

2020. 10. 14



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이다빈
02. 6454-4882
dabin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 45,000 원

현재주가 (10.13) 37,650 원

상승여력 19.5%

KOSPI	2,403.15pt
시가총액	17,679억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	21.60%
52주 최고/최저가	39,300원/16,950원
평균거래대금	356.0억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 3인	30.26
국민연금공단	13.16

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.9	54.6	13.4
상대주가	25.6	17.5	-3.5

주가그래프



만도 204320

C19 회복 이상의 유기적 성장 시작

- ✓ 3Q20 · 21년 영업이익, 현대/기아차 가동률 회복, ADAS 공급 확대, 북미 BEV 업체 판매 확장, 구조조정 통한 비용 절감으로 시장 기대치 각각 +29%, +20% 상회 전망
- ✓ 4Q20에는 리콜 비용이 반영될 수 있다는 우려 존재, 그러나 이보다는 북미 BEV 업체에 대한 중국 신 모델 공급 시작 · 신규 생산거점 (독일) 수주 확정 통한 장기 성장 가시성 확인이 더 중요한 주가 방향성 결정 요인이 될 전망
- ✓ 21년 EPS 추정을 +5% 조정하며, 이를 반영해 적정주가를 45,000원으로 상향

3Q20 · 21년 영업이익, 시장 기대치 각각 +29%, +20% 상회 전망

만도의 빈틈없는 성장이 지속 중이다. 1) 현대 · 기아차 가동률 회복 (지난 9월, C19 영향이 시작된 이래 처음으로 글로벌 판매 YoY 플러스 성장 기록) 가속화, 2) 이를 견인하는 신차 판매호조 통한 ADAS 매출 확대 (18년 5,200억원 → 19년 7,200억원 → 20년 8,000억원 → 21년 9,000억원 전망), 3) 로컬OE의 빠른 수요회복 (3Q20 판매 성장: Geely (2Q20 기준 매출 비중 33%, 최대 고객) +13%, Great Wall (8%) +24%, Chang An (3%) +33%) 통한 중국 실적 개선 (2Q20 흑자전환, 3Q20 QoQ 수익성 개선 전망), 4) 브레이크 · 스티어링 독점 공급 (ASP 대당 65만원) 중인 북미 BEV 업체의 판매 고속 성장 (20년 +37%, 21년 +72%) 수혜 (관련 매출 18년 800억원 → 19년 2,700억원 → 20년 3,600억원 → 21년 6,000억원 전망).

이 같은 양적 이익 개선에 더해 지난 1H20까지 진행했던 구조조정을 통한 비용 절감 효과 연간 약 300억원도 3Q20부터 반영되기 시작한다. 3Q20 분기 및 21년 연간 영업이익은 시장 기대치 각각 +29%, +20% 상회할 전망이다.

C19로부터의 회복 이상의 유기적 성장을 견인할 북미 BEV 업체의 성장

4Q20 실적에는 귀책 사유 조사 결과에 따라 현대 · 기아차 ABS 리콜 비용 (최대 약 200억원)이 반영될 가능성이 존재한다. 그러나 이를 반영해도 양적 · 질적 이익 개선 강화를 통해 YoY 이익 성장이 실현 가능하다 (665억원, +4%).

리콜 우려보다 더 중요한 것은 가파른 판매 신장이 이루어지고 있는 북미 BEV 업체에 대한 독점적 공급 구조의 강화이다. 오는 10월부터 만도는 해당 업체의 중국 공장 신 모델에 대한 브레이크 · 스티어링 · 서스펜션 공급을 시작하며, 2Q21 가동이 시작될 독일 공장에 대한 수주 계약도 확정될 전망이다. 수주 확대와 예상보다 빠른 고객 업체들의 판매 회복 상황을 반영해, 21년 EPS 추정치를 +5% 조정하며, 이를 반영해 적정주가를 45,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,664.8	197.4	105.7	2,250	341.8	31,556	16.7	1.2	6.4	7.3	199.5
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	16.0	1.1	5.9	7.2	189.8
2020E	5,493.9	66.5	-18.7	-399	-116.9	31,866	-94.4	1.2	8.1	-1.2	206.4
2021E	6,458.2	302.1	196.2	4,179	-1,147.7	34,661	9.0	1.1	4.9	12.6	205.4
2022E	6,882.0	331.1	220.7	4,701	12.5	37,969	8.0	1.0	4.7	12.9	188.0

표1 3Q20 Preview: 영업이익 시장 기대치 +29% 상회 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,488.8	1,467.1	1.5	1,013.4	46.9	1,418.9	4.9
영업이익	57.0	70.4	-19.0	-75.9	흑전	44.2	29.1
세전이익	50.7	83.8	-39.5	-109.3	흑전	36.8	37.8
지배순이익	38.4	50.9	-24.6	-112.1	흑전	30.1	27.6
영업이익률 (%)	3.8	4.8		-7.5		3.1	
세전이익률 (%)	3.4	5.7		-10.8		2.6	
순이익률 (%)	2.6	3.5		-11.1		2.1	

자료: Bloomberg, 한국타이어엔테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

표2 중국 로컬OE 판매 회복 · 현대/기아차 가동률 개선 · 북미 BEV 업체 판매 신장 통해, 21년 연간 영업이익은 시장 기대치를 +20% 상회할 전망

(십억원)	2020E			2021E		
	당사 예상치	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,493.9	5,384.7	2.0	6,458.2	6,184.7	4.4
영업이익	66.5	58.3	14.1	302.1	251.1	20.3
세전이익	17.3	5.8	198.6	262.8	208.5	26.1
순이익	-18.7	-17.0	n.a	196.2	150.5	30.4
영업이익률(%)	1.2	1.1	0.1p	4.7	4.1	0.6p
세전이익률(%)	0.3	0.1	0.2p	4.1	3.4	0.7p
순이익률(%)	-0.3	-0.3	0.0p	3.0	2.4	0.6p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 신규 수주 확대 · 예상보다 빠른 수요 회복 반영해 21년 EPS 추정치 +5% 상향

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	5,981.9	5,493.9	6,458.2
매출액 - 기존 추정	5,981.9	5,415.0	6,396.3
% change	0.0%	1.5%	1.0%
영업이익 - 신규 추정	218.6	66.5	302.1
영업이익 - 기존 추정	218.6	68.2	286.8
% change	0.0%	-2.5%	5.4%
세전이익 - 신규 추정	176.5	17.3	262.8
세전이익 - 기존 추정	176.5	17.2	248.8
% change	0.0%	0.6%	5.6%
지배주주 순이익 - 신규 추정	110.5	-18.7	196.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	110.5	-18.8	186.8
% change	0.0%	n.a	5.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,353.7	-398.9	4,178.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,353.7	-399.4	3,978.2
% change	0.0%	n.a	5.0%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,415.1	1,463.6	1,467.1	1,636.1	1,310.1	1,013.4	1,488.8	1,681.6	5,981.9	5,493.9	6,458.2
(% YoY)	5.1	2.1	4.9	10.0	-7.4	-30.8	1.5	2.8	5.6	-8.2	17.6
OP	32.1	51.8	70.4	64.3	18.5	-75.9	57.0	66.8	218.6	66.5	302.1
(% YoY)	-25.9	-22.0	41.0	70.0	-42.3	적자전환	-19.0	4.0	10.7	-69.6	354.3
RP	25.0	39.7	83.8	28.0	13.9	-109.5	50.7	62.2	176.5	17.3	262.8
(% YoY)	-34.2	-19.0	147.5	36.0	-44.3	적자전환	-39.5	122.2	24.8	-90.2	1,417.6
NP	16.8	31.1	50.9	11.6	8.3	-112.3	38.4	46.8	110.5	-18.7	196.2
(% YoY)	-26.6	-14.8	110.0	-47.0	-50.5	적자전환	-24.6	303.1	4.6	-116.9	흑자전환
OP margin (%)	2.3	3.5	4.8	3.9	1.4	-7.5	3.8	4.0	3.7	1.2	4.7
RP margin (%)	1.8	2.7	5.7	1.7	1.1	-10.8	3.4	3.7	3.0	0.3	4.1
NP margin (%)	1.2	2.1	3.5	0.7	0.6	-11.1	2.6	2.8	1.8	-0.3	3.0

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표5 21년 조정 EPS에 기존 적정 PER 10.9배 (ADAS Peers 평균 PER)를 적용해, 적정주가 기존 40,000원에서 45,000원으로 상향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - ADAS Peers 평균 PER	10.9배
만도 21년 EPS 추정치 (원, b)	4,179원
Fair Value (원, c = a x b)	45,463원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	45,000원
현재 주가 (10월 13일 기준 종가)	37,650원
과리율 (%)	19.5%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,664.8	5,981.9	5,493.9	6,458.2	6,882.0
매출액증가율 (%)	-0.3	5.6	-8.2	17.6	6.6
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,841.4	5,525.0	5,880.7
매출총이익	724.4	834.1	652.5	933.2	1,001.3
판매관리비	526.9	615.6	586.0	631.1	670.2
영업이익	197.4	218.6	66.5	302.1	331.1
영업이익률	3.5	3.7	1.2	4.7	4.8
금융손익	-44.4	-26.0	-28.5	-28.8	-27.7
중속/관계기업손익	-65.2	-65.2	-28.8	-60.0	-40.0
기타영업외손익	53.6	49.1	8.2	49.5	32.0
세전계속사업이익	141.4	176.5	17.3	262.8	295.4
법인세비용	28.5	58.2	33.0	63.1	70.9
당기순이익	112.9	118.2	-15.7	199.8	224.5
지배주주지분 손이익	105.7	110.5	-18.7	196.2	220.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,134.2	2,512.9	2,677.8
현금및현금성자산	117.6	205.3	302.2	355.2	378.5
매출채권	1,348.9	1,345.4	1,318.5	1,550.0	1,651.7
재고자산	318.6	336.8	309.3	363.6	387.5
비유동자산	2,464.5	2,485.8	2,450.7	2,457.6	2,457.7
유형자산	1,943.0	1,946.6	1,952.0	1,956.6	1,960.7
무형자산	212.2	171.3	138.0	112.7	93.9
투자자산	110.5	142.6	131.0	153.9	164.0
자산총계	4,437.3	4,595.6	4,585.0	4,970.5	5,135.5
유동부채	1,835.8	1,756.8	1,845.4	2,081.6	2,082.5
매입채무	960.2	995.1	934.0	1,097.9	1,169.9
단기차입금	98.0	87.5	87.5	87.9	88.4
유동성장기부채	460.1	349.0	352.5	356.0	359.6
비유동부채	1,119.7	1,253.2	1,243.3	1,261.3	1,270.1
사채	498.5	747.9	751.7	759.2	766.8
장기차입금	323.7	377.3	377.3	379.2	381.1
부채총계	2,955.5	3,010.0	3,088.6	3,343.0	3,352.6
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	681.2	754.5	684.0	832.1	1,002.6
비지배주주지분	157.0	187.5	168.8	151.9	136.7
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,496.3	1,627.6	1,782.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	390.5	465.6	541.0
당기순이익(손실)	112.9	118.2	-15.7	199.8	224.5
유형자산상각비	218.9	245.2	249.9	250.6	251.2
무형자산상각비	52.8	55.4	51.1	44.9	40.2
운전자본의 증감	-170.8	-236.2	75.4	-100.4	-44.1
투자활동 현금흐름	-297.6	-300.1	-254.2	-374.3	-477.2
유형자산의증가(CAPEX)	-262.5	-221.9	-255.2	-255.2	-255.2
투자자산의감소(증가)	3.5	-74.7	32.9	25.4	18.8
재무활동 현금흐름	10.0	114.7	-44.0	-38.3	-40.5
차입금의 증감	32.3	164.0	-14.0	13.4	13.5
자본의 증가	0.0	1.0	1.0	2.0	3.0
현금의 증가(감소)	-1.1	87.7	96.8	53.0	23.3
기초현금	118.8	117.6	205.3	302.2	355.2
기말현금	117.6	205.3	302.2	355.2	378.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	120,638	127,390	116,998	137,535	146,560
EPS(지배주주)	2,250	2,354	-399	4,179	4,701
CFPS	2,505	4,372	6,435	7,564	8,061
EBITDAPS	9,990	11,056	7,825	12,726	13,257
BPS	31,556	33,767	31,866	34,661	37,969
DPS	500	500	1,100	1,150	1,150
배당수익률(%)	1.3	1.3	2.9	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	16.7	16.0	-94.4	9.0	8.0
PCR	4.7	4.3	6.3	3.6	3.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0
EBITDA	469.1	519.2	367.4	597.6	622.5
EV/EBITDA	6.4	5.9	8.1	4.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	7.2	-1.2	12.6	12.9
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	199.5	189.8	206.4	205.4	188.0
금융비용부담률	7.3	8.1	8.9	7.6	7.2
이자보상배율(x)	0.5	0.5	0.1	0.6	0.7
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	4.1	4.5	4.3
재고자산회전율(x)	17.9	18.3	17.0	19.2	18.3

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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.11	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-43.4	-37.3	
2019.01.14	산업분석	Buy	45,000	김준성	-30.0	-23.8	
2019.04.05	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-21.8	-8.3	
2019.09.30	기업브리프	Buy	47,000	김준성	-30.7	-17.0	
2020.04.06	산업분석	Buy	32,000	김준성	-23.3	-10.6	
2020.07.31	기업브리프	Buy	35,000	김준성	-14.5	-3.4	
2020.08.31	산업분석	Buy	40,000	김준성	-14.9	-1.8	
2020.10.14	기업브리프	Buy	45,000	김준성	-	-	