글로벌 공급망 관리 능력은 로봇 OEM들에게 매력적으로 어필할 것으로 보인다.

중장기 재무 목표 (2030E)로 매출액 14.1조원 (2024년 8.8조원 대비 CAGR 8%), 영업이익률 6%+α (2024년 4.1%), ROE 10%+α (2024년 5.9%), 부채비율 120~130%(2024년 164%)를 제시했다. 물량 증가, 믹스 개선 (By-Wire, HPC/SaaP 등 차세대 제품 매출 증가), 그리고 운영 효율화(재료비 절감, R&D 효율화, 포트폴리오 관리)를 통해 수익성 개선을 이뤄나갈 것으로 기대된다. 주주환원도 2030년 배당성향 25% 이상을 제시했다.

Fig. 1: HL만도 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	8,393	8,848	9,532	9,920	10,433
영업이익	279	359	392	425	470
세전이익	226	265	255	395	448
순이익[지배]	136	130	129	207	237
EPS(원)	2,887	2,767	2,756	4,403	5,040
증감률(%)	37.9	-4.2	-0.4	59.8	14.5
PER(배)	13.6	14.7	18.9	11.9	10.4
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.7	5.3	5.6	5.2	4.7
ROE(%)	6.2	5.5	5.2	8.1	8.6
배당수익률	1.5	1.7	1.7	2.2	2.4

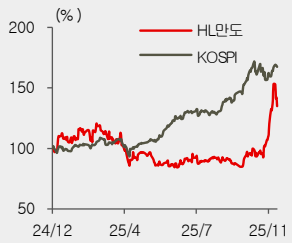
자료: HL만도, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	64,000원
[상향]	22.6%
현재주가	52,200원
2025/12/11	

주식지표

시가총액	2,451십억원
52주최고가	59,200원
52주최저가	32,650원
상장주식수	4,696만주/0.0만주
자본금/액면가	47십억원/1,000원
60일평균거래량	52만주
60일평균거래대금	25십억원
외국인지분율	23.8%
자기주식수	0.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
에이치엘홀딩스 외	30.3%
국민연금공단	10.0%

주가동향



이상현

자동차/기계

prolog@bnkfn.co.kr

(02)2071-7672

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

투자의견 매수, 목표주가 64,000원

휴머노이드 액츄에이터 신사업은 '27~28년 차세대 제품 양산, 국내외 유망고객 수주, 북미 양산 개시 등을 목표로 하고 있으므로 신사업 성장성을 실적추정치에 반영하기는 이르다(회사측의 2030년 매출목표 14.1조원에도 신사업 매출 미반영).

다만 안정적인 차량 모션의 가장 기초가 되는 제동, 조향, 현가 전 영역에 걸쳐 최고 수준의 제품 라인업을 완성해왔고, 이를 바탕으로 핵심부품(모터) 양산과 모션 시스템 통합 제어 능력을 갖추고 휴머노이드 로봇 액츄에이터를 개발하고 대량 양산(4족 로봇 액츄에이터는 이미 양산 납품) 할 수 있는 글로벌 공급망을 갖춘 기업이라는 점에서 충분히 밸류에이션 재평가가 가능하다는 판단이다.

투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 64,000원으로 상향한다(기존 56,000원). 2026년 BPS에 목표 PBR 1.1배(과거 5개년 평균에 10% 할증)를 적용했다.

주요 Q&A

1. 로봇 액추에이터 사업 및 수주 현황

• 휴머노이드 액추에이터 수주 현황: 2028~2029년 대량 양산을 목표로 하고 있으나, 현재까지 휴머노이드 액추에이터에 대한 수주는 확정되지 않았음. 국내외 유망 고객사들과의 협의와 PoC(Proof of Concept)를 진행 중이며, 특히 자동차 시스템 솔루션 역량과 내구성을 반영한 마스터 모델을 개발하고 있음

• 로봇 액추에이터의 원가/품질 경쟁력: 현재 휴머노이드 시장은 내구성이나 반복적인 성능 면에서 우려가 있는 중소기업(주로 중국) 제품이 상당 부분 공급되고 있음. HL 만도는 60년간 축적된 자동차 산업의 기능 안전성, 제조 역량, 품질 관리, 그리고 글로벌 공급망 관리 노하우를 활용하여 대량 생산 체제(Scaling)를 구축함으로써 경쟁 우위를 확보할 계획

• 핵심 부품(감속기) 확보 전략: 모터, 컨트롤러, 센서는 내재화 역량을 갖추고 있으며, 감속기 중 유성 기어(Planetary gear)의 진입 장벽은 높지 않다고 판단하고 있음. 정밀도가 높은 하모닉 드라이브(Harmonic Drive) 감속기의 경우, 기존 조향 시스템을 통해 협력 관계를 유지하고 있는 하모닉 드라이브社 등과 협업 관계를 지속하며, 필요한 경우 인재 영입 및 In-organic 옵션(M&A/JV 검토)을 통해 요소 기술 내재화를 심도 있게 검토하고 있음

2. 지역별 성장 전략

• 중국 시장 성장 전략: 중국 시장의 2030년까지의 연평균 성장률(CAGR) 6% 가이던스가 미주나 인도(15% CAGR) 대비 보수적으로 보인다는 질문에 대해, HL 만도는 양적 성장보다는 질적 성장을 추구한다고 밝혔음

o 중국 시장 내 저가 EV 부문의 치열한 가격 경쟁에 진입하여 마진을 희생하지 않고, SDV 선도 기업, Hi-Tech 기업, IT 기업과의 협력을 통해 신기술 프론티어 시장을 공략할 예정

o SDV 선도 제품(By-Wire, HPC 등)을 통해 프리미엄 시장을 선도하고, 향후 이 제품들이 볼륨 카 시장으로 확대될 것에 대비하고 있음

o 중국 자동차 회사들의 수출 확대 또한 향후 미반영된 추가 성장 기회(Upside Potential)로 보고 있음

• 로봇 택시 관련 수주: 북미 선도 EV 업체와 로봇 택시 관련 협업을 긴밀히 진행 중이며, 현재 양산 중인 모델을 활용하여 로봇 택시 운행이 이루어지고 있어 이미 기술력은 검증받고 있음. 해당 고객사의 로봇 택시 전용 차종 계획은 아직 확정되지 않았음

3. 수익성 및 재무 목표 달성 전략

• 영업이익률 개선 동력 및 공헌이익률: 2030년 영업이익률 목표인 6%+α는 다소 보수적인 수치로, 내부적으로 업사이드가 존재한다고 언급

o 물량 증가에 따른 공헌이익률(Contribution Margin)은 추가적인 증설이 없는 범위 내에서 통상 20% 수준으로 가정하고 있음

o 믹스 개선 효과가 중요하며, By-Wire 등 신제품은 초기 수주 단계부터 목표 수익률(PBT 6.5%, 영업이익률 약 7.5%)을 설정하는 허들 레이트(Hurdle Rate)를 적용하여 수익성을 관리하고 있음

• R&D 운영 효율화: R&D 비용 50bp 개선 목표는 다음과 같은 방법으로 달성 추진

o 하드웨어 표준화 및 모듈화: 하드웨어 모델 수를 축소하고 (일부 모델은 8개에서 5개로 축소) 이를 통해 소프트웨어 개발 부하를 줄임

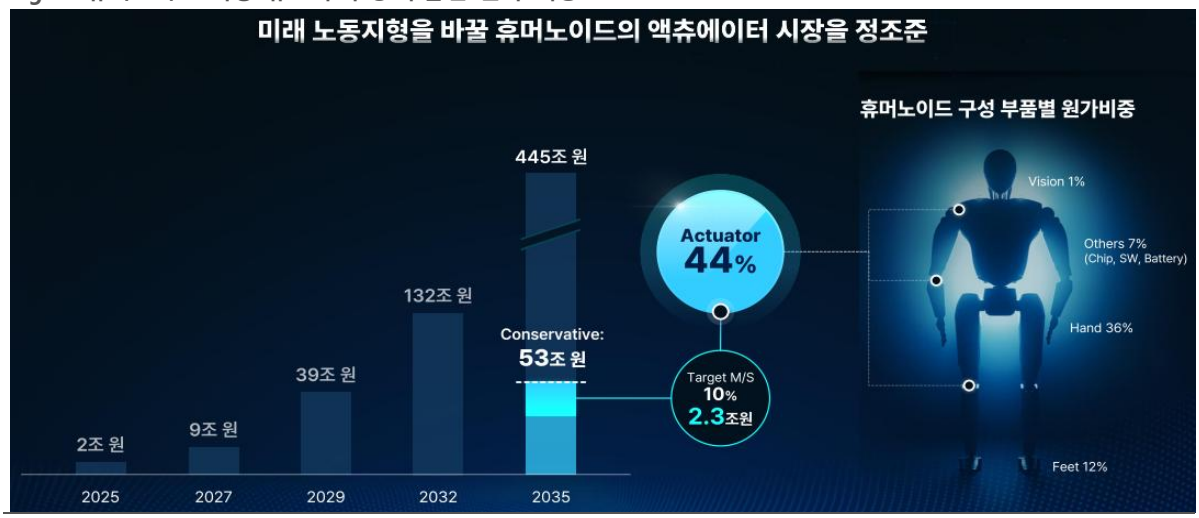
o AI 활용: AI를 활용하여 요구사항 분석, 테스트 항목 구축, 코딩 및 검증 작업을 자동화하여 업무 효율을 높이고 있음

o 지역별 R&D 역할 강화: 한국/미국 중심의 개발 체계에서 벗어나 중국 등 현지 R&D 센터의 역할을 강화하여 비용 효율화를 추구

4. SDV 아키텍처 및 MiCOSA 전략

• MiCOSA 플랫폼과 OEM과의 관계: 제동, 조향, 현가 등을 통합 제어하는 MiCOSA(통합 제어 SW 솔루션)의 개발은 OEM과의 개발 주도권 충돌 우려를 낳을 수 있음. HL 만도는 SDV 협력의 핵심 원칙을 유연함(Flexibility)으로 설정하고, OEM에게 전체 패키지 구매를 요구하는 대신 고객이 부족한 부분만을 유연하게 공급하는 역할 분담을 수행하고 있음. 선도 EV 기업 등 Tier1과의 긴밀한 협업을 통해, OEM이 내부적으로 해결하기 어려운 구동 관련 소프트웨어 통합이나 풀스택 소프트웨어 개발 경험 부족 부분을 채워주는 파트너십을 구축하고 있음

Fig. 2: 휴머노이드 시장 규모와 구성 부품별 원가 비중

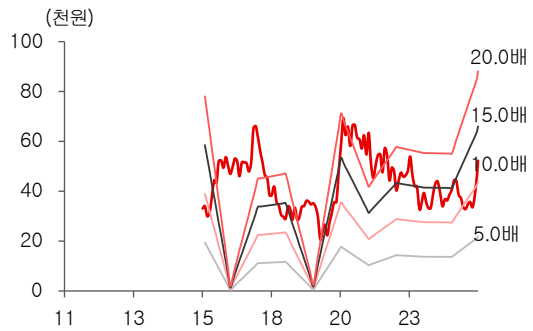


자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 3: HL만도 로봇 액츄에이터 추진 로드맵

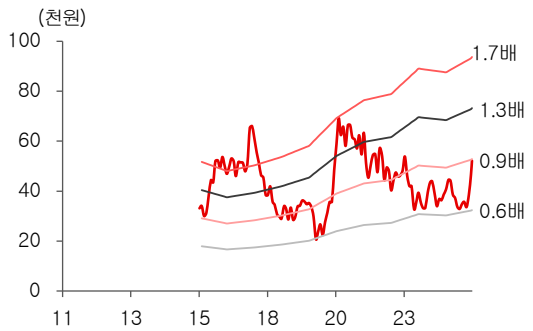
자료: HL만도, BNK투자증권

Fig. 4: HL만도 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: HL만도 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,265	3,677	3,894	4,180	4,556
현금성자산	615	536	601	766	907
매출채권	1,579	2,020	2,118	2,196	2,347
재고자산	734	838	879	912	974
비유동자산	3,022	3,375	3,299	3,299	3,313
투자자산	278	235	211	213	216
유형자산	2,176	2,410	2,489	2,484	2,489
무형자산	197	220	227	230	236
자산총계	**6,287**	**7,052**	**7,193**	**7,479**	**7,868**
유동부채	2,636	2,900	3,292	3,370	3,521
매입채무	1,162	1,449	1,520	1,576	1,684
단기차입금	173	233	471	471	471
비유동부채	1,295	1,479	1,264	1,271	1,286
사채및장기차입금	1,041	1,176	965	965	965
부채총계	**3,931**	**4,379**	**4,556**	**4,642**	**4,807**
지배기업지분	2,231	2,519	2,477	2,651	2,846
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,331	1,505	1,700
자본총계	**2,356**	**2,673**	**2,637**	**2,837**	**3,062**
총차입금	2,156	2,167	2,236	2,236	2,236
순차입금	1,475	1,583	1,586	1,419	1,275

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**8,393**	**8,848**	**9,532**	**9,920**	**10,433**
매출원가	7,263	7,525	8,066	8,360	8,733
매출총이익	1,130	1,323	1,466	1,559	1,700
매출총이익률	13.5	15.0	15.4	15.7	16.3
판매비와관리비	851	964	1,074	1,135	1,230
판관비율	10.1	10.9	11.3	11.4	11.8
영업이익	**279**	**359**	**392**	**425**	**470**
영업이익률	3.3	4.1	4.1	4.3	4.5
EBITDA	601	694	750	787	833
영업외손익	-54	-93	-137	-30	-22
금융이자손익	-70	-84	-6	-30	-22
외화관련손익	16	2	0	0	0
기타영업외손익	0	-11	-131	0	0
세전이익	**226**	**265**	**255**	**395**	**448**
세전이익률	2.7	3.0	2.7	4.0	4.3
법인세비용	71	107	101	162	181
법인세율	31.4	40.4	39.6	41.0	40.4
계속사업이익	155	158	154	233	267
당기순이익	**155**	**158**	**154**	**233**	**267**
당기순이익률	1.8	1.8	1.6	2.3	2.6
지배기업순이익	136	130	129	207	237
총포괄손익	139	363	121	233	267

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**429**	**435**	**557**	**586**	**612**
당기순이익	155	158	154	233	267
비현금비용	540	620	616	575	592
감가상각비	322	335	357	362	363
비현금수익	-87	-88	-25	-29	-34
자산및부채의증감	-96	-163	-52	-34	-66
매출채권감소	-102	-202	-153	-78	-150
재고자산감소	-60	-41	-48	-33	-62
매입채무증가	198	241	35	56	108
법인세환급(납부)	-89	-116	-119	-162	-181
투자활동현금흐름	**-322**	**-397**	**-390**	**-364**	**-381**
유형자산증가	-338	-310	-304	-320	-330
유형자산감소	5	3	7	0	0
무형자산순감	-75	-50	-46	-40	-44
재무활동현금흐름	**18**	**-177**	**-85**	**-57**	**-90**
차입금증가	90	10	70	0	0
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-42	-51	-51	-33	-42
현금의증가	123	-79	66	165	141
기말현금	615	536	601	766	907
잉여현금흐름(FCF)	92	125	253	266	282

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	2,887	2,767	2,756	4,403	5,040
BPS	47,505	53,635	52,752	56,455	60,595
CFPS	12,947	14,699	15,852	16,586	17,577
DPS	600	700	700	900	1,000
PER (배)	13.6	14.7	18.9	11.9	10.4
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
PCR	3.0	2.8	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA	5.7	5.3	5.6	5.2	4.7
배당성향 (%)	18.2	20.8	21.4	18.1	17.6
배당수익률	1.5	1.7	1.7	2.2	2.4
매출액증가율	11.7	5.4	7.7	4.1	5.2
영업이익증가율	12.6	28.5	9.3	8.2	10.8
순이익증가율	37.9	-4.2	-0.4	59.8	14.5
EPS증가율	37.9	-4.2	-0.4	59.8	14.5
부채비율 (%)	166.8	163.8	172.8	163.6	157.0
차입금비율	91.5	81.1	84.8	78.8	73.0
순차입금/자기자본	62.6	59.2	60.1	50.0	41.6
ROA (%)	2.5	2.4	2.2	3.2	3.5
ROE	6.2	5.5	5.2	8.1	8.6
ROIC	5.4	5.7	6.0	6.4	7.0

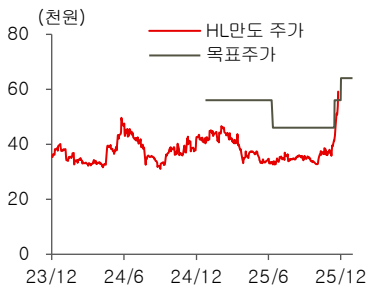
자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/12/11 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
HL만도	25/01/03	매수	56,000원	*-30.0*	*-16.7*
(204320)	25/06/23	매수	46,000원	*-22.9*	*-10.0*
	25/11/26	매수	56,000원	*-6.1*	*5.7*
	25/12/12	매수	64,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.09.30기준) / 매수(Buy) 79.0%, 보유(Hold) 21.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.