

2021. 2. 4



▲ 자동차/타이어

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (2.3) 79,700 원

상승여력 12.9%

KOSPI	3,129.68pt
시가총액	37,425억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	26.08%
52주 최고/최저가	80,000원/16,950원
평균거래대금	829.8억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 3인	30.26
국민연금공단	10.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.5	189.3	139.3
상대주가	24.4	108.1	62.0

주가그래프



만도 204320

새로운 성장의 근거 발현

- ✓ 불가피했던 대손 총당금 이슈를 제외하면, 컨센서스 상회 분기 실적 기록
- ✓ ADAS 매출 · T사 매출 · 중국 매출의 고속 성장과 수익성 개선 지속 중
- ✓ 만도헬라 인수 통해, 한국 업체를 넘어선 북미 · 유럽 ADAS 신규 계약 가능
- ✓ 지속되는 BEV 업체 신규 수주와 By-Wire System · 고도화된 센서퓨전을 실현할 DCU 역량 강화로 중장기 매출 및 손익 성장 가시성 증대 중
- ✓ 적정주가를 90,000원으로 상향하며, 투자의견 Buy 유지

불가피했던 일회성 비용 제외 시, 컨센서스 상회 분기 실적 기록

매출 1.74조원 (+6%, 컨센서스 +3% 상회) · 영업이익 804억원 (+25%, 컨센서스 -8% 하회) 실적이 기록됐다. 회생 절차가 진행 중인 쌍용차와 실적 부진으로 파산한 중국 Brilliance (BMW 합작사)에 대한 매출채권 대손 총당금 150억원이 아쉽다. 이를 제외하면 영업이익 954억원 (+48%)으로 컨센서스 +9% 상회 호실적이다.

만도헬라 인수, 새로운 성장의 근거

높은 수익성의 ADAS의 역대 최대 분기 매출 경신 · 연평균 50% 이상의 판매 성장이 예상되는 T사에 대한 독점 공급 · 해외 최대 매출처 중국의 가파른 수익성 턴어라운드 지속 유효하다. 이제 또 다른 성장의 판로를 만도헬라 인수를 통해 확인할 수 있을 전망이다. 한라홀딩스 · Hella로부터 만도헬라 지분 100%를 인수했다. 지금까지 비용이었던 만도헬라 연간 영업이익 약 300억원이 이제 이익으로 전환된다. 한국업체로 국한됐던 ADAS 신규 수주도 계약 종료로 제한이 사라진다. 납품 요청에도 고사해야만 했던 북미 · 유럽 ADAS 신규 수주가 21년 시작 예정이다.

성장의 밑그림이 구체화될 21년, 새로운 가치평가 부여 정당

21년 영업이익 +330%를 전망한다. ADAS 매출 +14% (총 매출의 14%), T사 매출 +75% (11%), 중국 영업이익률 +2%p에 근거한다. Big Tech 업체 A사, 북미 BEV 업체 R사 · C사, 중국 BEV 업체 N사에 대한 수주가 확보되었으며, 높은 ASP · 수익성의 By-Wire System과 DCU 기반 더 고도화된 ADAS 수주도 예상된다. LiDAR 개발은 향후 더 높은 레벨의 센서퓨전과 ADAS 구현 가시성을 높이고 있다.

기술 고도화 통한 매출 · 수주 성장 지속, 인수 통한 이익 증대 · 신규 수주 확보 가시성 상승을 반영해, ADAS Peer Group 상위 6개 업체 21년 평균 PER 16.4배를 가치평가에 적용한다. 적정주가 90,000원으로 상향하며, 투자의견 Buy 유지한다.

(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	35.4	2.5	10.6	7.3	199.5
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	33.9	2.4	9.7	7.2	189.8
2020P	5,563.5	88.7	4.5	95	-96.0	32,379	839.2	2.5	12.7	0.3	203.4
2021E	6,404.9	381.8	259.7	5,530	5,722.9	37,748	14.4	2.1	7.3	15.8	179.2
2022E	6,802.1	429.4	297.8	6,342	14.7	43,176	12.6	1.8	6.8	15.7	156.9

그림1 만도헬라 지분 100% 인수, 만도는 Hella와의 계약 종결로 한국 업체를 넘어 북미·유럽 ADAS 수주가 가능해졌음

Acquisition of 100% shares in Mando Hella Electronics (MHE)

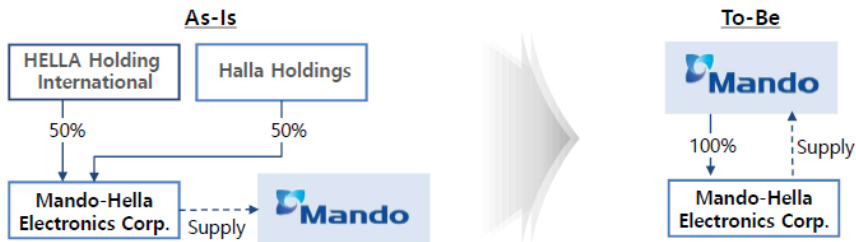
Deal Summary

Mando enters into a Share Purchase Agreement to acquire 100% shares in MHE from Halla Holdings (50%) and Hella Holding International GmbH (50%) on February 3, 2021

- Estimated Closing date : 1Q 2021

Acquisition Price

KRW 165.0 bn. (EV/EBITDA of 5.1x based on 2019 actual)



Strategic Fit

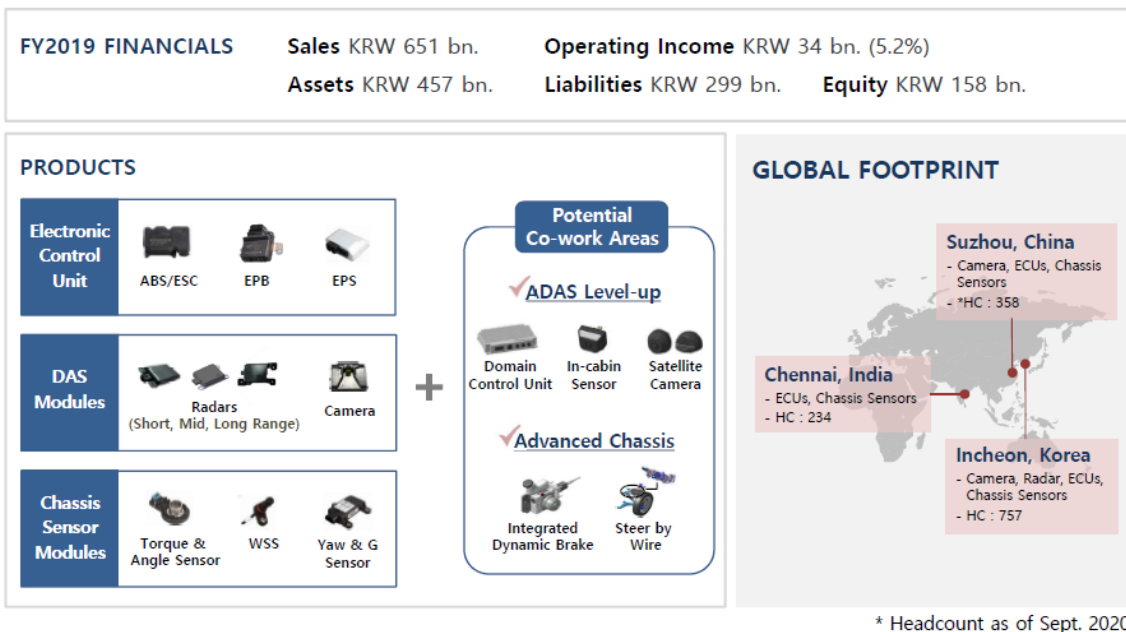
Access to MHE's resources and footprints **creating synergies in number of business areas including development, production, and sales** further enhancing our competitive position in active safety including autonomous driving

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림2 또한 지금까지 만도에게 있어 비용이었던 만도헬라의 연간 영업이익 약 300억원이 이제 이익으로 전환

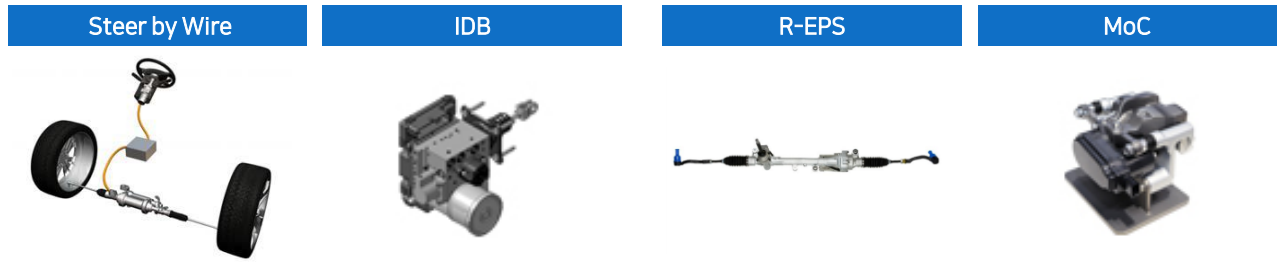
About Mando Hella Electronics

ABS : Anti-lock Brake System
 ESC : Electronic Stability Control
 EPB : Electronic Parking Brake
 EPS : Electric Power Steering
 WSS : Wheel Speed Sensor



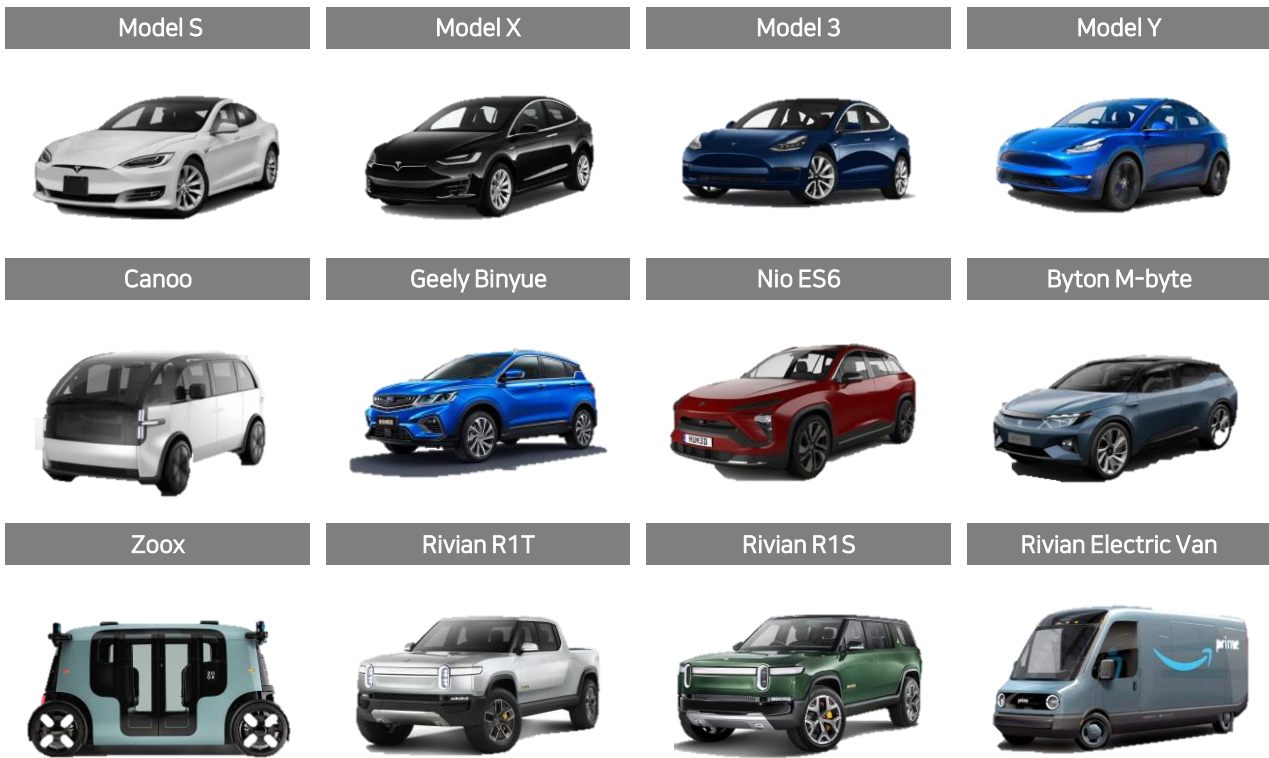
자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 BEV 업체들에게 공급 계약이 진행 중인 핵심 부품들



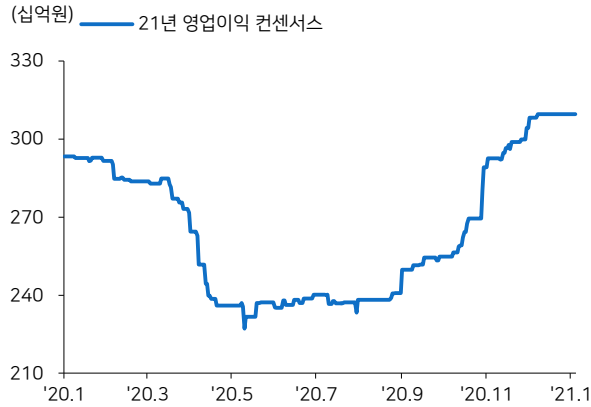
자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림4 다양한 EV 업체들로부터의 제동 · 조향 · 현가 공급 가시성이 높아지고 있는 만도 (당사 판단 잠재 고객군)



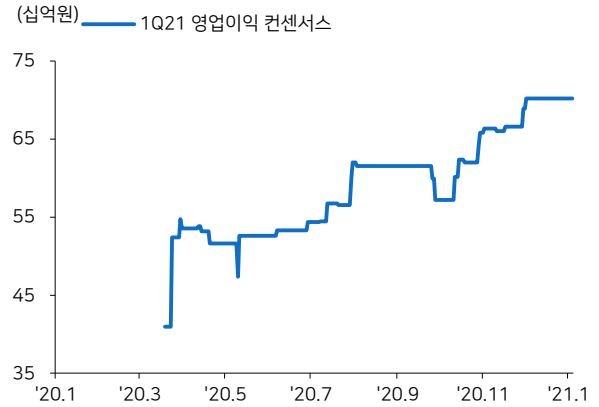
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 만도, 21년 영업이익 컨센서스 이상향 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 만도, 1Q21 영업이익 컨센서스 이상향 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 기술 고도화 통한 매출·수주 성장 지속, 인수 통한 이익 증대·신규 수주 확보 가시성 상승을 반영해, 글로벌 ADAS 부품 업체 Peer Group 중 상위 6개 업체의 21E 평균 PER (16.4배)을 만도의 적정 밸류에이션으로 적용

	국가	시총 (조원)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
AISIN SEIKI CO LTD	JN	10.6	21.2	8.0	0.7	0.6	3.3	8.3	6.4	4.7
AUTOLIV INC	SW	9.0	31.7	13.6	3.6	2.8	10.5	23.0	12.5	7.0
CONTINENTAL AG	GE	32.5	117.7	14.3	1.7	1.6	(1.2)	10.8	8.8	5.4
BORGWARNER INC	US	11.3	16.5	11.8	1.7	1.8	9.4	15.8	8.7	5.5
DENSO CORP	JN	55.2	47.2	17.0	1.5	1.4	3.1	8.3	11.3	7.7
GENTEX CORP	US	9.4	25.4	16.2	4.3	3.8	16.9	24.0	N/A	N/A
HELLA GMBH & CO KGAA	GE	8.1	21.6	16.1	2.6	2.3	12.1	14.5	8.4	6.7
VALEO SA	FR	10.5	N/A	20.1	2.1	1.9	(17.7)	9.6	8.4	4.9
HYUNDAI MOBIS CO LTD	SK	33.0	19.2	11.5	1.0	0.9	5.2	8.1	9.7	6.9
MAGNA INTERNATIONAL INC	CA	24.6	23.6	11.6	2.1	1.8	8.5	16.3	9.2	6.1
NEXTEER AUTOMOTIVE GROUP LTD	US	4.6	36.6	16.2	2.2	2.0	6.0	12.2	11.1	7.0
글로벌 Peer group 평균 (만도제외)		16.5	28.3	14.3	2.0	1.8	6.3	13.2	9.5	6.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 적정주가 90,000원으로 상향하며, 투자 의견 Buy 유지

적정 밸류에이션 PER (배, a) - ADAS Peer Group 평균 21년 PER	16.4배
만도 21년 EPS 추정치 (원, b)	5,530원
Fair Value (원, c = a x b)	90,944원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	90,000원
현재 주가 (2월 3일 기준 증가)	79,700원
과리율 (%)	12.9%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 불가피했던 일회성 비용 제외하면, 시장 기대치를 상회하는 분기 실적 기록

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,738.5	1,636.1	6.3	1,501.5	15.8	1,688.2	3.0	1,693.9	2.6
영업이익	80.4	64.3	25.1	65.6	n.a	87.6	-8.2	104.7	-23.2
세전이익	48.5	28.0	73.2	51.9	n.a	76.3	-36.5	103.3	-53.1
순이익	71.6	11.6	515.8	36.9	n.a	61.1	17.1	74.9	-4.4
영업이익률(%)	4.6	3.9		4.4		5.2		6.2	
세전이익률(%)	2.8	1.7		3.5		4.5		6.1	
순이익률(%)	4.1	0.7		2.5		3.6		4.4	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 본질적인 실적 개선 근거 강화 통해 21년 EPS, 시장 기대치 +32% 상회 전망

(십억원)	2020P			2021E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,563.5	5,499.4	1.2	6,404.9	6,384.4	0.3
영업이익	88.7	96.2	-7.8	381.8	321.7	18.7
세전이익	4.8	34.4	-86.1	349.2	269.6	29.5
순이익	4.5	-5.2	n.a	259.7	197.3	31.6
영업이익률(%)	1.6	1.7	-0.2p	6.0	5.0	0.9p
세전이익률(%)	0.1	0.6	-0.5p	5.5	4.2	1.2p
순이익률(%)	0.1	-0.1	0.2p	4.1	3.1	1.0p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표5 21년 EPS 추정치, 만도헬라 합병 효과 반영해 +2.0% 상향

(십억원)	2019	2020P	2021E
매출액 - 신규 추정	5,981.9	5,563.5	6,404.9
매출액 - 기존 추정	5,981.9	5,518.8	6,393.5
% change	0.0%	0.8%	0.2%
영업이익 - 신규 추정	218.6	88.7	381.8
영업이익 - 기존 추정	218.6	113.0	380.0
% change	0.0%	-21.5%	0.5%
세전이익 - 신규 추정	176.5	4.8	349.2
세전이익 - 기존 추정	176.5	59.6	345.1
% change	0.0%	-92.0%	1.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	110.5	4.5	259.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	110.5	7.8	254.6
% change	0.0%	-42.7%	2.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,353.7	95.0	5,530.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,353.7	165.8	5,422.8
% change	0.0%	-42.7%	2.0%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표6 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	1,310.1	1,013.4	1,501.5	1,738.5	1,451.8	1,604.0	1,662.6	1,686.6	5,563.5	6,404.9	6,802.1
(% YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	10.8	58.3	10.7	-3.0	-7.0	15.1	6.2
OP	18.5	-75.9	65.6	80.4	72.6	99.9	99.8	109.6	88.7	381.8	429.4
(% YoY)	-42.3	적자전환	-6.8	25.1	292.4	흑자전환	52.0	36.2	-59.4	330.5	12.5
RP	13.9	-109.5	51.9	48.5	63.6	91.6	91.5	102.5	4.8	349.2	399.4
(% YoY)	-44.3	적자전환	-38.1	73.2	357.0	흑자전환	76.3	111.4	-97.3	7,189.1	14.4
NP	8.3	-112.3	36.9	71.6	47.5	67.7	68.5	75.9	4.5	259.7	297.8
(% YoY)	-50.5	적자전환	-27.6	515.8	470.5	흑자전환	85.7	6.1	-96.0	5,722.9	14.7
OP margin (%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	5.0	6.2	6.0	6.5	1.6	6.0	6.3
RP margin (%)	1.1	-10.8	3.5	2.8	4.4	5.7	5.5	6.1	0.1	5.5	5.9
NP margin (%)	0.6	-11.1	2.5	4.1	3.3	4.2	4.1	4.5	0.1	4.1	4.4

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	5,664.8	5,981.9	5,563.5	6,404.9	6,802.1
매출액증가율 (%)	-0.3	5.6	-7.0	15.1	6.2
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,893.6	5,419.2	5,741.0
매출총이익	724.4	834.1	670.0	985.7	1,061.1
판매관리비	526.9	615.6	581.3	603.9	631.7
영업이익	197.4	218.6	88.7	381.8	429.4
영업이익률	3.5	3.7	1.6	6.0	6.3
금융손익	-44.4	-26.0	-38.2	-24.9	-21.9
중속/관계기업손익	-65.2	-65.2	29.8	6.5	8.0
기타영업외손익	53.6	49.1	-75.6	-14.2	-16.2
세전계속사업이익	141.4	176.5	4.8	349.2	399.4
법인세비용	28.5	58.2	-7.7	80.2	91.7
당기순이익	112.9	118.2	12.5	269.0	307.6
지배주주지분 순이익	105.7	110.5	4.5	259.7	297.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	436.2	540.7	551.9
당기순이익(손실)	112.9	118.2	12.5	269.0	307.6
유형자산상각비	218.9	245.2	249.9	250.6	251.2
무형자산상각비	52.8	55.4	51.1	44.9	36.2
운전자본의 증감	-170.8	-236.2	60.9	-87.6	-109.4
투자활동 현금흐름	-297.6	-300.1	-306.8	-507.8	-472.0
유형자산의증가(CAPEX)	-262.5	-221.9	-255.2	-255.2	-255.2
투자자산의감소(증가)	3.5	-74.7	-43.4	25.4	14.7
재무활동 현금흐름	10.0	114.7	-34.0	13.4	-24.1
차입금의 증감	32.3	164.0	-2.1	13.4	13.5
자본의 증가	0.0	1.0	1.0	2.0	3.0
현금의 증가(감소)	-1.1	87.7	100.7	46.3	55.9
기초현금	118.8	117.6	205.3	306.0	352.3
기말현금	117.6	205.3	306.0	352.3	408.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,161.3	2,492.2	2,748.7
현금및현금성자산	117.6	205.3	306.0	352.3	408.1
매출채권	1,348.9	1,345.4	1,335.2	1,537.2	1,700.5
재고자산	318.6	336.8	313.2	360.6	383.0
비유동자산	2,464.5	2,485.8	2,452.4	2,456.3	2,459.8
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	97.9
투자자산	110.5	142.6	132.6	152.7	162.1
자산총계	4,437.3	4,595.6	4,613.7	4,948.5	5,208.6
유동부채	1,835.8	1,756.8	1,848.9	1,915.4	1,912.1
매입채무	960.2	995.1	945.8	1,088.8	1,156.4
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	1,244.4	1,260.5	1,269.0
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	3,093.3	3,176.0	3,181.1
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	708.1	977.1	1,247.2
비지배주주지분	157.0	187.5	168.8	151.9	136.7
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,520.4	1,772.5	2,027.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	120,638	127,390	118,481	136,399	144,858
EPS(지배주주)	2,250	2,354	95	5,530	6,342
CFPS	2,505	4,372	6,516	7,502	8,691
EBITDAPS	9,990	11,056	8,297	14,423	15,266
BPS	31,556	33,767	32,379	37,748	43,176
DPS	500	500	0	800	1,000
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.0	1.0	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	35.4	33.9	839.2	14.4	12.6
PCR	9.9	9.1	12.3	6.7	6.4
PSR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	2.5	2.4	2.5	2.1	1.8
EBITDA	469.1	519.2	389.6	677.2	716.8
EV/EBITDA	10.6	9.7	12.7	7.3	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	7.2	0.3	15.8	15.7
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	199.5	189.8	203.4	179.2	156.9
금융비용부담률	7.3	8.1	8.8	7.7	7.3
이자보상배율(x)	0.5	0.5	0.2	0.8	0.9
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	4.2	4.5	4.2
재고자산회전율(x)	17.9	18.3	17.1	19.0	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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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)	
2019.02.01	기업브리프	Buy	45,000	김준성	-30.7	-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	-21.2	-17.8	
2020.10.30	기업브리프	Buy	48,000	김준성	-17.5	-6.9	
2020.11.18	산업분석	Buy	60,000	김준성	-12.2	4.5	
2021.01.05	기업브리프	Buy	75,000	김준성	-1.0	6.7	
2021.02.04	기업브리프	Buy	90,000	김준성	-	-	