



BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원
추가(01/08): 25,500원
시가총액: 11,974억원

자동차/부품

Analyst 김민선

02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(06/12)	2,132.30pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	39,000 원	16,950원
등락률	-34.6%	50.4%
수익률	절대	상대
1W	6.0%	-4.4%
6M	-31.4%	-31.2%
1Y	-13.4%	-14.4%

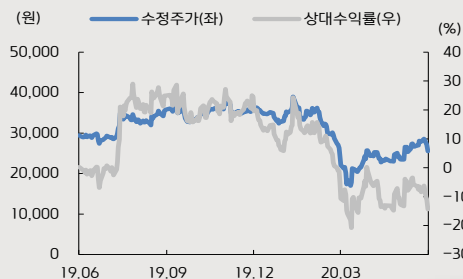
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	602천주
외국인 지분율	21.8%
배당수익률(2020E)	2.2%
BPS(2020E)	32,806원
주요 주주	한라홀딩스 외 4 인 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,664.8	5,981.9	5,526.1	6,588.1
영업이익	197.4	218.6	47.8	267.9
EBITDA	469.1	519.2	330.0	536.9
세전이익	141.4	176.5	12.6	235.4
순이익	112.9	118.2	9.1	171.3
지배주주지분순이익	105.7	110.5	8.5	160.2
EPS(원)	2,250	2,354	182	3,411
증감률(% YoY)	2,109.2	4.6	-92.3	1,774.7
PER(배)	12.9	15.0	140.2	7.5
PBR(배)	0.9%	1.09	0.78	0.71
EV/EBITDA(배)	5.7	5.9	7.6	4.6
영업이익률(%)	3.5	3.7	0.9	4.1
ROE(%)	7.6	7.6	0.6	10.0
순차입금비율(%)	84.4	85.0	76.8	67.9

Price Trend



만도 (204320)

단기적인 실적 부진 이후 구조적 개선세



만도의 2분기 영업이익은 -948억원을 기록해, 컨센서스 -273억원을 대폭 하회할 것이다. 글로벌 완성차 판매 부진 지속에 따른 판매 부진과 국내 인력 구조조정 및 중국 플랜트 통합 관련 1회성 비용 약 600억원이 반영되며, 당초 전망 대비 영업적 자폭은 커질 것이다. 그러나 구조조정 1회성 비용은 약 2-3년 내 회수 될 것이며, 고수익 ADAS제품 비중 확대, 고객사 다변화 등을 통한 구조적 개선세를 고려하면 향후 정상화 이후 동사의 경쟁력을 주목해야 할 것이다.

>>> 모든 악재를 반영할 2분기 실적

만도의 2분기 매출액은 1조 83억원 (YoY -31.1%), 영업이익은 -948억원 (YoY 적자전환)을 기록해, 컨센서스 매출액 1.15조원, 영업이익 -273억원을 대폭 하회할 것이다. 동사의 최대 매출처인 현대차, 기아차의 4,5월 국내 공장 판매 물량은 각각 22.9만대, 18.2만대를 (YoY -27.4%, -31.5%) 기록했으며, 특히 수출 물량 감소가 판매 부진을 주도했다. 6월에도 재고 관리 및 Covid-19 재감염 우려로 인한 일시적인 셋다운이 진행 중인 것을 감안하면, 2분기 내 극적인 개선세를 보이기는 어려울 것이다.

주요 OEM 업체의 유럽, 미국 공장이 저위 가동됨에 따라 (현대차 5월 해외 공장 가동률 40%, 기아차 5월 해외 공장 가동률 48% 등), 동사의 미국, 유럽 지역 매출도 평년 대비 3-40%를 기록하고 있는 것으로 보인다. 특히 인도는 4월 차량 판매가 0대를 기록한 이후, 5월 완성차 업체 공장 가동률은 약 2-30% 수준으로, 6월에도 유의미한 개선세는 보이지 않는 상황이다. 6월 중순 국경절로 인해 동사 인도 공장이 1주일간 플랜트 셋다운이 계획되어 있는 것을 감안하면, 매출액의 분기 내 정상 수준 회복은 어려울 것이다.

반면 중국은 완성차 수요가 4월 이후 평년 수준을 회복했으며, 19년 7월 국6 환경 기준 충족 차량 판매 의무화에 따른 전년 2분기 매출의 기저 효과를 감안해, 동사의 중국 매출액은 전년 대비 소폭 개선세가 있을 것이다.

또한 2분기 중 국내 구조조정 비용 약 550억원, 중국 플랜트 통합 비용 25억원 등 600억원 전후의 1회성 비용이 반영되며, 2분기 영업적자폭은 더욱 확대될 것이다.

>>> 하반기 이후 구조적인 개선세를 주목

이러한 단기적인 악재에도 불구하고 투자 의견 Buy, 목표주가 35,000원을 유지한다. 특히 구조조정 관련 1회성 비용 550억원은 단기 실적에는 큰 영향으로 보이나, 이로 인해 연간 약 250억원의 비용 절감을 감안하면 관련 비용은 약 2-3년 내 회수가 가능할 것이다. 동사의 19년 연결기준 매출액은 5.9조원이며, 21년에도 유사한 매출 기록시 0.4% 전후의 영업이익률 개선 효과가 있

을 것이다. (250억원/6조원=약 0.42%)

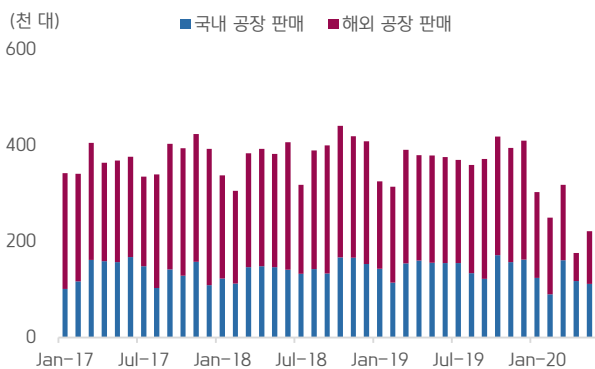
또한 글로벌 자동차 수요 부진 국면에서도 고수익성 ADAS 매출 비중은 지속적으로 상승하고 있는 점, 미국 내 주요 OEM 업체향 매출 증가, 동사의 주요 매출처로 부상 중인 인도 내 기아차 공장 신규 가동으로 인한 물량 확대 및 로컬 업체 판매 증가 (19년 인도 일부 로컬 업체에 EPS 공급, 21년 ADAS 제품 공급 등) 등을 감안하면, 2분기 단기적인 실적 악화 이후 동사의 구조적인 개선세를 주목해야 할 것이다.

만도 실적 추정

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,415.1	1,463.6	1,467.1	1,636.1	1,310.1	1,008.3	1,534.5	1,673.3	5,981.9	5,526.1	6,588.1
(%, YoY)	5.1	2.1	4.9	10.0	-7.4	-31.1	4.6	2.3	5.6	-7.6	19.2
영업이익	32.1	51.8	70.4	64.3	18.5	-94.8	58.3	65.7	218.6	47.8	267.9
(%, YoY)	-25.9	-22.0	41.0	70.0	-42.3	-283.0	-17.2	2.3	10.7	-78.1	460.8
당기순이익 (지배지분)	18.7	32.6	52.5	14.5	9.5	-76.4	35.0	41.0	110.5	8.5	160.2
(%, YoY)	-18.5	-10.7	116.2	-34.0	-48.9	-334.3	-33.3	183.3	4.6	-92.3	1,774.7
영업이익률	2.3	3.5	4.8	3.9	1.4	-9.4	3.8	3.9	3.7	0.9	4.1
당기순이익률	1.3	2.2	3.6	0.9	0.7	-7.6	2.3	2.5	1.8	0.2	2.4

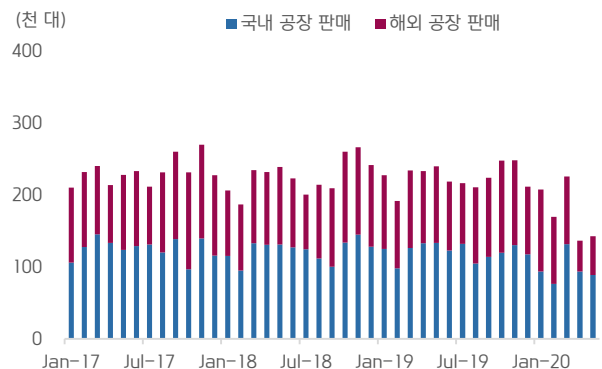
자료: 만도, 키움증권 리서치

현대차 월별 판매 추이



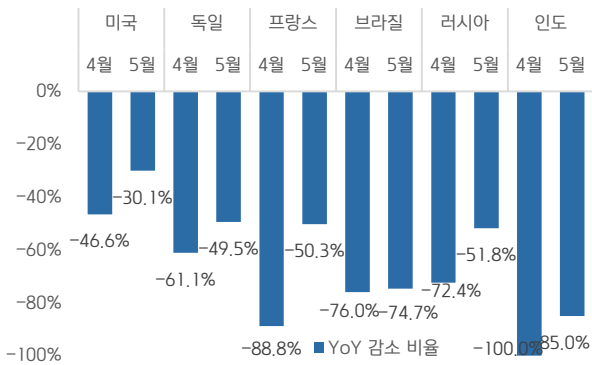
자료: 현대차, 키움증권 리서치

기아차 월별 판매 추이



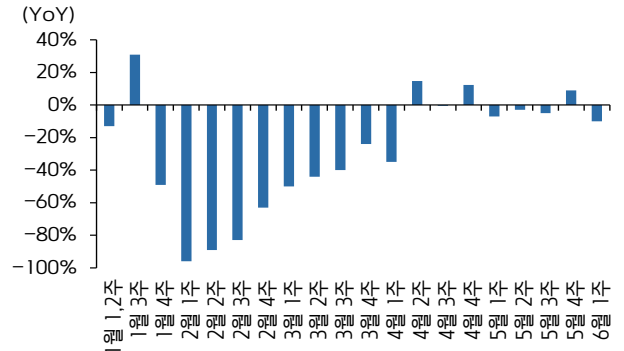
자료: 기아차, 키움증권 리서치

주요 국가 4,5월 자동차 판매 감소 추이



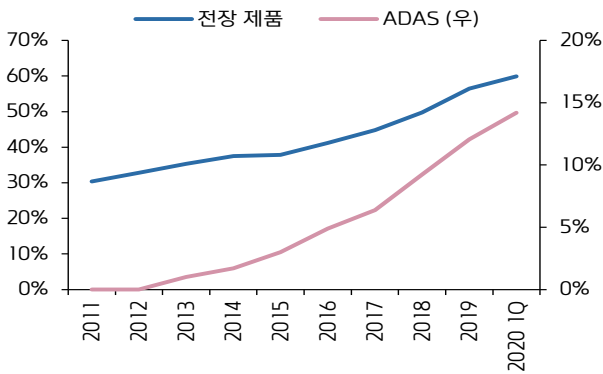
자료: Marklines, 키움증권 리서치

중국 주간 자동차 판매 추이



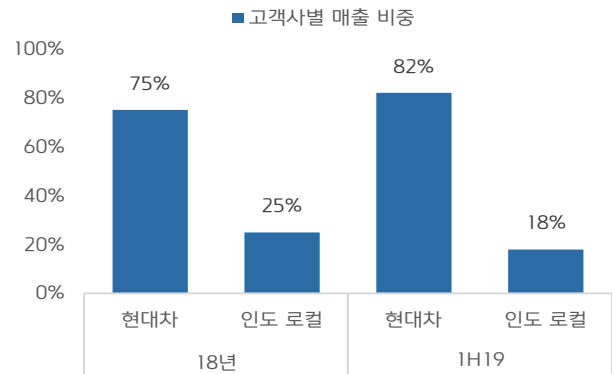
자료: CPCA, 키움증권 리서치

만도 전장 제품/ADAS 제품 비중 추이



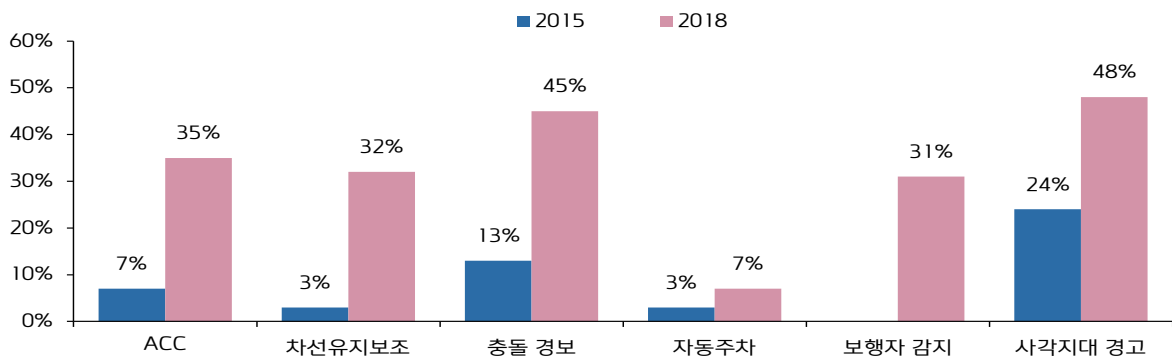
자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 인도 고객사별 매출 비중



자료: 만도, 키움증권 리서치

ADAS 주요 기술별 신차 탑재 비중



자료: 산업자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,664.8	5,981.9	5,526.1	6,588.1	6,893.2
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,889.5	5,618.2	5,849.9
매출총이익	724.4	834.1	636.6	969.9	1,043.2
판매비	526.9	615.6	588.8	702.0	734.6
영업이익	197.4	218.6	47.8	267.9	308.6
EBITDA	469.1	519.2	330.0	536.9	573.2
영업외손익	-56.0	-42.1	-35.2	-32.5	-29.3
이자수익	7.4	7.2	16.8	16.8	23.6
이자비용	41.4	48.5	52.5	49.8	53.4
외환관련이익	42.1	38.4	38.4	38.4	38.4
외환관련손실	46.4	38.2	38.2	38.2	38.2
종속 및 관계기업손익	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타	-11.2	5.5	6.8	6.8	6.8
법인세차감전이익	141.4	176.5	12.6	235.4	279.3
법인세비용	28.5	58.2	3.4	64.0	76.0
계속사업순이익	112.9	118.2	9.1	171.3	203.4
당기순이익	112.9	118.2	9.1	171.3	203.4
지배주주순이익	105.7	110.5	8.5	160.2	190.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.4	5.6	-7.6	19.2	4.6
영업이익 증감율	136.3	10.7	-78.1	460.5	15.2
EBITDA 증감율	42.8	10.7	-36.4	62.7	6.8
지배주주순이익 증감율	2,110.0	4.5	-92.3	1,784.7	18.7
EPS 증감율	2,109.2	4.6	-92.3	1,774.7	18.7
매출총이익률(%)	12.8	13.9	11.5	14.7	15.1
영업이익률(%)	3.5	3.7	0.9	4.1	4.5
EBITDA Margin(%)	8.3	8.7	6.0	8.1	8.3
지배주주순이익률(%)	1.9	1.8	0.2	2.4	2.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,368.3	2,672.8	3,024.4
현금 및 현금성자산	117.6	205.3	599.3	598.2	861.2
단기금융자산	16.8	45.9	46.4	46.9	47.3
매출채권 및 기타채권	1,390.5	1,384.3	1,281.7	1,528.0	1,598.8
재고자산	318.6	336.8	302.7	360.9	377.6
기타유동자산	129.2	137.5	138.2	138.8	139.5
비유동자산	2,464.5	2,485.8	2,450.2	2,460.8	2,493.8
투자자산	109.9	142.6	136.2	129.8	123.4
유형자산	1,943.0	1,946.6	1,911.9	1,924.6	1,960.6
무형자산	212.2	171.3	176.8	181.1	184.5
기타비유동자산	199.4	225.3	225.3	225.3	225.3
자산총계	4,437.3	4,595.6	4,818.5	5,133.6	5,518.3
유동부채	1,835.8	1,756.8	1,862.7	1,902.6	1,969.1
매입채무 및 기타채무	1,187.5	1,225.9	1,153.7	1,333.9	1,388.3
단기금융부채	559.4	445.8	624.0	483.6	495.7
기타유동부채	88.9	85.1	85.0	85.1	85.1
비유동부채	1,119.7	1,253.2	1,353.2	1,463.2	1,584.2
장기금융부채	825.8	1,152.6	1,252.6	1,362.6	1,483.6
기타비유동부채	293.9	100.6	100.6	100.6	100.6
부채총계	2,955.5	3,010.0	3,215.9	3,365.8	3,553.2
자본지분	1,415.8	1,511.7	1,528.1	1,682.1	1,866.1
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-113.6	-91.0	-73.7	-56.4	-39.2
이익잉여금	681.2	754.5	753.7	890.5	1,057.1
비지배지분	66.0	73.9	74.5	85.7	99.0
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,602.6	1,767.8	1,965.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	570.3	500.2	633.0
당기순이익	112.9	118.2	9.1	171.3	203.4
비현금항목의 가감	386.0	385.6	343.3	388.0	392.3
유형자산감가상각비	218.9	245.2	245.5	240.4	242.2
무형자산감가상각비	52.8	55.4	36.7	28.6	22.3
지분법평가손익	-10.1	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타	124.4	91.5	67.6	125.5	134.3
영업활동자산부채증감	-170.8	-236.2	80.0	-139.0	-33.8
매출채권및기타채권의감소	55.4	-6.1	102.6	-246.3	-70.8
재고자산의감소	-5.2	-17.5	34.1	-58.2	-16.7
매입채무및기타채무의증가	-75.9	35.5	-72.3	180.2	54.4
기타	-145.1	-248.1	15.6	-14.7	-0.7
기타현금흐름	71.7	123.1	137.9	79.9	71.1
투자활동 현금흐름	-297.6	-300.1	-261.2	-294.1	-312.2
유형자산의 취득	-262.5	-221.9	-210.8	-253.0	-278.3
유형자산의 처분	7.0	7.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-42.3	-10.1	-42.2	-32.9	-25.7
투자자산의감소(증가)	2.4	-39.2	-0.1	-0.1	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	10.7	-29.2	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-12.9	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
재무활동 현금흐름	10.0	114.7	237.2	-55.0	94.5
차입금의 증가(감소)	32.3	164.0	278.2	-30.4	133.1
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	-22.4	-34.0	-25.8	-9.4	-23.4
기타	0.1	-15.3	-15.2	-15.2	-15.2
기타현금흐름	-0.4	0.6	-152.3	-152.3	-152.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-1.1	87.7	394.0	-1.1	263.0
기초현금 및 현금성자산	118.8	117.6	205.3	599.3	598.2
기말현금 및 현금성자산	117.6	205.3	599.3	598.2	861.2

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,250	2,354	182	3,411	4,048
BPS	30,151	32,193	32,543	35,822	39,740
CFPS	10,626	10,729	7,506	11,911	12,685
DPS	500	550	200	500	500
주가배수(배)					
PER	12.9	15.0	140.2	7.5	6.3
PER(최고)	27.9	16.9	216.6	11.6	9.7
PER(최저)	11.6	11.3	89.0	4.7	4.0
PBR	0.96	1.09	0.78	0.71	0.64
PBR(최고)	2.08	1.24	1.21	1.10	0.99
PBR(최저)	0.87	0.83	0.50	0.45	0.41
PSR	0.24	0.28	0.22	0.18	0.17
PCFR	2.7	3.3	3.4	2.1	2.0
EV/EBITDA	5.7	5.9	7.6	4.6	4.1
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	20.7	21.8	102.5	13.7	11.5
배당수익률(%보통주, 현금)	1.7	1.6	0.8	2.0	2.0
ROA	2.5	2.6	0.2	3.4	3.8
ROE	7.6	7.6	0.6	10.0	10.7
ROIC	5.9	6.0	1.3	7.1	7.9
매출채권회전율	4.0	4.3	4.1	4.7	4.4
재고자산회전율	17.9	18.3	17.3	19.9	18.7
부채비율	199.5	189.8	200.7	190.4	180.8
순차입금비율	84.4	85.0	76.8	67.9	54.5
이자보상배율	4.8	4.5	0.9	5.4	5.8
총차입금	1,385.3	1,598.4	1,876.6	1,846.2	1,979.3
순차입금	1,250.9	1,347.2	1,230.9	1,201.2	1,070.8
NOPLAT	469.1	519.2	330.0	536.9	573.2
FCF	-37.2	4.6	144.0	39.1	151.5

Compliance Notice

- 당사는 6월 12일 현재 '만도' 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

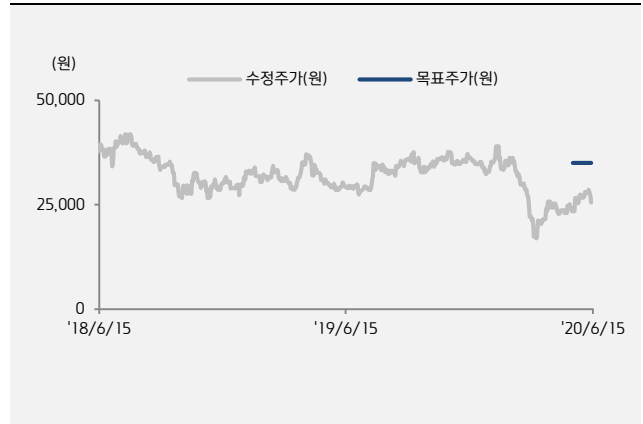
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
만도	2020/05/22	BUY (Initiate)	35,000원	6개월	-22.88	-18.29
(204320)	2020/06/15	BUY (Maintain)	35,000원	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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%