자동차
마건우
02)739-5939
kwma0330@heungkuksec.co.kr

(204320)

HL만도

로보택시에서 로보틱스까지

BUY(유지)

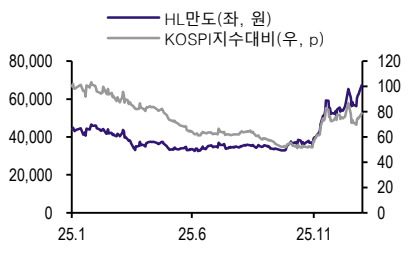
목표주가	82,000원(상향)
현재주가(01/19)	67,400원
상승여력	21.7%
시가총액	3,165십억원
발행주식수	46,957천주
52주 최고가 / 최저가	67,400 / 32,650원
3개월 일평균거래대금	69십억원
외국인 지분율	13.7%
주요주주	
에이치엘홀딩스 (외 5인)	30.3%
국민연금공단 (외 1인)	13.1%
만도우리사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.7	90.4	92.6	49.3
상대수익률(KOSPI)	1.7	59.6	38.7	-45.1

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,393	8,848	9,391	9,865
영업이익	279	359	363	453
EBITDA	601	694	724	825
지배주주순이익	136	130	114	252
EPS	2,887	2,767	2,433	5,359
순차입금	1,486	1,585	1,638	1,466
PER	13.6	14.7	27.7	12.6
PBR	0.8	0.8	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.5	5.0	6.6	5.6
배당수익률	1.5	1.7	1.0	1.3
ROE	6.2	5.5	4.6	9.7
컨센서스 영업이	-	-	386	453
컨센서스 EPS	-	-	2,811	4,985

주가추이



4Q25 Preview: 일회성 비용 재발

4분기 매출액은 2.4조원(-1.0% YoY, +3.3% QoQ), 영업이익은 852억원(-23.2% YoY, -9.5% QoQ, OPM 3.6%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 1,065억원)를 하회할 것으로 추정. 북미 주요 고객사들의 물량 감소와 조기 생산 영향이 부정적으로 작용할 전망이나, 인도 지역 성장세와 우호적인 환율효과로 외형은 연초 목표치인 연간 9.3조원 달성 가능할 것. 다만 예상했던 관세 환급이 지연됨과 동시에 일회성 충당금의 발생으로 수익성은 전분기(OPM 4.1%)를 하회할 것으로 전망.

단기 물량 부담에도 실적 개선 방향성은 유효

'26년 매출액은 9.9조원(+5.0% YoY), 영업이익은 4,455억원(+22.8% YoY, OPM 4.5%)을 기록할 것으로 추정. 현 시점에서 북미 및 중국 지역에서의 물량 감소가 관찰되는 점은 다소 우려되는 사항. 다만 연간으로는 북미 선도 EV 업체의 저가형 모델 수요 확대와 메타플랜트 가동률 상승에 따른 HMG향 물량 증가가 이를 상쇄할 것으로 예상. 중국 지역의 경우, 올해까지 연장된 이구환신 보조금 정책이 수요 회복을 뒷받침할 전망. 이연된 관세 환급액의 반영과 스마트 샤시 제품 비중 확대에 기반한 믹스 개선 효과를 감안하였을 때 수익성 개선추세는 지속되리라 판단.

HL만도 투자의견 BUY/TP 82,000원 상향

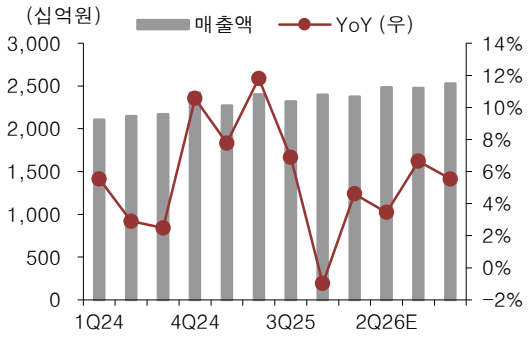
HL만도에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 82,000원으로 상향. '26년 EPS 5,359원에 '23년 1개년 평균 12MF PER 15.3배를 적용. 동사는 현재 4족 보행 로봇용 액추에이터를 납품 중이며, 차세대 액추에이터 또한 수주를 확보한 상태. 이러한 기술력과 축적된 스마트 샤시 레퍼런스를 바탕으로 '26년 북미 선도 EV 업체가 출시할 휴머노이드에 액추에이터를 공급할 가능성도 열려있음. 또한 '26년부터는 북미 고객사들의 로보택시 사업이 상용화 단계에 진입할 것으로 예상. 신규 로보택시 모델에 초기 납품하지 못한 부분은 아쉬우나, 해당 사업은 기존 저가형 모델과 병행 운영될 가능성이 높으며 향후 양산 확대 과정에서 이원화 수혜까지 기대해 볼 수 있음. 로보택시에 더해 로보틱스 분야까지 확장된 파이프라인을 고려, 동사는 Physical AI 개화기의 수혜주로 자리매김할 가능성이 높다고 판단.

표 1 HL만도 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**2,271**	**2,401**	**2,321**	**2,398**	**2,376**	**2,484**	**2,475**	**2,531**	**8,848**	**9,391**	**9,865**
YoY(%)	*7.8%*	*11.8%*	*6.9%*	*-1.0%*	*4.6%*	*3.4%*	*6.6%*	*5.5%*	*5.4%*	*6.1%*	*5.0%*
QoQ(%)	*-6.2%*	*5.7%*	*-3.3%*	*3.3%*	*-0.9%*	*4.5%*	*-0.3%*	*2.2%*			
한국	760	821	784	840	780	827	801	862	3,060	3,206	3,270
북미	623	665	632	598	673	711	735	703	2,111	2,518	2,823
중국	444	486	503	534	463	502	522	524	2,062	1,967	2,011
기타	443	429	403	426	459	445	417	441	1,616	1,701	1,762
영업이익	**79**	**104**	**94**	**85**	**106**	**120**	**110**	**117**	**359**	**363**	**453**
OPM(%)	*3.5%*	*4.3%*	*4.1%*	*3.6%*	*4.5%*	*4.8%*	*4.4%*	*4.6%*	*4.1%*	*3.9%*	*4.6%*
YoY(%)	*4.7%*	*16.2%*	*14.1%*	*-23.2%*	*33.8%*	*15.5%*	*17.0%*	*37.1%*	*28.5%*	*1.1%*	*25.0%*
QoQ(%)	*-28.7%*	*31.5%*	*-9.6%*	*-9.5%*	*24.3%*	*13.5%*	*-8.4%*	*6.1%*			
지배주주순이익	**28**	**4**	**44**	**38**	**59**	**70**	**59**	**64**	**130**	**114**	**252**
NPM(%)	*1.2%*	*0.2%*	*1.9%*	*1.6%*	*2.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*2.5%*	*1.5%*	*1.2%*	*2.6%*
YoY(%)	*-80.0%*	*0.9%*	*흑전*	*-10.2%*	*111.5%*	*1463.4%*	*34.6%*	*66.6%*	*-4.2%*	*-12.1%*	*120.3%*
QoQ(%)	*-34.4%*	*-83.9%*	*872.0%*	*-12.6%*	*54.6%*	*19.1%*	*-16.3%*	*8.2%*			

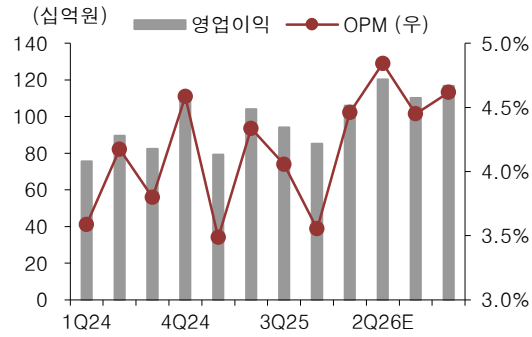
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 1 HL만도 매출액 추이 및 전망



자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

그림 2 HL만도 영업이익 추이 및 전망



자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

표 2 HL만도 로봇 액추에이터 사업 로드맵

시기	단계	세부 내용
2022~2023	기반 확보 및 검증	글로벌 Top-Tier 액추에이터 양산(4족 보행 로봇)
2024~2025	선행 개발&라인업 정의	3종 마스터 모델·9종 라인업 스펙 개발
2026	제품 검증	고객사 PoC 실증 평가 진행 및 핵심 요소 기술 내재화
2027~2028	표준화&사양확정	차세대 4족 보행 로봇 양산 개시 국내외 유망 고객 휴머노이드 수주 및 북미 양산 개시
2029~	양산 확대	글로벌 양산 체계를 기반으로 북미/국내 휴머노이드 대량 생산

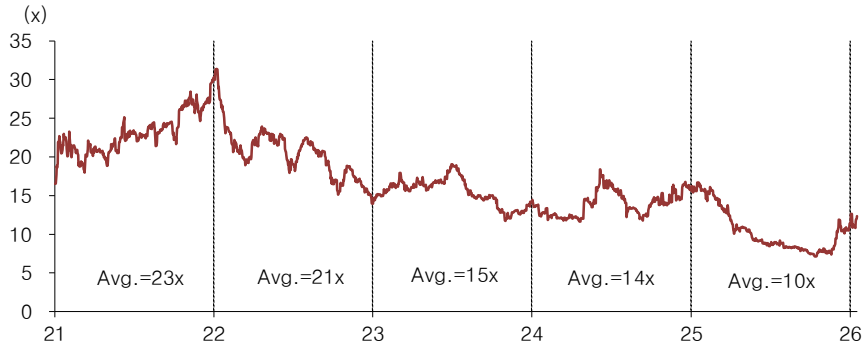
자료: HL만도, 흥국증권 리서치센터

표 3 HL만도 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
EPS (원)	2,433	5,359	
목표 PER (배)		15.3	2023년 1개년 평균 12MF PER
목표주가 (원)		**82,000**	
현재주가(원)		67,400	
상승여력 (%)		21.7	

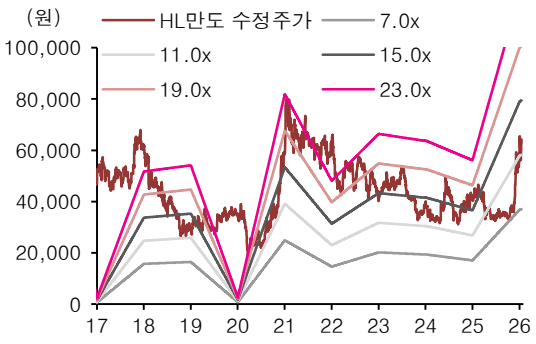
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 HL만도 12개월 선행 PER 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 4 HL만도 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 5 HL만도 12개월 선행 PBR Band

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**8,393**	**8,848**	**9,391**	**9,865**	**10,372**
증가율 (Y-Y,%)	11.7	5.4	6.1	5.0	5.1
영업이익	**279**	**359**	**363**	**453**	**507**
증가율 (Y-Y,%)	12.6	28.5	1.1	25.0	11.8
EBITDA	601	694	724	825	890
영업외손익	(54)	(93)	(147)	(80)	(88)
순이자수익	(69)	(84)	(10)	(38)	(57)
외화관련손익	78	99	19	(26)	(22)
지분법손익	(2)	25	(4)	(2)	4
세전계속사업손익	226	265	216	373	419
당기순이익	**155**	**158**	**136**	**289**	**325**
지배기업당기순이익	**136**	**130**	**114**	**252**	**282**
증가율 (Y-Y,%)	37.9	(4.2)	(12.1)	120.3	12.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.7	12.9	7.7	5.5	5.4
영업이익증가율(3Yr)	46.6	15.6	13.5	17.5	12.2
EBITDA증가율(3Yr)	15.1	7.5	7.2	11.1	8.6
순이익증가율(3Yr)	123.4	(4.0)	4.8	23.2	27.1
영업이익률(%)	3.3	4.1	3.9	4.6	4.9
EBITDA마진(%)	7.2	7.8	7.7	8.4	8.6
순이익률 (%)	1.8	1.8	1.4	2.9	3.1
NOPLAT	**191**	**214**	**229**	**351**	**393**
(+) Dep	322	335	361	372	383
(-) 운전자본투자	(87)	115	54	21	76
(-) Capex	338	310	310	319	347
OpFCF	262	124	226	383	353

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,265	3,677	3,881	3,966	4,054
현금성자산	670	582	770	827	759
매출채권	1,730	2,152	2,086	2,100	2,216
재고자산	734	838	818	822	854
비유동자산	3,022	3,375	3,317	3,347	3,391
투자자산	649	745	591	615	640
유형자산	2,176	2,410	2,491	2,479	2,485
무형자산	197	220	235	254	265
자산총계	**6,287**	**7,052**	**7,198**	**7,313**	**7,445**
유동부채	2,636	2,900	3,246	3,204	3,240
매입채무	1,526	1,884	1,822	1,822	1,896
유동성이자부채	1,004	885	1,267	1,219	1,175
비유동부채	1,295	1,479	1,311	1,249	1,104
비유동이자부채	1,152	1,282	1,141	1,074	924
부채총계	**3,931**	**4,379**	**4,557**	**4,453**	**4,344**
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,316	1,535	1,775
자본조정	428	631	432	432	432
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**2,356**	**2,673**	**2,642**	**2,860**	**3,101**
투하자본	3,603	4,057	4,104	4,144	4,250
순차입금	1,486	1,585	1,638	1,466	1,340
ROA	2.2	1.9	1.6	3.5	3.8
ROE	6.2	5.5	4.6	9.7	10.0
ROIC	5.3	5.6	5.6	8.5	9.4

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,887	2,767	2,433	5,359	6,015
BPS	47,505	53,635	52,992	57,651	62,766
DPS	600	700	700	900	1,000
Multiples(x,%)					
PER	13.6	14.7	27.7	12.6	11.2
PBR	0.8	0.8	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	5.5	5.0	6.6	5.6	5.1
배당수익율	1.5	1.7	1.0	1.3	1.5
PCR	3.0	2.8	4.5	5.0	4.7
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	166.8	163.8	172.5	155.7	140.1
Net debt/Equity	63.1	59.3	62.0	51.3	43.2
Net debt/EBITDA	247.3	228.3	226.3	177.6	150.6
유동비율	123.9	126.8	119.6	123.8	125.1
이자보상배율	4.0	4.3	36.1	12.0	8.8
이자비용/매출액	1.1	1.3	0.4	1.4	1.3
자산구조					
투하자본(%)	73.2	75.3	75.1	74.2	75.2
현금+투자자산(%)	26.8	24.7	24.9	25.8	24.8
자본구조					
차입금(%)	47.8	44.8	47.7	44.5	40.4
자기자본(%)	52.2	55.2	52.3	55.5	59.6

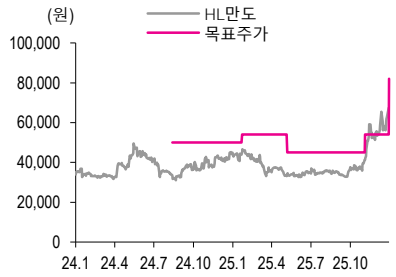
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**429**	**435**	**531**	**609**	**590**
당기순이익	155	158	136	289	325
자산상각비	322	335	361	372	383
운전자본증감	(96)	(163)	(93)	(21)	(76)
매출채권감소(증가)	(102)	(202)	(91)	(14)	(116)
재고자산감소(증가)	(60)	(41)	13	(5)	(32)
매입채무증가(감소)	198	241	(19)	(0)	74
투자현금	**(322)**	**(397)**	**(400)**	**(406)**	**(423)**
단기투자자산감소	0	0	(0)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	(2)	(5)	(9)	(3)
설비투자	(338)	(310)	(310)	(319)	(347)
유무형자산감소	(70)	(47)	(46)	(60)	(55)
재무현금	**18**	**(177)**	**87**	**(148)**	**(237)**
차입금증가	60	(127)	246	(115)	(194)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(42)	(51)	(33)	(33)	(42)
현금 증감	123	(79)	202	56	(69)
총현금흐름(Gross CF)	**608**	**690**	**706**	**631**	**666**
(-) 운전자본증가(감소)	(87)	115	54	21	76
(-) 설비투자	338	310	310	319	347
(+) 자산매각	(70)	(47)	(46)	(60)	(55)
Free Cash Flow	287	218	296	231	189
(-) 기타투자	(0)	2	5	9	3
잉여현금	288	217	291	222	186

HL만도 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-09-03	Buy	50,000	(21.8)	(9.7)
2025-02-12	Buy	54,000	(27.6)	(13.6)
2025-05-28	Buy	45,000	(21.8)	(8.0)
2025-11-25	담당자변경			
2025-11-25	Buy	54,000	1.4	21.1
2026-01-20	Buy	82,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286