



BUY (Maintain)

목표주가: 66,000원 (상향)

주가(12/3): 54,600원

시가총액: 25,639억원

자동차/부품

Analyst 김민선

02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(12/3)	2,696.22pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	54,600 원	16,950원
등락률	0.0%	222.1%
수익률	절대	상대
1M	41.5%	22.9%
6M	94.7%	55.0%
1Y	54.9%	19.7%

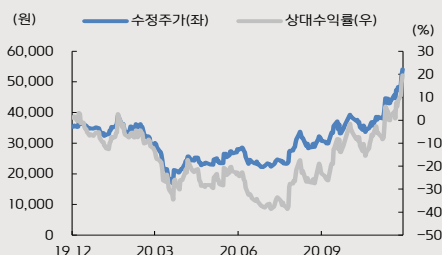
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	1,077천주
외국인 지분율	26.0%
배당수익률(2020E)	0.4%
BPS(2020E)	32,881원
주요 주주	한라홀딩스 외 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,664.8	5,981.9	5,531.5	6,442.4
영업이익	197.4	218.6	110.3	382.4
EBITDA	469.1	519.2	392.5	651.4
세전이익	141.4	176.5	36.5	340.4
순이익	112.9	118.2	24.4	272.3
지배주주지분순이익	105.7	110.5	24.4	258.7
EPS(원)	2,250	2,354	520	5,509
증감률(% YoY)	2,109.2	4.6	-77.9	958.5
PER(배)	12.9	15.0	104.0	9.8
PBR(배)	0.9%	1.09	1.65	1.41
EV/EBITDA(배)	5.7	5.9	9.8	5.7
영업이익률(%)	3.5	3.7	2.0	5.9
ROE(%)	7.6	7.6	1.6	15.5
순차입금비율(%)	84.4	85.0	75.4	57.0

Price Trend



만도 (204320)

4년 만에 맞이할 분기 영업이익 1천억원 시대



만도의 4분기 영업이익을 1,020억원으로 전망합니다. 최근 국내, 중국, 인도 중심의 가동률 상승이 돋보이며, Covid-19 이후 어려움을 겪던 주요 신흥국 공장의 가동률도 정상 수준을 회복한 모습입니다. 최근 동사 실적에 대한 눈높이도 높아지고 있으나, ADAS 매출의 지속적인 증가세, 고객사 다변화를 통한 물량 증가는 내년에도 지속될 것이며, 본격적인 실적 개선의 초입이라는 판단입니다.

>>> 4년 만에 맞이할 분기 영업이익 1천억원 시대

만도의 4분기 영업이익을 1,020억원으로 (YoY 58.7%) 전망한다. 최근 국내, 중국, 인도를 중심으로 한 가동률 상승이 돋보이며, 현대/기아차의 10-11월 생산량은 국내 (현대차, 기아차 YoY -2.2%, 3.8%), 인도 (현대차, 기아차 YoY 1.7%, 51.9%) 등 지역별 편차는 있으나 주요 지역에서 지난해 수준의 생산량을 회복한 것으로 판단된다. 이 외에도 중국 자동차 산업수요 호조세 지속과 북미 전기차 업체 중국 공장 물량의 현지 대응 (현대/기아차 중국 비중 22.5%), 미국 GM, 포드 가동률 상향 (현대/기아차 북미 비중 30%), Covid-19로 인해 저위 가동을 지속하던 현대 브라질, 러시아, 기아 멕시코 등 신흥국 공장의 4분기 이후 정상 가동률 회복 등이 긍정적이다.

4분기 주요 지역별 영업이익률 가정은 국내 4.3% (ADAS 8.5%, ADAS 제외 2.8%), 중국 7%, 인도 8.5%, 북미 4.2%, 기타 4% 등이다. 당사 추정 3Q20 주요 지역별 영업이익률은 국내 3.7% (ADAS 8.5%, ADAS 제외 1.9%), 중국 4.7%, 인도 5.7%, 북미 4%, 멕시코 6% 등이다.

>>> 높아지는 눈높이, 그러나 본격적인 실적 개선의 초입

최근 동사 실적에 대한 눈높이가 높아지고 있으나, 1) ADAS 수요 증가에 따른 매출 성장세 지속, 2) 고객사 다변화에 기반한 물량 증가는 내년 이후에도 지속 될 것이며 본격적인 실적 개선의 초입이라는 판단이다. 특히 북미 전기차 업체향 물량 증가와 공급 레퍼런스를 바탕으로 한 주요 OEM 및 EV 스타트업 업체 EV향 공급이 빠르게 증가하고 있다. 물량 증분의 공헌이익률에 기반한 추정이 필요하며, 공헌이익률은 지역별로 차이는 있으나 약 18~22% 수준으로 추정된다. (매출 1,000억원 증가 시, 영업이익 180~220억원 증가)

친환경차량 매출은 3분기 12% (북미 전기차 6%, 현대/기아차 5%, 기타 1%)를 기록해, 시장 평균 침투율을 크게 상회하고 있으며, 3분기말 수주 잔고 39.6조원 중 친환경차 비중은 약 18%로 (북미 전기차 10%, 현대/기아차 7%, 기타 1%) 향후 친환경차량 매출의 구조적인 증가세가 기대된다.

2021년 영업이익을 기존 대비 1.9% 상향한 3,824억원으로 전망한다. 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 66,000원으로 상향한다. (21FY EPS 5,509원, Target PER 11.9x)

현대차 글로벌 주요 공장 4Q QTD 생산량 비교

	20년 10~11월	19년 10~11월	YoY
국내	321,066	328,364	-2.2%
중국	88,791	126,579	-29.9%
미국	59,235	59,962	-1.2%
체코	52,526	52,199	0.6%
인도	126,235	124,110	1.7%
브라질	35,376	29,412	20.3%
러시아	46,499	42,400	9.7%
터키	24,320	33,900	-28.3%

자료: 현대차, 키움증권 리서치

기아차 글로벌 주요 공장 4Q QTD 생산량 비교

	20년 10~11월	19년 10~11월	YoY
국내	259,032	249,458	3.8%
중국	48,354	47,210	2.4%
인도	49,334	32,475	51.9%
슬로박	63,300	56,200	12.6%
미국	45,500	51,500	-11.7%
멕시코	43,600	51,456	-15.3%

자료: 기아차, 키움증권 리서치

현대차 글로벌 주요 공장 3Q 생산량 비교

	20년 3Q	19년 3Q	YoY
국내	407,917	411,554	-0.9%
중국	118,502	175,018	-32.3%
미국	76,825	87,061	-11.8%
체코	66,015	78,980	-16.4%
인도	153,822	171,020	-10.1%
브라질	46,915	55,147	-14.9%
러시아	57,652	58,800	-2.0%
터키	33,132	41,600	-20.4%

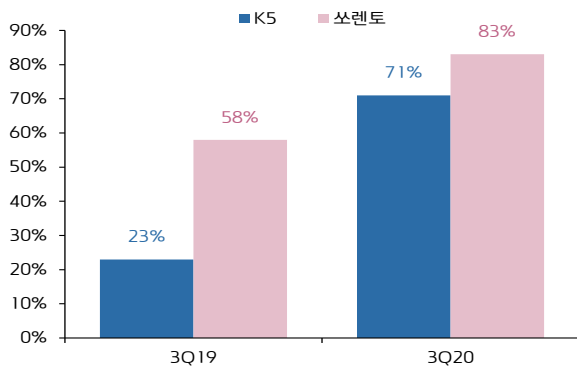
자료: 현대차, 키움증권 리서치

기아차 글로벌 주요 공장 3Q 생산량 비교

	20년 3Q	19년 3Q	YoY
국내	343,224	350,017	-1.9%
중국	65,781	65,556	0.3%
인도	49,234	14,261	245.2%
슬로박	63,800	78,500	-18.7%
미국	68,200	70,700	-3.5%
멕시코	50,947	71,444	-28.7%

자료: 기아차, 키움증권 리서치

기아차 주행보조기능 (드라이빙 와이즈) 채택율 추이



자료: 기아차, 키움증권 리서치

Nio ES6 - (Nio 3Q20 12,206대 판매, 2021년 5만대+ 판매 전망)



자료: CNet, 키움증권 리서치

만도 4Q20 실적 Preview

(단위: 십억원)	4Q20E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q20	%QoQ	4Q19	%YoY
매출액	1706.5	1658.7	2.9	1684.1	1.3	1501.5	13.7	1636.1	4.3
영업이익	102.0	87.9	16.0	82.6	23.5	65.6	55.4	64.3	58.7
영업이익률	6.0			4.9		4.4		3.9	
세전이익	80.2	64.1	25.0	69.1	15.9	51.9	54.5	28.0	186.5
순이익	87.6	67.5	29.7	57.9	51.3	39.2	123.4	14.5	504.8
지배순이익	91.5	80.8	13.3	57.5	59.2	36.9	148.2	11.6	687.8

자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 실적 추정 테이블

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,415.1	1,463.6	1,467.1	1,636.1	1,310.1	1,013.4	1,501.5	1,706.5	5,981.9	5,531.5	6,442.4
(%, YoY)	5.1	2.1	4.9	10.0	-7.4	-30.8	2.3	4.3	5.6	-7.5	16.5
(%, QoQ)	-4.8	3.4	0.2	11.5	-19.9	-22.6	48.2	13.7			
ADAS	168.0	180.0	162.0	202.0	186.0	153.5	211.8	240.0	712.0	791.3	961.5
매출 내 비중 (%)	11.9	12.3	11.0	12.3	14.2	15.1	14.1	14.1	11.9	14.3	14.9
(%, YoY)	81.4	34.8	22.8	23.5	10.7	-14.7	30.7	18.8	36.5	11.1	21.5
(%, QoQ)	2.7	7.1	-10.0	24.7	-7.9	-17.5	38.0	13.3			
국내	777.6	839.2	806.4	900.2	763.9	544.7	791.2	917.2	3,323.4	3,016.9	3,400.1
(%, YoY)	13.7	8.0	7.8	0.1	-1.8	-35.1	-1.9	1.9	6.9	-9.2	12.7
중국	319.6	278.8	335.1	397.5	184.0	304.8	342.5	411.4	1,331.1	1,242.7	1,452.6
(%, YoY)	-18.4	-30.7	-8.2	17.8	-42.4	9.3	2.2	3.5	-11.0	-6.6	16.9
북미	217.0	229.2	241.3	237.0	252.0	118.0	262.6	261.8	924.5	894.5	1,048.4
(%, YoY)	26.7	24.7	19.7	11.8	16.1	-48.5	8.8	10.5	20.3	-3.2	17.2
인도	120.0	129.1	139.6	140.6	126.1	35.1	122.3	167.6	529.4	451.1	609.3
(%, YoY)	5.6	18.2	19.8	19.2	5.0	-72.9	-12.4	19.2	15.7	-14.8	35.1
기타	134.7	145.3	151.5	163.1	158.0	70.4	141.9	154.1	594.7	524.4	628.6
(%, YoY)	43.2	34.2	24.8	26.7	17.3	-51.6	-6.3	-5.5	31.4	-11.8	19.9
연결조정	-153.8	-158.2	-206.8	-202.3	-173.9	-59.5	-159.1	-205.7	-721.2	-598.1	-696.6
영업이익	32.1	51.8	70.4	64.3	18.5	-75.9	65.6	102.0	218.6	110.3	382.4
(%, YoY)	-25.9	-22.0	41.0	70.0	-42.3	-246.5	-6.8	58.7	10.7	-49.5	246.8
(%, QoQ)	-15.1	61.3	36.0	-8.7	-71.2	-510.1	-186.5	55.4			
당기순이익 (지배지분)	16.8	31.1	50.9	11.6	8.3	-112.3	36.9	91.5	110.5	24.4	258.7
(%, YoY)	-26.6	-14.8	110.0	-47.0	-50.5	-461.0	-27.6	687.8	4.6	-77.9	958.5
영업이익률	2.3	3.5	4.8	3.9	1.4	-7.5	4.4	6.0	3.7	2.0	5.9
당기순이익률	1.2	2.1	3.5	0.7	0.6	-11.1	2.5	5.4	1.8	0.4	4.0

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,664.8	5,981.9	5,531.5	6,442.4	6,743.0
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,870.9	5,419.1	5,638.4
매출총이익	724.4	834.1	660.5	1,023.2	1,104.6
판매비	526.9	615.6	550.2	640.9	670.8
영업이익	197.4	218.6	110.3	382.4	433.8
EBITDA	469.1	519.2	392.5	651.4	698.4
영업외손익	-56.0	-42.1	-73.8	-42.0	-35.9
이자수익	7.4	7.2	17.1	20.1	29.8
이자비용	41.4	48.5	50.7	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	-33.9	-6.0	-6.0
법인세차감전이익	141.4	176.5	36.5	340.4	397.9
법인세비용	28.5	58.2	12.0	68.1	79.6
계속사업순이익	112.9	118.2	24.4	272.3	318.3
당기순이익	112.9	118.2	24.4	272.3	318.3
지배주주순이익	105.7	110.5	24.4	258.7	302.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.4	5.6	-7.5	16.5	4.7
영업이익 증감율	136.3	10.7	-49.5	246.7	13.4
EBITDA 증감율	42.8	10.7	-24.4	66.0	7.2
지배주주순이익 증감율	2,110.0	4.5	-77.9	960.2	16.9
EPS 증감율	2,109.2	4.6	-77.9	958.5	16.9
매출총이익률(%)	12.8	13.9	11.9	15.9	16.4
영업이익률(%)	3.5	3.7	2.0	5.9	6.4
EBITDA Margin(%)	8.3	8.7	7.1	10.1	10.4
지배주주순이익률(%)	1.9	1.8	0.4	4.0	4.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,381.3	2,758.0	3,220.2
현금 및 현금성자산	117.6	205.3	610.7	725.2	1,100.0
단기금융자산	16.8	45.9	46.4	46.9	47.3
매출채권 및 기타채권	1,390.5	1,384.3	1,283.0	1,494.2	1,564.0
재고자산	318.6	336.8	303.0	352.9	369.4
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	4,831.5	5,218.8	5,714.0
유동부채	1,835.8	1,756.8	1,860.1	1,871.3	1,933.4
매입채무 및 기타채무	1,187.5	1,225.9	1,151.0	1,302.6	1,352.6
단기금융부채	559.4	445.8	624.0	483.6	495.7
기타유동부채	88.9	85.1	85.1	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	3,213.3	3,334.4	3,517.5
자본지분	1,415.8	1,511.7	1,544.0	1,796.5	2,092.8
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	769.6	1,004.9	1,283.9
비지배지분	66.0	73.9	73.9	87.5	103.5
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,617.9	1,884.1	2,196.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	581.4	615.7	744.9
당기순이익	112.9	118.2	24.4	272.3	318.3
비현금항목의 가감	386.0	385.6	349.8	388.7	389.7
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	74.1	126.2	131.7
영업활동자산부채증감	-170.8	-236.2	75.9	-124.4	-36.9
매출채권및기타채권의감소	55.4	-6.1	101.4	-211.3	-69.7
재고자산의감소	-5.2	-17.5	33.8	-49.9	-16.5
매입채무및기타채무의증가	-75.9	35.5	-74.9	151.5	50.0
기타	-145.1	-248.1	15.6	-14.7	-0.7
기타현금흐름	-41.2	4.9	131.3	79.1	73.8
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	405.1	114.4	374.9
기초현금 및 현금성자산	118.8	117.6	205.3	610.4	724.8
기말현금 및 현금성자산	117.6	205.3	610.4	724.8	1,099.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,250	2,354	520	5,509	6,441
BPS	30,151	32,193	32,881	38,259	44,568
CFPS	10,626	10,729	7,969	14,077	15,078
DPS	500	550	200	500	500
주가배수(배)					
PER	12.9	15.0	104.0	9.8	8.4
PER(최고)	27.9	16.9	107.8	10.2	8.7
PER(최저)	11.6	11.3	31.1	2.9	2.5
PBR	0.96	1.09	1.65	1.41	1.21
PBR(최고)	2.08	1.24	1.71	1.47	1.26
PBR(최저)	0.87	0.83	0.49	0.42	0.36
PSR	0.24	0.28	0.46	0.39	0.38
PCFR	2.7	3.3	6.8	3.8	3.6
EV/EBITDA	5.7	5.9	9.8	5.7	5.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	20.7	21.8	38.3	8.6	7.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.7	1.6	0.4	0.9	0.9
ROA	2.5	2.6	0.5	5.4	5.8
ROE	7.6	7.6	1.6	15.5	15.6
ROIC	5.9	6.0	2.7	11.2	12.2
매출채권회전율	4.0	4.3	4.1	4.6	4.4
재고자산회전율	17.9	18.3	17.3	19.6	18.7
부채비율	199.5	189.8	198.6	177.0	160.2
순차입금비율	84.4	85.0	75.4	57.0	37.9
이자보상배율	4.8	4.5	2.2	7.7	8.1
총차입금	1,385.3	1,598.4	1,876.6	1,846.2	1,979.3
순차입금	1,250.9	1,347.2	1,219.4	1,074.2	832.0
NOPLAT	469.1	519.2	392.5	651.4	698.4
FCF	-37.2	4.6	179.0	164.6	270.8

Compliance Notice

- 당사는 12월 3일 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

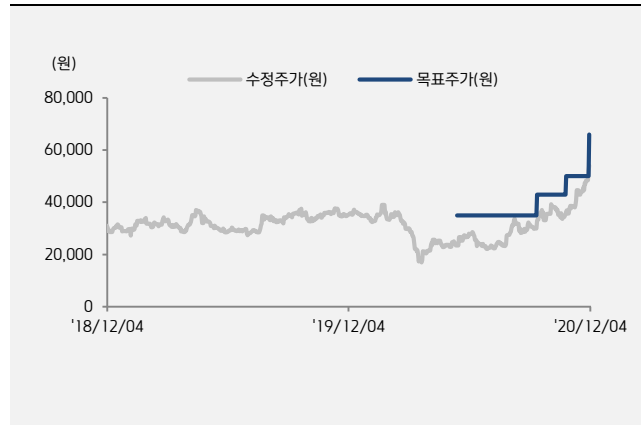
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
만도 (204320)	2020-05-22	Buy(Initiate)	35,000원	6개월	-23.23	-18.29
	2020-06-15	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-29.53	-18.29
	2020-07-31	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-22.92	-3.43
	2020-09-17	Buy(Maintain)	43,000원	6개월	-16.64	-8.60
	2020-10-30	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-24.92	-22.80
	2020-11-10	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-14.35	8.20
	2020-12-04	Buy(Maintain)	66,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%