



# 만도 (204320)

Chassis에 거는 기대감이 커진다

▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 02-3772-7693

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 91,000원

현재 주가(3/22)	69,400원
상승여력	▲31.1%
시가총액	32,588억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	80,000 / 16,950원
90 일 일평균 거래대금	873.96억원
외국인 지분율	25.2%

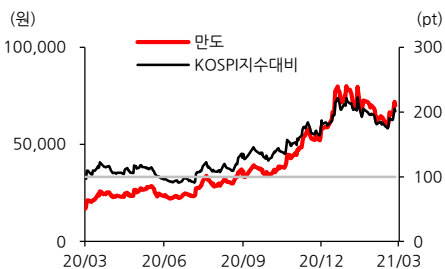
주주 구성	
한라홀딩스 (외 4 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	9.9%
만도우리사주 (외 1 인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.0	29.5	101.2	277.2
상대수익률(KOSPI)	2.5	18.4	71.0	183.4

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,982	5,564	6,216	6,642
영업이익	219	89	324	373
EBITDA	519	394	613	651
지배주주순이익	111	6	195	233
EPS	2,354	123	4,164	4,985
순차입금	1,346	1,122	1,112	920
PER	15.0	476.9	16.7	13.9
PBR	1.1	1.7	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.8	9.8	7.1	6.4
배당수익률	1.6	0.0	1.3	1.4
ROE	7.6	0.4	11.5	12.5

**주가 추이**



지난 22일 만도는 보도자료와 공시를 통해 VW 으로부터 약 1.4 조원 규모의 서스펜션 수주에 성공했다고 밝혔습니다. 향후 만도 Chassis 사업의 고객사 다변화 추세와 유럽 내 확장성이 강화될 것으로 보입니다.

**수주 개요**

만도는 22일 폭스바겐(이하 VW) 으로부터 약 1.4조원 규모의 서스펜션 부품(총 5,000만개, 1,250만대 분량)을 수주했다고 밝혔다. 공급기간은 '22년 하반기~'33년으로 이에 따른 연간 예상 매출액은 1,300억 원 내외, 해당 ASP는 10만원 수준으로 추정된다(1.4조원/1,250만대).

**Implication 1. 고객사 다변화와 유럽 Chassis 사업 확장**

글로벌 판매량 1위~2위 OEM인 VW 내에서 본격적인 레퍼런스 확보가 시작된다. '20년 기준 만도의 VW向 매출액 비중은 1% 이내로, 제동 부품 중심의 공급이 이뤄지고 있다. 그러나 이번 수주를 통해 아이템이 현가로 확대되고, 단일 차종이 아닌 VW의 핵심 플랫폼(MEB, MQB)으로 공급이 시작된다. 회사는 이를 레퍼런스 삼아 전장제품으로 아이템을 늘리거나 중국 VW을 공략하는 방안을 검토 중이다. 앞서 수주한 북미 전기차社 유럽공장向 물량('21년 중순부터 공급)까지 고려하면 이는 유럽 내 Chassis 사업 규모의 확대로도 볼 수 있다. 향후 이에 따른 CAPEX 집행 가능성이 있으나, 산업의 양적 성장 둔화에도 증설 필요성이 대두됐다는 점에 주목해야 한다.

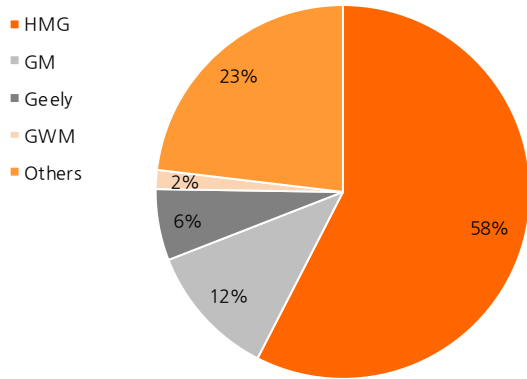
**Implication 2. 완성차 업체의 非핵심부품 외주화**

VW은 독일 내 Chassis 공장 한 곳을 배터리셀 자체 생산에 활용할 계획인 것으로 알려졌다. 이와 관련해 외주화 물량이 나오면서 만도의 이번 수주도 이뤄진 것으로 파악된다. OEM들은 비용 지출을 최소화하면서 CASE 대응에 총력을 기울이고 있기 때문에, OEM 입장에서 非핵심부품인 아이템들은 향후에도 외주화될 가능성이 높다.

**만도는 왜 수주했나?**

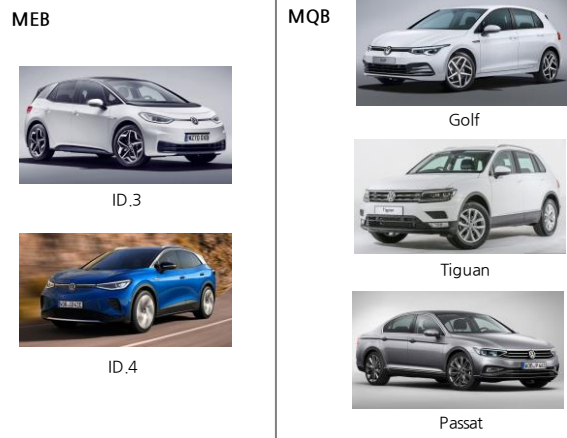
이번 수주의 경우 해당 ASP가 높다고 보긴 어려운데, 이는 발주 물량이 많은 데다 만도의 VW내 레퍼런스 구축 의지가 경쟁력 있는 bidding으로 이어졌기 때문인 것으로 보인다. 중요한 점은 이번 수주를 계기로 핵심 EV OEM인 VW이 주요 고객사로 부상했다는 것이다.

[그림1] 만도 고객사별 매출 비중(2020)



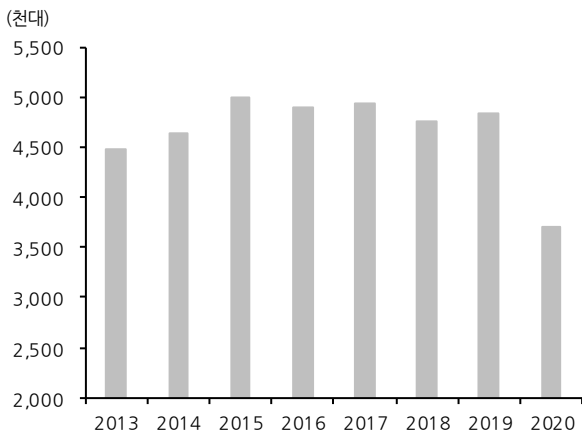
자료: 만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 폭스바겐 MEB-MQB 플랫폼 주요 차종



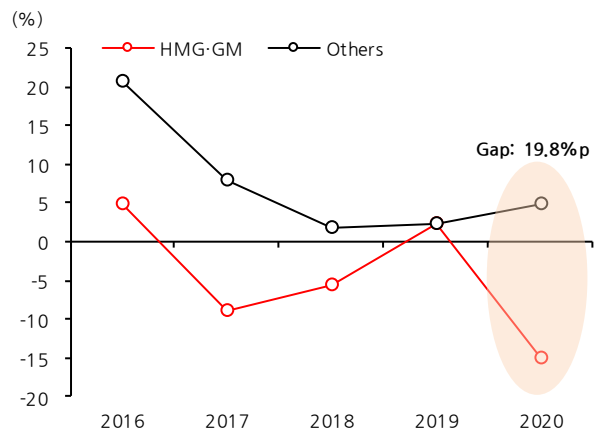
자료: 폭스바겐, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 폭스바겐 유럽지역 생산량 추이



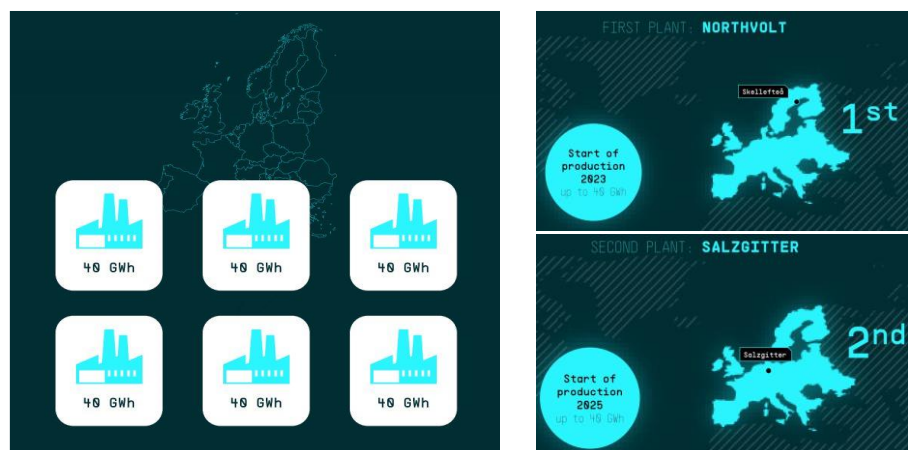
자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 만도 고객사별 non-ADAS 매출액 YoY 증감률 비교



자료: 만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 폭스바겐 EV 배터리 자체 생산 계획



자료: 폭스바겐, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,665	5,982	5,564	6,216	6,642
매출총이익	724	834	670	932	1,022
영업이익	197	219	89	324	373
EBITDA	469	519	394	613	651
순이자손익	-34	-41	-38	-32	-33
외화관련손익	-4	0	-19	-8	-8
지분법손익	-7	-7	3	-1	2
세전계속사업손익	141	176	5	266	319
당기순이익	113	118	14	205	245
지배주주순이익	106	111	6	195	233
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-0.3	5.6	-7.0	11.7	6.8
영업이익	136.3	10.7	-59.4	265.2	15.0
EBITDA	42.8	10.7	-24.0	55.5	6.2
순이익	518.8	4.7	-88.3	1,377.1	19.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.8	13.9	12.0	15.0	15.4
영업이익률	3.5	3.7	1.6	5.2	5.6
EBITDA 이익률	8.3	8.7	7.1	9.9	9.8
세전이익률	2.5	3.0	0.1	4.3	4.8
순이익률	2.0	2.0	0.2	3.3	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	287	273	430	351	588
당기순이익	141	176	5	205	245
자산상각비	272	301	306	289	279
운전자본증감	-171	-236	52	-150	-12
매출채권 감소(증가)	55	-6	-9	-38	-52
재고자산 감소(증가)	-5	-18	14	-25	-12
매입채무 증가(감소)	-76	36	104	0	53
투자현금흐름	-298	-300	-144	-257	-241
유형자산처분(취득)	-256	-214	-157	-202	-220
무형자산 감소(증가)	-42	-10	-20	-22	-26
투자자산 감소(증가)	-3	0	0	-32	2
재무현금흐름	10	115	71	-115	-153
차입금의 증가(감소)	32	150	113	0	0
자본의 증가(감소)	-22	-34	-41	0	-42
배당금의 지급	-22	-34	-41	0	-42
총현금흐름	527	562	447	501	600
(-)운전자본증가(감소)	87	-15	-141	150	12
(-)설비투자	262	222	178	211	229
(+)자산매각	-35	-2	1	-13	-16
Free Cash Flow	143	353	412	126	343
(-)기타투자	81	327	57	1	-2
잉여현금	62	26	355	125	345
NOPLAT	158	146	64	249	286
(+) Dep	272	301	306	289	279
(-)운전자본투자	87	-15	-141	150	12
(-)Capex	262	222	178	211	229
OpFCF	80	240	334	177	324

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,973	2,110	2,407	2,524	2,787
현금성자산	135	252	589	599	791
매출채권	1,377	1,374	1,354	1,392	1,444
재고자산	319	337	323	347	360
비유동자산	2,465	2,486	2,531	2,500	2,488
투자자산	309	368	367	400	422
유형자산	1,943	1,947	2,039	1,990	1,965
무형자산	212	171	125	110	101
<b>자산총계</b>	<b>4,437</b>	<b>4,596</b>	<b>4,938</b>	<b>5,023</b>	<b>5,275</b>
유동부채	1,836	1,757	2,032	1,987	2,047
매입채무	1,137	1,160	1,261	1,261	1,313
유동성이자부채	560	446	619	619	619
비유동부채	1,120	1,253	1,197	1,198	1,199
비유동이자부채	826	1,153	1,092	1,092	1,092
<b>부채총계</b>	<b>2,956</b>	<b>3,010</b>	<b>3,229</b>	<b>3,186</b>	<b>3,246</b>
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	681	755	722	917	1,109
자본조정	-114	-91	67	0	0
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
<b>자본총계</b>	<b>1,482</b>	<b>1,586</b>	<b>1,710</b>	<b>1,838</b>	<b>2,029</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,250	2,354	123	4,164	4,985
BPS	30,151	32,193	34,872	37,596	41,669
DPS	500	550	0	900	1,000
CFPS	11,233	11,970	9,525	10,671	12,782
ROA(%)	2.4	2.4	0.1	3.9	4.5
ROE(%)	7.6	7.6	0.4	11.5	12.5
ROIC(%)	6.1	5.3	2.3	8.9	10.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	12.9	15.0	476.9	16.7	13.9
PBR	1.0	1.1	1.7	1.8	1.7
PSR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
PCR	2.6	2.9	6.2	6.5	5.4
EV/EBITDA	5.6	5.8	9.8	7.1	6.4
배당수익률	1.7	1.6	0.0	1.3	1.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	199.5	189.8	188.9	173.4	160.0
Net debt/Equity	84.4	84.9	65.7	60.5	45.4
Net debt/EBITDA	266.6	259.3	284.5	181.3	141.3
유동비율	107.5	120.1	118.5	127.0	136.2
이자보상배율(배)	4.8	4.5	2.0	8.2	8.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	85.7	82.2	74.2	74.2	70.3
현금+투자자산	14.3	17.8	25.8	25.8	29.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	48.3	50.2	50.0	48.2	45.8
자기자본	51.7	49.8	50.0	51.8	54.2

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 3월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준호)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 만도 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.03.18	2021.03.19	2021.03.23	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	
목표가격		박준호	91,000	91,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.19	Buy	91,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%