HL만도 (204320)

메모리 · 기판 원가 부담 심화

자동차/모빌리티
Analyst 김준성
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 배현서
hyeonseo.bae@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 11. 2

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	50,000원
현재주가 (10.30)	37,050원
상승여력	35.0%

3Q26 지배주주 순이익, 적자 전환

매출 2.32조원 (-0.03% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 과거 강력한 성장 동력으로 작동했던 중국 법인의 매출 감소 (-2% YoY)가 아쉽다. 중국 자동차 산업은 내수 침체 (3Q26 515만대 (-25% YoY), 3Q26 YTD 1,507만대 (-22% YoY))와 수출 공세 (3Q26 311만대 (+69% YoY), 3Q26 YTD 821만대 (+66% YoY))가 공존한다. 수출 성장으로부터의 덧셈이 내수 부진으로부터의 뺄셈으로 상쇄되고 있다.

영업이익은 515억원 (-45% YoY)으로 컨센서스 대비 46% 낮은 결과를 기록했다. 지배주주 순이익도 -471억원으로 적자 전환했으며, 컨센서스 (+458억원)를 큰 폭으로 하회했다. 가장 큰 원인은 메모리 반도체 및 기판 원가 상승이다. 전년동기 대비 관련 원가가 420억원 증가했다. 원화 강세에 따른 외화자산 평가손실 또한 614억원 반영되며 실적 부진을 추가로 가중시켰다.

비용 안정화와 정상화 필요

메모리 반도체 및 기판 원가 상승은 여전히 현재 진행형이다. 이를 활용하는 ADAS 사업 부문 (HL클레무브)의 연결 매출 비중은 40%에 달한다. 당사 추정 2027년 연간 매출은 9.99조원이다. 원가 부담으로 인해 ADAS 사업 부문의 이익률이 1% 조정될 때마다, 연간 영업이익 눈높이가 -400억원씩 (현재 연간 영업이익 추정치의 11%) 감소한다. 현대차 · 기아 등 전방업체로부터의 비용 정산을 기대할 수 있으나, 어느 시점에 어느 정도로 회수될 수 있을지는 미지수다. 기업가치 회복을 위해서는 관련 비용의 안정화가 필요하다.

만도에게 가장 중요한 미래 성장 동력은 휴머노이드 액추에이터 사업이다. 2028년 이후 해당 사업으로부터의 매출 발생 가능성이 높다고 판단한다. 그러나 휴머노이드 액추에이터 사업에 있어서도 메모리 반도체와 기판 원가 정상화가 필요하다. 적정주가를 61,000원에서 50,000원으로 조정한다. HL클레무브 실적 악화를 반영해 2027년 EPS 추정치를 -12% 하향했으며, 이에 ADAS Peer Group 평균 PER 11.7배를 적용하여 적정주가를 산출했다.

표1 HL만도 3Q26 분기 영업이익 컨센서스 -46% 하회, 지배주주순이익 적자전환

(십억원)	3Q26P	3Q25	(% YoY)	2Q26	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**2,320.5**	2,321.3	0.0	2,495.3	-7.0	2,426.0	-4.3	2,339.0	-0.8
영업이익	**51.5**	94.2	-45.3	107.0	-51.8	95.8	-46.2	82.7	-37.7
세전이익	**-41.2**	65.5	적자전환	92.7	적자전환	68.6	n.a	61.3	n.a
순이익	**-47.1**	43.7	적자전환	53.6	적자전환	45.8	n.a	41.3	n.a
영업이익률(%)	**2.2**	4.1		4.3		3.9		3.5	
세전이익률(%)	**-1.8**	2.8		3.7		2.8		2.6	
순이익률(%)	**-2.0**	1.9		2.1		1.9		1.8	

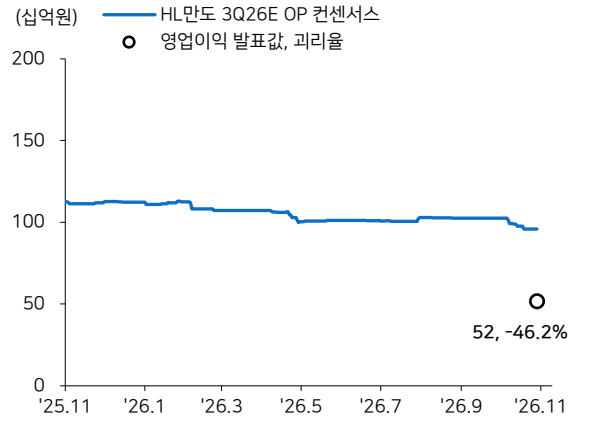
자료: Bloomberg, HL만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 HL만도 2027년 영업이익 및 지배주주순이익, 원가 부담 확대 반영해 각각 -10%, -12% 하향 조정

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**9,581.4**	9,712.7	-1.4	**9,986.4**	10,267.7	-2.7
영업이익	**338.9**	346.1	-2.1	**379.8**	420.4	-9.6
세전이익	**278.2**	286.5	-2.9	**321.7**	363.3	-11.5
순이익	**166.5**	161.5	3.1	**197.9**	225.6	-12.3
영업이익률(%)	**3.5**	3.6	0.0p	**3.8**	4.1	-0.3p
세전이익률(%)	**2.9**	2.9	0.0p	**3.2**	3.5	-0.3p
순이익률(%)	**1.7**	1.7	0.1p	**2.0**	2.2	-0.2p

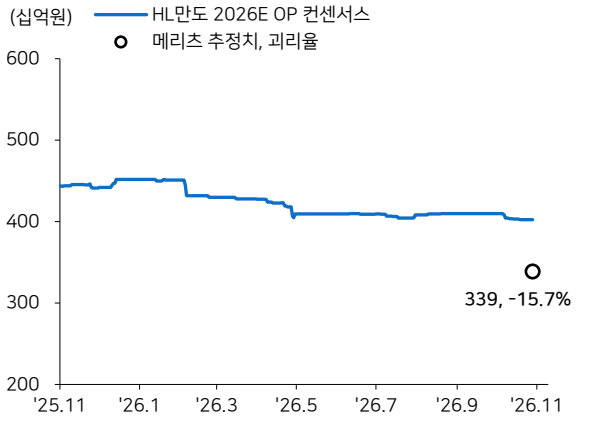
자료: HL만도, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q26 분기 영업이익, 컨센서스 -46% 하회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 -16% 하회 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 HL만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**2,271.0**	**2,400.9**	**2,321.3**	**2,461.6**	**2,311.7**	**2,495.3**	**2,320.5**	**2,454.0**	**9,454.8**	**9,581.4**	**9,986.4**
(% YoY)	7.8	11.8	6.9	1.6	1.8	3.9	0.0	-0.3	6.9	1.3	4.2
OP	**79.2**	**104.1**	**94.2**	**79.7**	**93.6**	**107.0**	**51.5**	**86.8**	**357.1**	**338.9**	**379.8**
(% YoY)	4.7	16.2	14.1	-28.2	18.2	2.8	-45.3	8.9	-0.5	-5.1	12.1
RP	**61.6**	**34.1**	**65.5**	**56.5**	**86.0**	**86.0**	**92.7**	**29.6**	**217.8**	**278.2**	**321.7**
(% YoY)	-71.4	-31.9	-227.0	9.2	39.5	152.1	41.5	-47.7	-18.0	27.8	15.6
NP	**27.9**	**4.5**	**43.7**	**24.0**	**47.8**	**53.6**	**17.5**	**47.6**	**100.0**	**166.5**	**197.9**
(% YoY)	-80.0	0.9	-177.1	-43.6	71.2	1,093.7	-59.9	98.4	-23.0	66.4	18.9
OP margin (%)	3.5	4.3	4.1	3.2	4.0	4.3	2.2	3.5	3.8	3.5	3.8
RP margin (%)	2.7	1.4	2.8	2.3	3.7	3.4	4.0	1.2	2.3	2.9	3.2
NP margin (%)	1.2	0.2	1.9	1.0	2.1	2.1	0.8	1.9	1.1	1.7	2.0

자료: HL만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 ADAS 업체 Peer Group Valuation

기업명	Ticker	시가총액 (조원)	PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Aisin Seiki	7259 JP EQUITY	12.6	9.4	8.3	6.9	0.6	0.6	0.6	3.8	3.5	3.2
Autoliv	ALV US EQUITY	11.3	11.8	10.5	8.8	3.3	2.9	2.6	6.3	5.9	5.4
Continental	CON GR EQUITY	20.3	11.5	10.3	9.1	2.7	2.7	2.5	6.4	5.9	5.4
BorgWarner	BWA US EQUITY	14.3	10.2	9.6	8.1	1.9	1.6	1.4	5.5	5.0	4.5
Denso	6902 JP EQUITY	46.2	12.1	10.7	9.3	0.9	0.8	0.8	5.9	5.4	4.9
Gentex	GNTX US EQUITY	5.7	10.2	9.6	8.3	1.7	1.5	1.4	7.1	7.0	6.4
Hella	HLE GR EQUITY	11.6	32.7	25.5	21.7	2.2	2.0	-	7.5	6.7	-
Magna	MGA US EQUITY	22.9	9.2	8.3	7.8	1.4	1.3	1.2	5.4	5.3	5.4
Aptiv	APTV US EQUITY	12.4	7.8	6.9	6.0	1.0	0.9	0.8	5.8	5.3	4.7
Infineon	IFX GR EQUITY	103.9	18.9	14.1	12.0	3.3	2.8	2.3	10.7	8.5	6.8
NXP Semiconductor	NXPI US EQUITY	89.8	17.5	14.4	12.3	5.6	4.7	3.9	13.2	11.2	9.9
Average			**13.8**	**11.7**	**10.0**	**2.0**	**1.9**	**1.6**	**6.7**	**6.1**	**5.4**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 HL만도 적정주가, ADAS Peers 2027년 예상 PER 11.7배 적용하여 50,000원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a) – ADAS Peers 2027E 평균 PER 11.7배	11.7배
2027년 EPS 추정치 (원, b)	4,214원
Fair Value (원, c = a x b)	49,305원
적정 주가 ('0000 rounding, 원)	**50,000원**
현재 주가 (10월 30일 기준 종가)	45,600원
괴리율 (%)	**+33.8%**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

HL만도 (204320)

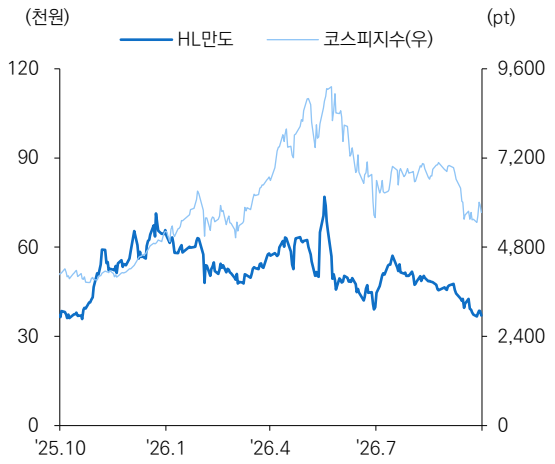
KOSPI	5,730.74pt
시가총액	17,398억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.30%
외국인비중	19.33%
52주 최고/최저가	76,900원/35,850원
평균거래대금	162.5억원

주요주주(%)

에이치엘홀딩스 외 3 인	30.26
국민연금공단	10.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.8	-35.1	1.6
상대주가	-3.2	-25.3	-27.5

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	8,848.2	358.8	129.9	2,767	-4.2	56,919	13.4	0.65	4.6	5.2	163.8
2025	9,454.8	357.1	100.0	2,130	-23.0	61,243	17.4	0.60	4.0	3.6	148.2
2026E	9,581.4	338.9	166.5	3,546	66.4	61,276	10.4	0.60	4.5	5.8	146.6
2027E	9,986.4	379.8	197.9	4,214	18.9	63,481	8.8	0.58	4.1	6.8	143.0
2028E	10,820.0	423.7	230.8	4,915	16.6	66,500	7.5	0.56	3.7	7.6	142.7

HL만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**8,848.2**	**9,454.8**	**9,581.4**	**9,986.4**	**10,820.0**
매출액증가율(%)	5.4	6.9	1.3	4.2	8.3
매출원가	7,524.9	8,011.2	8,088.0	8,418.5	9,110.5
매출총이익	1,323.2	1,443.7	1,493.4	1,567.9	1,709.6
판매관리비	964.5	1,086.5	1,154.5	1,188.0	1,285.9
영업이익	**358.8**	**357.1**	**338.9**	**379.8**	**423.7**
영업이익률(%)	4.1	3.8	3.5	3.8	3.9
금융손익	-81.9	-94.4	-80.5	-69.3	-62.2
종속/관계기업손익	-49.7	-32.0	-9.1	-8.9	-8.7
기타영업외손익	38.3	-13.0	28.8	20.0	19.9
세전계속사업이익	265.5	217.8	278.2	321.7	372.6
법인세비용	107.2	94.9	91.7	102.9	119.2
당기순이익	**158.2**	**122.8**	**186.5**	**218.7**	**253.4**
지배주주지분 순이익	129.9	100.0	166.5	197.9	230.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**434.7**	**720.9**	**793.6**	**694.9**	**680.3**
당기순이익(손실)	158.2	122.8	186.5	218.7	253.4
유형자산상각비	302.4	323.1	323.8	338.1	361.7
무형자산상각비	33.0	38.2	37.9	38.5	40.5
운전자본의 증감	-163.5	67.2	178.0	-15.5	-91.2
투자활동 현금흐름	**-396.8**	**-363.7**	**-1,052.3**	**-634.7**	**-580.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-309.5	-343.8	-343.8	-343.8	-343.8
투자자산의감소(증가)	-0.2	0.0	-49.0	-21.5	-14.5
재무활동 현금흐름	**-176.9**	**-95.6**	**118.4**	**-29.8**	**-37.4**
차입금의 증감	-99.2	-67.0	165.1	3.1	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
현금의 증가(감소)	-79.3	264.1	-81.0	30.4	62.5
기초현금	614.9	535.5	799.7	718.6	749.0
기말현금	535.5	799.7	718.6	749.0	811.5

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,676.9	3,719.3	3,613.9	3,716.7	4,026.9
현금및현금성자산	535.5	799.7	718.6	749.0	811.5
매출채권	2,019.9	1,859.0	1,820.5	1,847.5	2,001.7
재고자산	838.4	804.5	815.3	849.7	920.7
비유동자산	3,375.2	3,417.3	3,480.5	3,525.6	3,550.3
유형자산	2,410.1	2,560.2	2,580.2	2,586.0	2,568.1
무형자산	219.9	228.8	260.9	282.4	296.9
투자자산	235.2	222.1	225.1	234.6	254.2
자산총계	**7,052.0**	**7,136.6**	**7,094.4**	**7,242.2**	**7,577.2**
유동부채	2,900.5	3,047.1	3,036.8	3,085.9	3,277.9
매입채무	1,449.4	1,398.7	1,341.4	1,378.1	1,493.2
단기차입금	232.6	331.2	695.4	716.3	723.5
유동성장기부채	651.1	657.6	526.0	510.3	505.2
비유동부채	1,478.8	1,213.7	1,180.2	1,175.4	1,176.7
사채	648.5	598.5	568.6	562.9	557.3
장기차입금	527.3	367.4	371.1	374.8	378.5
부채총계	**4,379.3**	**4,260.8**	**4,217.0**	**4,261.3**	**4,454.6**
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.3	603.4	603.4	603.4	603.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,236.9	1,311.0	1,404.0	1,589.9	1,805.7
비지배주주지분	785.5	914.4	823.0	740.7	666.6
자본총계	**2,672.8**	**2,875.8**	**2,877.3**	**2,980.9**	**3,122.7**

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	188,431	201,350	204,046	212,670	230,424
EPS(지배주주)	2,767	2,130	3,546	4,214	4,915
CFPS	11,405	17,029	15,303	15,950	17,282
EBITDAPS	14,783	15,299	14,922	16,109	17,586
BPS	56,919	61,243	61,276	63,481	66,500
DPS	700	750	700	800	850
배당수익률(%)	1.9	2.0	1.9	2.2	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.4	17.4	10.4	8.8	7.5
PCR	3.7	3.8	3.3	3.0	2.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.65	0.60	0.60	0.58	0.56
EBITDA(십억원)	694.2	718.4	700.7	756.4	825.8
EV/EBITDA	4.6	4.0	4.5	4.1	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	3.6	5.8	6.8	7.6
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	163.8	148.2	146.6	143.0	142.7
금융비용부담률	12.7	11.4	12.4	11.9	11.0
이자보상배율(x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	5.2	5.4	5.6
재고자산회전율(x)	11.3	11.5	11.8	12.0	12.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	91.9%
중립	8.2%
매도	0.0%

2026 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HL 만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.10.26	기업브리프	Buy	70,000	김준성	-44.8	-33.4
2025.07.27	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-42.0	-39.4
2025.10.20	기업브리프	Buy	55,000	김준성	-7.8	29.8
2026.02.06	기업브리프	Buy	76,000	김준성	-30.4	1.2
2026.10.08	기업브리프	Buy	61,000	김준성	-34.7	-27.1
2026.11.02	기업브리프	Buy	50,000	김준성	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

