

2025. 7. 27



▲ 자동차/모빌리티

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 김아현

02. 6454-4878

ahyun.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 60,000 원

현재주가 (7.25) 35,750 원

상승여력 67.8%

KOSPI 3,196.05pt

시가총액 16,787억원

발행주식수 4,696만주

유동주식비율 68.36%

외국인비중 25.40%

52주 최고/최저가 46,650원/31,100원

평균거래대금 95.5억원

주요주주(%)

에이치엘홀딩스 외 4 인 30.26

국민연금공단 10.15

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.5 -18.0 -8.3

상대주가 2.6 -34.9 -22.3

주가그래프



HL만도 204320

수주 경쟁력 한계점 확인

- ✓ 긍정적 영업실적 전개에도, 영업의 비용 발생으로 순이익 컨센서스 하회 지속 중 (컨센서스 하회 폭: 2Q24 -93%, 3Q24 -201%, 4Q24 -2%, 1Q25 -41%, 2Q25 -91%)
- ✓ 북미 스마트카 제조/판매 업체의 로봇택시 전용 차량에 이어 중국 스마트카 솔루션 제공 업체의 첫 번째 중저가 모델에 대한 수주도 탈락. 원가 경쟁력 한계 확인
- ✓ 볼륨 모델 수주 실패 반영해 2026년 실적 추정을 조정하며, 적정주가 또한 하향

다섯 분기 연속 지배주주 순이익 컨센서스 하회

매출 2,40조원 (+12% YoY), 영업이익 1,041억원 (+16% YoY)으로 각각 컨센서스를 +4%, +6% 상회했다. 현대차/ 기아 생산물량 정체 (+2% YoY)에도 불구하고, 미국/ 중국 스마트카 업체들에 대한 공급물량 확대를 통해 양호한 실적을 기록했다. 특히 관세 영향 (약 120억원 추정)이 있었음을 감안하면 더욱 놀라운 실적 실현이다.

반면 순이익은 45억원 (+1% YoY)을 기록했다. 컨센서스 -91% 하회다. 외화환산손실 370억원과 투자자산평가손실 80억원을 반영한 결과다. 벌써 다섯 분기째다. 긍정적 영업성과에도 영업의 비용 발생 지속으로 주주에게 돌아갈 이익이 훼손되고 있다 (순이익 컨센서스 하회 폭: 2Q24 -93%, 3Q24 -201%, 4Q24 -2%, 1Q25 -41%).

중저가 볼륨 모델 스마트카 수주 확보, 두 차종 연속 실패

벌써 두 번째다. 이미 만도는 북미 스마트카 제조/판매 업체의 로봇택시 전용 차량에 대한 수주에 실패한 바 있다. 이번에도 마찬가지였다. 지난 분기, 중국 스마트카 솔루션 제공 업체의 주력 중저가 볼륨 모델 스마트카 수주도 탈락했다.

만도는 북미 스마트카 제조/판매 업체와 중국 스마트카 솔루션 제공 업체의 기존 차량들에 대해 이미 높은 공급 점유율을 유지하며 납품을 이어왔다. 그렇기에 그들의 첫 번째 중저가 볼륨 모델 수주 확보 또한 기대를 모아왔다. 그러나 이번 수주 탈락으로 만도는 입찰 원가 경쟁력의 한계를 명백히 드러냈다. 4~5,000만원 이상 고가 차량이 아닌 볼륨 모델 입찰은 어렵다. 중저가 볼륨 모델 수주 실패를 반영해 2026년 실적 추정을 -5% 조정하며, 적정주가 또한 60,000원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	8,393.1	279.3	135.6	2,887	37.9	50,177	12.4	0.7	5.1	5.9	166.8
2024	8,848.2	358.8	129.9	2,767	-4.2	56,919	12.9	0.6	4.5	5.2	163.8
2025E	9,720.2	390.4	147.5	3,142	13.6	57,507	11.4	0.6	4.0	5.5	158.6
2026E	10,513.5	436.3	246.6	5,252	67.1	61,337	6.8	0.6	3.7	8.8	151.9
2027E	11,190.6	482.2	286.8	6,108	16.3	66,225	5.9	0.5	3.0	9.6	158.3

표1 만도 2Q25 지배주주순이익, 영업외 비용 발생 지속되며 컨센서스 -91% 하회

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,400.9	2,147.4	11.8	2,271.0	5.7	2,403.2	-0.1	2,319.5	3.5
영업이익	104.1	89.6	16.2	79.2	31.5	105.7	-1.5	98.1	6.1
세전이익	34.1	50.1	-31.9	61.6	-44.7	81.1	-58.0	76.3	-55.3
순이익	4.5	4.5	1.1	27.9	-83.9	57.8	-92.2	50.4	-91.1
영업이익률(%)	4.3	4.2		3.5		4.4		4.2	
세전이익률(%)	1.4	2.3		2.7		3.4		3.3	
순이익률(%)	0.2	0.2		1.2		2.4		2.2	

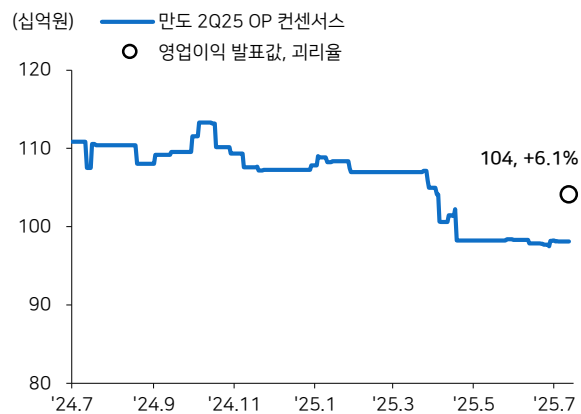
자료: Bloomberg, HL만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 만도 2025년 지배주주순이익, 컨센서스 -25% 하회 전망

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,720.2	8,848.2	9.9	9,720.2	0.0	9,433.3	3.0
영업이익	390.4	358.8	8.8	391.9	-0.4	388.4	0.5
세전이익	258.6	265.5	-2.6	305.5	-15.4	305.2	-15.3
지배주주 순이익	147.5	129.9	13.5	200.7	-26.5	196.6	-24.9
영업이익률(%)	4.0	4.1		4.0		4.1	
세전이익률(%)	2.7	3.0		3.1		3.2	
순이익률(%)	1.5	1.5		2.1		2.1	

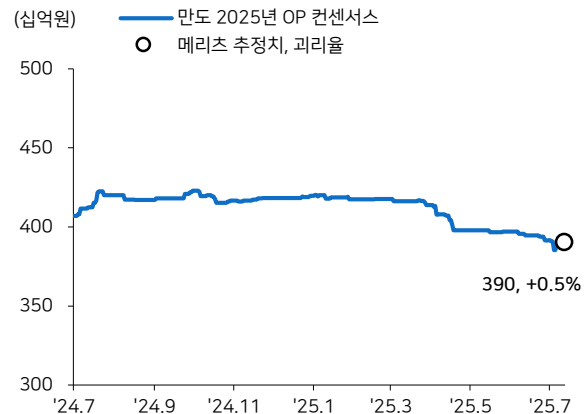
자료: Bloomberg, HL만도, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익, 컨센서스 6% 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 연간 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 HL만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	2,271.0	2,400.9	2,325.8	2,722.5	2,486.8	2,619.8	2,499.4	2,907.4	8,848.2	9,720.2	10,513.5
(% YoY)	7.8	11.8	7.1	12.4	9.5	9.1	7.5	6.8	5.4	9.9	8.2
OP	79.2	104.1	85.5	121.6	93.4	108.4	101.5	133.1	358.8	390.4	436.3
(% YoY)	4.7	16.2	3.6	9.6	18.0	4.1	18.7	9.4	28.5	8.8	11.8
RP	61.6	34.1	64.5	98.3	78.6	92.4	87.8	119.1	265.5	258.6	377.9
(% YoY)	-71.4	-31.9	-225.0	90.0	27.5	170.8	36.1	21.1	17.6	-2.6	46.1
NP	27.9	4.5	44.6	70.5	50.2	60.1	57.1	79.2	129.9	147.5	246.6
(% YoY)	-80.0	1.1	-178.8	65.8	80.1	1,234.8	28.0	12.3	-4.2	13.6	67.1
OP margin (%)	3.5	4.3	3.7	4.5	3.8	4.1	4.1	4.6	4.1	4.0	4.2
RP margin (%)	2.7	1.4	2.8	3.6	3.2	3.5	3.5	4.1	3.0	2.7	3.6
NP margin (%)	1.2	0.2	1.9	2.6	2.0	2.3	2.3	2.7	1.5	1.5	2.3

자료: HL만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 ADAS 부품 업체 Peer Group의 2024년 평균 PER 10.1배를 적정 밸류레이션으로 적용

	Ticker	시가총액 (십억달러)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
현대모비스	012330 KS EQUITY	27.4	6.5	6.1	0.6	0.5	8.9	8.8	5.0	4.2
한온시스템	018880 KS EQUITY	2.3	-	37.1	0.9	0.8	-2.6	2.1	7.2	6.2
현대위아	011210 KS EQUITY	1.4	8.5	8.5	0.4	0.4	4.8	4.4	4.0	3.3
Lear	LEA US EQUITY	8.0	8.8	7.6	1.2	1.1	13.9	13.9	4.5	4.1
Magna	MGA US EQUITY	16.9	9.4	7.6	1.0	0.9	10.9	12.3	4.9	4.4
Aptiv	APTV US EQUITY	21.5	10.0	9.0	1.7	1.5	16.0	16.2	7.0	6.4
Autoliv	ALV US EQUITY	12.4	12.6	10.9	3.5	3.1	29.4	30.2	7.1	6.5
BorgWarner	BWA US EQUITY	11.0	8.5	7.8	1.3	1.1	15.5	14.6	4.9	4.4
Cummins	CMI US EQUITY	68.5	17.2	15.2	4.2	3.8	25.7	25.7	10.0	9.1
Aisin Seiki	7259 JP EQUITY	14.2	10.6	8.6	0.7	0.7	7.1	8.4	4.2	3.9
Denso	6902 JP EQUITY	57.6	12.0	10.7	1.1	1.1	9.6	10.5	6.2	5.7
Sumitomo Electric	5802 JP EQUITY	25.8	13.8	12.3	1.1	1.1	8.4	8.9	6.6	5.7
JTEKT	6473 JP EQUITY	3.9	18.6	11.2	0.6	0.5	3.0	5.6	4.6	3.9
Toyota Boshoku	3116 JP EQUITY	3.9	8.5	7.8	0.8	0.8	9.7	10.0	2.8	2.5
Gentherm	THRM US EQUITY	1.4	14.4	12.5	-	-	7.0	8.8	6.3	5.5
Valeo	FR FP EQUITY	4.1	7.9	5.4	0.6	0.6	7.0	10.9	2.4	2.2
Dana	DAN US EQUITY	3.3	13.3	9.9	1.8	1.2	9.8	22.9	4.2	4.1
Continental	CON GR EQUITY	24.8	10.4	8.7	1.0	1.0	9.3	11.2	4.5	3.9
BASF	BAS GR EQUITY	65.2	15.7	13.2	1.1	1.1	6.3	8.0	8.2	7.2
Hella	HLE GR EQUITY	15.9	27.9	23.1	2.8	-	10.2	11.2	8.8	7.8
글로벌 Peer group 평균			11.8	10.6	1.3	1.1	10.2	11.8	5.6	5.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 2026년 EPS 추정치에 적정 PER 10.6배 적용하여 적정주가 60,000원으로 하향

적정 밸류레이션 PER (a) - 글로벌 자동차 부품사 Peer Group 2026년 평균 PER	10.6배
2026년 EPS 추정치 (b)	5,252원
Fair Value (c = a x b)	55,672원
적정 주가	60,000원
현재 주가 (7월 25일 기준 종가)	35,750원
과리율	+67.8%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

HL 만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,393.1	8,848.2	9,720.2	10,513.5	11,190.6
매출액증가율(%)	11.7	5.4	9.9	8.2	6.4
매출원가	7,262.6	7,524.9	8,290.3	8,961.2	9,523.2
매출총이익	1,130.5	1,323.2	1,429.9	1,552.3	1,667.4
판매관리비	851.2	964.5	1,039.5	1,115.9	1,185.2
영업이익	279.3	358.8	390.4	436.3	482.2
영업이익률(%)	3.3	4.1	4.0	4.2	4.3
금융손익	-53.8	-81.9	-95.3	-66.4	-61.3
종속/관계기업손익	-31.1	-49.7	-32.6	-40.0	-39.2
기타영업외손익	31.4	38.3	-3.9	48.0	47.3
세전계속사업이익	225.7	265.5	258.6	377.9	428.9
법인세비용	71.1	107.2	83.8	94.5	102.9
당기순이익	154.6	158.2	174.8	283.4	326.0
지배주주지분 순이익	135.6	129.9	147.5	246.6	286.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	429.4	434.7	1,020.8	746.1	678.0
당기순이익(손실)	154.6	158.2	174.8	283.4	326.0
유형자산상각비	289.5	302.4	337.0	332.8	329.2
무형자산상각비	32.3	33.0	38.7	42.9	46.5
운전자본의 증감	-96.1	-163.5	317.7	-35.1	-183.4
투자활동 현금흐름	-322.4	-396.8	-958.6	-652.3	-206.3
유형자산의증가(CAPEX)	-337.5	-309.5	-309.5	-309.5	-309.5
투자자산의감소(증가)	50.7	-0.2	-18.1	-27.1	-23.5
재무활동 현금흐름	18.2	-176.9	-10.4	-45.7	-44.8
차입금의 증감	87.3	-99.2	20.2	-12.9	-12.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	122.8	-79.3	52.8	48.0	426.8
기초현금	492.1	614.9	535.5	588.3	636.3
기말현금	614.9	535.5	588.3	636.3	1,063.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,265.0	3,676.9	3,569.9	3,808.6	4,551.6
현금및현금성자산	614.9	535.5	588.3	636.3	1,063.1
매출채권	1,579.1	2,019.9	1,749.6	1,839.9	2,070.3
재고자산	733.9	838.4	921.1	996.2	1,060.4
비유동자산	3,021.7	3,375.2	3,412.3	3,447.6	3,480.0
유형자산	2,175.5	2,410.1	2,382.6	2,359.3	2,339.6
무형자산	197.0	219.9	251.2	278.3	301.8
투자자산	277.7	235.2	258.3	279.4	297.4
자산총계	6,286.7	7,052.0	6,982.2	7,256.2	8,031.6
유동부채	2,635.7	2,900.5	2,794.2	2,882.9	3,426.9
매입채무	1,162.3	1,449.4	1,409.4	1,524.5	1,622.6
단기차입금	172.6	232.6	239.6	246.8	254.2
유동성장기부채	831.3	651.1	631.6	612.6	594.2
비유동부채	1,294.9	1,478.8	1,487.6	1,493.2	1,495.0
사채	418.9	648.5	642.0	635.6	629.2
장기차입금	622.0	527.3	532.6	537.9	543.3
부채총계	3,930.5	4,379.3	4,281.8	4,376.0	4,921.9
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.2	603.3	603.3	603.3	603.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,152.7	1,236.9	1,343.1	1,593.7	1,886.8
비지배주주지분	553.3	785.5	707.0	636.3	572.7
자본총계	2,356.2	2,672.8	2,700.4	2,880.2	3,109.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	178,739	188,431	207,002	223,895	238,315
EPS(지배주주)	2,887	2,767	3,142	5,252	6,108
CFPS	13,094	11,405	12,529	13,551	22,640
EBITDAPS	12,800	14,783	16,316	17,293	18,271
BPS	50,177	56,919	57,507	61,337	66,225
DPS	600	600	700	700	700
배당수익률(%)	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	12.9	11.4	6.8	5.9
PCR	3.7	3.6	3.2	2.7	2.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	601.1	694.2	766.2	812.0	857.9
EV/EBITDA	5.1	4.5	4.0	3.7	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.2	5.5	8.8	9.6
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	166.8	163.8	158.6	151.9	158.3
금융비용부담률	11.4	12.7	9.3	8.5	7.9
이자보상배율(x)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율(x)	5.5	4.9	5.2	5.9	5.7
재고자산회전율(x)	12.0	11.3	11.0	11.0	10.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HL 만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.07.26	기업브리프	Buy	75,000	김준성	-43.7	-35.9	
2023.10.16	산업분석	Buy	65,000	김준성	-44.0	-43.1	
2023.10.27	기업브리프	Buy	55,000	김준성	-34.7	-27.1	
2024.02.05	기업브리프	Buy	47,000	김준성	-28.6	-21.6	
2024.04.03	기업브리프	Buy	45,000	김준성	-20.8	-11.6	
2024.05.27	산업분석	Buy	70,000	김준성	-43.5	-29.1	
2025.05.27	1년 경과				-51.3	-47.2	
2025.07.27	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-	-	