

2021. 3. 31



▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	90,000 원
현재주가 (3.30)	67,500 원
상승여력	33.3%
KOSPI	3,070.00pt
시가총액	31,696억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	24.16%
52주 최고/최저가	80,000원/20,400원
평균거래대금	827.6억원
주요주주(%)	
한라홀딩스 외 3인	30.26
국민연금공단	9.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	89.3	230.9
상대주가	6.0	43.6	85.1

주가그래프



(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	28.7	2.0	9.1	7.3	199.5
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	27.4	1.9	8.4	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	4.5	95	-96.0	32,379	680.2	2.0	10.9	0.3	203.4
2021E	6,296.6	350.9	235.7	5,019	5,184.8	37,233	12.9	1.7	6.5	14.4	180.5
2022E	6,825.2	427.6	295.9	6,301	25.5	42,622	10.3	1.5	5.8	15.8	160.7

만도 204320

반도체 부족 영향이 불가피한 부품 업종

- ✓ 부품 업종은 현대·기아와 달리 반도체 부족 영향에 대한 실적 방어 기재 부족
- ✓ 판매 가격 인상이 가능한 완성차 업체와 달리 계약된 고정 가격으로 납품해야 하며, 현대·기아와 달리 생산 차질 규모가 큰 타 완성차 업체들도 고객이기 때문
- ✓ 만도 또한 이 같은 상황에서 자유롭지 못하며 1H21 기대치 하회 실적 기록 불가피
- ✓ 비영업적 단기 실적 부진 아쉬운 상황. 그러나 근본적 성장 논거는 여전히 탄탄. 반도체 이슈 해소될 2H21 이후 실적 전개 방향 불변. 기존 투자 의견·적정주가 유지

현대·기아와 달리 반도체 부족에 따른 실적 영향이 불가피한 부품 업종

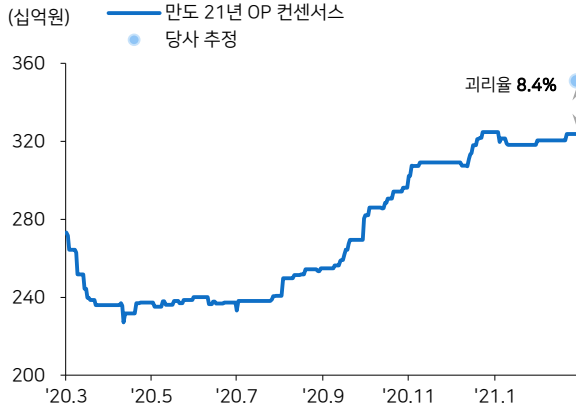
현대·기아와 달리 부품 업체들은 차량용 반도체 부족 이슈에서 실적 방어 기재가 부족하다. 완성차 업체들은 반도체 부족에 따른 업종 전반의 차량 공급 차질과 C19 완화에 따른 소비 심리 개선이 맞물리며, 수요 초과에 근거한 판매 가격 인상이 가능하다. 최근 보여지고 있는 가파른 실질 구매가격 (ATP) 상승은 볼륨 감소 영향을 상쇄한다. 그러나 1) 부품 업체는 계약된 고정 납품 가격의 변동을 기대할 수 없기에, 볼륨 감소의 피해를 온전히 맞게 된다. 또한 2) 대다수의 부품 업체들은 20년말부터 반도체 이슈로 생산 차질을 겪고 있는 현대·기아 외 완성차 업체들로부터도 매출이 발생한다. 이들의 생산 감소에 따른 가동률 축소 영향이 1Q20 실적부터 반영될 수 밖에 없다.

성장 근거가 산재한 만도 또한 1H21 비영업적 단기 실적 부진 예상

만도의 투자 포인트는 명확하다. 1) BEV 업체 T사에 대한 제동·조향 제품군 독점 공급을 통해 높은 성장을 공유하고 있다. 2) 현대·기아에 대한 ADAS 공급 또한 사실상 독식 중이다. 3) Hella 지분 정리를 통해 21년부터 해외 업체 ADAS 수출 길도 열렸다. 실제로 T사의 성장과 ADAS 매출 확장으로 2H20 실적 턴어라운드도 이뤄졌고, 최근 현대·기아 외 ADAS 신규 수주 (Mahindra, Rivian, Voyah, GAZ)도 확보했다. 기업가치 부양을 위한 근본적 성장 논거들이 탄탄하다.

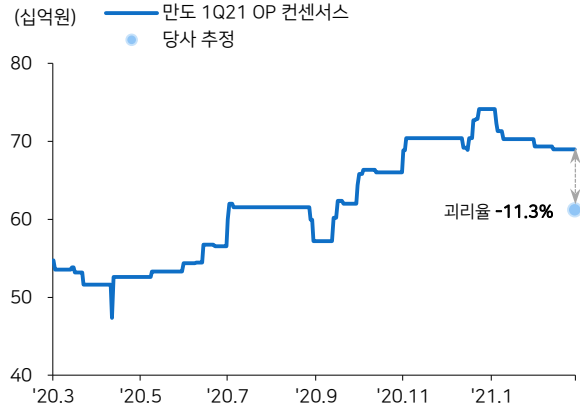
그러나 반도체 부족에 따른 비영업적 단기 실적 부진은 불가피하다. 매출 비중 11%인 GM의 미주 공장들이 멈춰 섰고, 10%인 T사도 지난 2월 생산 조정 발생했다. 2Q20에는 56%인 현대·기아의 생산차질 영향도 추가된다. 1H21 실현 가능 이익 추정을 하향하며, 이에 따라 21년 연간 EPS 전망치를 -9% 조정한다. 다만, 적정주가는 기존 90,000원을 유지한다. 비영업적 이슈로 인한 단기 실적 조정은 아쉬운 상황이나, 2H21 이후 이어질 실적 전개 방향은 여전히 유효하다.

그림1 만도 1Q21E 영업이익의 컨센서스 vs. 당사 추정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 만도 21년 연간 영업이익의 컨센서스 vs. 당사 추정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 반도체 부족에 따른 전방 업체 생산 차질로 1Q21 영업이익의 컨센서스 -11% 하회 전망

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,411.7	1,636.1	-13.7	1,501.5	-6.0	1,474.6	-4.3
영업이익	61.2	64.3	-4.7	65.6	-6.7	69.0	-11.3
세전이익	57.0	28.0	103.6	51.9	9.8	58.2	-2.1
지배순이익	42.4	11.6	264.8	36.9	14.9	44.4	-4.5
영업이익률 (%)	4.3	3.9		4.4		4.7	
세전이익률 (%)	4.0	1.7		3.5		3.9	
순이익률 (%)	3.0	0.7		2.5		3.0	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 다만, 공급 정상화 · 전방 수요 확장 통한 2H21 실적 개선으로 21년 연간 영업이익은 컨센서스 +8% 상회 가능하다고 판단

(십억원)	2021E			2022E		
	당사 예상치	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,296.6	6,347.0	-0.8	6,825.2	6,744.3	1.2
영업이익	350.9	323.8	8.4	427.6	361.5	18.3
세전이익	317.9	274.6	15.8	397.1	318.9	24.5
순이익	235.7	200.1	17.8	295.9	231.7	27.7
영업이익률(%)	5.6	5.1	0.5p	6.3	5.4	0.9p
세전이익률(%)	5.0	4.3	0.7p	5.8	4.7	1.1p
순이익률(%)	3.7	3.2	0.6p	4.3	3.4	0.9p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 21년 연간 실적 추정, 1H21 반도체 공급 부족 영향 반영해 조정

(십억원)	2020	2021E	2022E
매출액 - 신규 추정	5,563.5	6,296.6	6,825.2
매출액 - 기존 추정	5,563.5	6,404.9	6,802.1
% change	0.0%	-1.7%	0.3%
영업이익 - 신규 추정	88.7	350.9	427.6
영업이익 - 기존 추정	88.7	381.8	429.4
% change	0.0%	-8.1%	-0.4%
세전이익 - 신규 추정	4.8	317.9	397.1
세전이익 - 기존 추정	4.8	349.2	399.4
% change	0.0%	-9.0%	-0.6%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4.5	235.7	295.9
지배주주 순이익 - 기존 추정	4.5	259.7	297.8
% change	0.0%	-9.2%	-0.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	95.0	5,019.1	6,301.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	95.0	5,530.2	6,341.5
% change	0.0%	-9.2%	-0.6%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,310.1	1,013.4	1,501.5	1,738.5	1,411.7	1,515.4	1,590.9	1,778.5	5,563.5	6,296.6	6,825.2
(% YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	7.8	49.5	6.0	2.3	-7.0	13.2	8.4
영업이익	18.5	-75.9	65.6	80.4	61.2	79.6	88.0	122.1	88.7	350.9	427.6
(% YoY)	-42.3	적자전환	-6.8	25.1	230.9	흑자전환	34.1	51.9	-59.4	295.7	21.8
세전이익	13.9	-109.5	51.9	48.5	57.0	69.6	78.0	113.3	4.8	317.9	397.1
(% YoY)	-44.3	적자전환	-38.1	73.2	309.1	흑자전환	50.4	133.8	-97.3	6,536.4	24.9
지배주주 순이익	8.3	-112.3	36.9	71.6	42.4	51.0	58.1	84.1	4.5	235.7	295.9
(% YoY)	-50.5	적자전환	-27.6	515.8	408.7	흑자전환	57.7	17.6	-96.0	5,184.8	25.5
영업이익률 (%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.3	5.3	5.5	6.9	1.6	5.6	6.3
세전이익률 (%)	1.1	-10.8	3.5	2.8	4.0	4.6	4.9	6.4	0.1	5.0	5.8
지배주주 순이익률 (%)	0.6	-11.1	2.5	4.1	3.0	3.4	3.7	4.7	0.1	3.7	4.3

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 ADAS 부품 업체 Peer Group의 21E 평균 PER 16.8배를 적정 밸류레이션으로 적용

	국가	시총 (조원)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
AISIN SEIKI CO LTD	JN	12.4	8.5	7.3	0.8	0.7	9.1	9.7	4.8	4.3
AUTOLIV INC	SW	9.0	14.4	11.7	2.7	2.3	22.1	23.3	6.9	5.7
CONTINENTAL AG	GE	29.9	15.1	10.1	1.6	1.4	10.4	14.2	5.1	4.1
BORGWARNER INC	US	12.3	11.2	9.4	1.5	1.4	13.0	14.3	5.7	4.9
DENSO CORP	JN	59.2	18.3	14.1	1.5	1.4	8.9	10.2	7.9	6.7
GENTEX CORP	US	9.8	18.3	15.6	3.7	3.2	24.0	25.4	N/A	N/A
HELLA GMBH & CO KGAA	GE	7.1	14.1	12.3	2.0	1.8	15.1	15.4	5.9	5.1
VALEO SA	FR	9.2	20.8	11.6	1.8	1.6	9.3	16.0	4.2	3.5
HYUNDAI MOBIS CO LTD	SK	26.9	9.6	8.4	0.7	0.7	8.0	8.5	5.3	4.5
MAGNA INTERNATIONAL INC	CA	29.4	12.7	9.8	2.0	1.7	17.8	19.3	6.3	5.6
NEXTEER AUTOMOTIVE GROUP LTD	US	3.5	13.3	10.0	1.4	1.3	12.1	13.2	4.8	4.0
APTIV PLC	IR	41.4	36.1	27.0	4.2	3.8	12.6	14.9	15.1	12.8
INFINEON TECHNOLOGIES AG	GE	60.7	32.5	27.0	4.2	3.9	11.9	13.5	16.0	13.9
NXP SEMICONDUCTORS NV	NE	60.6	20.9	18.8	5.8	5.5	20.3	24.7	15.8	14.1
글로벌 Peer group 평균 (만도제외)		25.6	16.8	13.2	2.3	2.0	13.5	15.7	7.6	6.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,664.8	5,981.9	5,563.5	6,296.6	6,825.2
매출액증가율 (%)	-0.3	5.6	-7.0	13.2	8.4
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,893.6	5,359.3	5,763.9
매출총이익	724.4	834.1	670.0	937.3	1,061.3
판매관리비	526.9	615.6	581.3	586.4	633.7
영업이익	197.4	218.6	88.7	350.9	427.6
영업이익률	3.5	3.7	1.6	5.6	6.3
금융손익	-44.4	-26.0	-38.2	-25.3	-22.3
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	317.9	397.1
법인세비용	28.5	58.2	-7.7	73.1	91.3
당기순이익	112.9	118.2	12.5	244.8	305.8
지배주주지분 순이익	105.7	110.5	4.5	235.7	295.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,161.3	2,450.0	2,758.1
현금및현금성자산	117.6	205.3	306.0	346.3	409.5
매출채권	1,348.9	1,345.4	1,335.2	1,511.2	1,706.3
재고자산	318.6	336.8	313.2	354.5	384.3
비유동자산	2,464.5	2,485.8	2,452.4	2,453.8	2,460.4
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	150.1	162.7
자산총계	4,437.3	4,595.6	4,613.7	4,903.8	5,218.4
유동부채	1,835.8	1,756.8	1,848.9	1,896.5	1,947.7
매입채무	960.2	995.1	945.8	1,070.4	1,160.3
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	1,258.9	1,269.4
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	3,155.4	3,217.0
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	952.9	1,221.1
비지배주주지분	157.0	187.5	168.8	151.9	136.7
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,520.4	1,748.4	2,001.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	436.2	527.7	536.7
당기순이익(손실)	112.9	118.2	12.5	244.8	305.8
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	-76.3	-123.3
투자활동 현금흐름	-297.6	-300.1	-306.8	-500.8	-449.4
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	40.3	63.2
기초현금	118.8	117.6	205.3	306.0	346.3
기말현금	117.6	205.3	306.0	346.3	409.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	120,638	127,390	118,481	134,092	145,350
EPS(지배주주)	2,250	2,354	95	5,019	6,301
CFPS	2,505	4,372	6,516	7,375	8,721
EBITDAPS	9,990	11,056	8,297	13,766	15,226
BPS	31,556	33,767	32,379	37,233	42,622
DPS	500	500	0	800	1,000
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.0	1.2	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	28.7	27.4	680.2	12.9	10.3
PCR	8.0	7.4	9.9	5.7	5.2
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	2.0	1.9	2.0	1.7	1.5
EBITDA	469.1	519.2	389.6	646.4	715.0
EV/EBITDA	9.1	8.4	10.9	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	7.2	0.3	14.4	15.8
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	199.5	189.8	203.4	180.5	160.7
금융비용부담률	7.3	8.1	8.8	7.8	7.3
이자보상배율(x)	0.5	0.5	0.2	0.7	0.9
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	4.2	4.4	4.2
재고자산회전율(x)	17.9	18.3	17.1	18.9	18.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	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	투자의견	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	-	-	