



BUY (Maintain)

목표주가: 100,000원
주가(4/30): 58,100원
시가총액: 27,282억원

자동차/부품
Analyst 김민선

02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(4/30)	3,147.86pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	80,000 원	22,150원
등락률	-27.4%	162.3%
수익률	절대	상대
1M	-13.9%	-16.1%
6M	62.7%	17.2%
1Y	152.6%	52.1%

Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	736천주
외국인 지분율	22.9%
배당수익률(2021E)	0.9%
BPS(2021E)	37,766원
주요 주주	한라홀딩스 외 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,497.3	6,880.1
영업이익	218.6	88.7	361.8	430.6
EBITDA	519.2	394.5	592.7	658.8
세전이익	176.5	5.2	321.1	392.7
순이익	118.2	13.9	254.3	314.2
지배주주지분순이익	110.5	5.8	241.6	298.5
EPS(원)	2,354	123	5,146	6,356
증감률(% YoY)	4.6	-94.8	4,073.5	23.5
PER(배)	15.0	476.9	11.3	9.1
PBR(배)	1.09	1.69	1.54	1.33
EV/EBITDA(배)	5.9	10.0	6.6	5.6
영업이익률(%)	3.7	1.6	5.6	6.3
ROE(%)	7.6	0.4	14.2	15.6
순차입금비율(%)	85.0	65.7	58.5	39.5

Price Trend



만도 (204320)

단기 부침에도 구조적인 성장은 이어진다



1분기 영업이익은 719억원으로 당사 추정과 컨센서스를 상회했습니다. 계절적 비수기에도 주요 고객사 판매 호조와 합리화 작업 지속으로 인한 비용 절감으로 달성한 15년 이후 1분기 기준 최대 매출액/영업이익이었습니다. 차량용 반도체 수급난으로 인한 차질이 동사 2분기 실적에 큰 폭의 영향을 끼칠 가능성은 제한적일 것으로 판단하며, 하반기 이후 주요 고객사의 판매 증가(이연 포함)가 본격화되며 실적이 가파르게 개선될 것으로 전망합니다.

>>> 1분기 영업이익 719억원, 당사 추정 및 컨센서스 상회

1분기 영업이익은 719억원으로 당사 추정 및 컨센서스를 상회했다. (1회성 비용 쌍용차 1월 매출채권 대손충당금 14억원 등) 계절적 비수기에도 불구하고 주요 고객사 판매 호조와 합리화 작업 지속으로 인한 비용 절감 노력으로 달성한 15년 이후 1분기 기준 최대 매출액/영업이익이었다.

국내는 (YoY 8.4%) 쌍용차, GM 등 일부 업체의 감산/생산 중단에도 불구하고, 현대차/기아 판매 호조세 및 제품 믹스 개선이 실적을 견인했다.

ADAS 매출은 1,877억원으로, (YoY 0.9%, 전체 매출 중 12.5%) 차량용 반도체 수급난으로 인해 약 10%+ 영향이 있었다. (아이오닉5 지연, CKD 감소 등)

중국은 (YoY 89.6%) 현대차/기아/GM (YoY 41%), 로컬 OEM (YoY 65%) 등 전년 1분기 Covid-19 영향의 기저효과가 있었으며, 주요 EV 업체 상하이 공장 물량의 현지 이관분이 (20년 9월 이후) 반영되었다. (중국 매출 중 16%)

북미는 (YoY -4.8%) 현대차/기아 (YoY 6%) 판매 호조세에도 불구하고 GM, 포드 감산 등 비현대차/기아 매출 감소의 (YoY -10%) 영향이 있었다.

인도 (YoY 27.8%), 유럽은 (YoY 2.5%) 고객사 판매 호조세로 증가했다.

1분기 신규 수주는 2.9조원을 달성했고, (비 현대차/기아향 86%, 폭스바겐 서스펜션 1.4조원, 최초 상용차 ADAS 및 주차 기능 수주 등 포함) 만도헬라 인수로 인한 영업이익 증가는 약 10억원 반영되었다. (3월 실적 반영)

>>> 단기 부침에도 구조적인 성장은 이어진다

2분기 영업이익은 775억원으로 전망한다. 최근 차량용 반도체 수급 난으로 인한 생산 차질 우려에도 불구하고, 2분기 이후 1) 만도헬라 인수 효과 온기 반영 (분기 영업이익 약 50억원+), 2) 1분기 외생 변수로 인한 고부가 ADAS 매출 증가세 둔화에도 불구하고 향상된 영업이익 체력 입증과 더불어 향후 ADAS 매출 정상화를 통한 실적의 추가 개선 가능성을 감안하면, 최근의 차질이 동사 2분기 실적에 큰 폭의 영향을 끼칠 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 오히려 하반기 이후 주요 고객사의 견조한 수요에 기반한 판매 증가 (이연 포함)가 본격화되며 실적이 가파르게 개선될 것으로 전망한다.

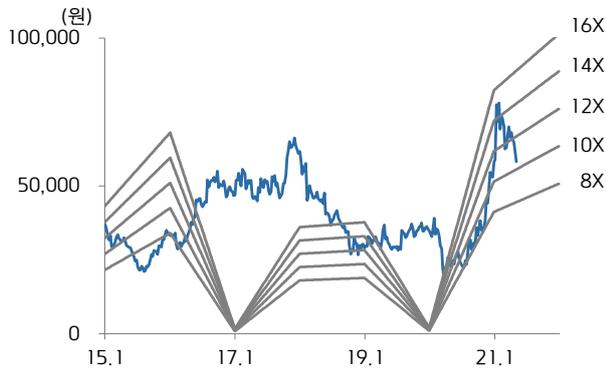
또한 최근 만도와 협력사 컨소시엄은 산업통상자원부가 발주한 차량용 라이다 개발사업 수행사업자로 선정 되었으며, 하반기 이후 라이다 수주 활동이 본격화 될 것으로 전망한다. 자율주행 전문 센서 업체로서 동사 역량도 재평가 될 것으로 판단하며, 목표주가 10만원을 유지한다. (12mf Target PER 일반 부품 10x, ADAS 50x 적용)

만도 Valuation

(십억원, 배, 천주)	지배지분 순이익 (12개월 선행)	Target P/E	적정가치	비고
ADAS (자율주행)	55.4	50	2,770	영업이익 9% 가정
일반 부품	206.6	10	2,066	
전사	262.0		4,836	
주식수			46,824	자사주 제외
적정주가 (원)			103,280	
목표주가 (원)			100,000	천원 단위 절하
현재주가 (원)			58,100	4/30 일 종가 기준
상승여력			72.1%	현재주가 대비

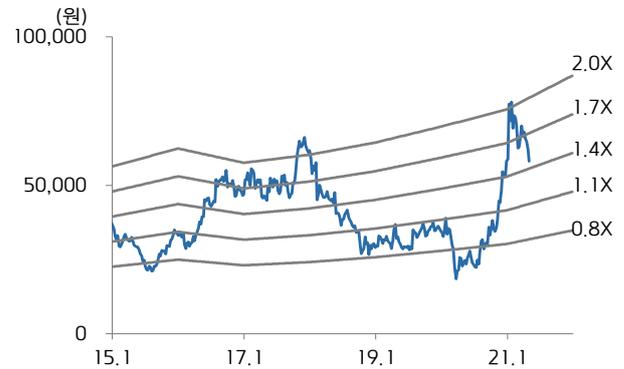
자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

만도 12개월 선행 PBR



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

만도 고객사 다변화 & 고정비 절감 성과

- 현대차/기아/GM/Geely 외 매출 비중 YoY 3.1%p, 매출 대비 고정비 YoY -2.9%p

Strong Performance in 1Q21

Chassis : Brake, Steering & Suspension

Record high 1Q21 earnings backed by strong growth from *chassis business, and structural improvements resulting in fixed cost savings

Chassis biz. sales +16% driven by customer diversification

Sales Contribution of Non-captive OEMs
※ Non-captive : Customers excluding HKMC, GM, and Geely

1Q20

28.3%

1Q21

31.4%
(3.1%p ↑)

	Growth	Sales Contribution
NA OEMs, ex-GM	+21%	12.1% (0.5%p ↑)
China, ex-Geely	+195%	6.9% (4.2%p ↑)
India Local	+113%	1.1% (0.5%p ↑)
Others	-2%	11.3% (2.1%p ↓)

*EV maker sales YoY +54%

Structural improvements

Fixed Cost as percentage of sales

-2.9%p

1Q20 1Q21

Global Headcount

-460 (-4%)

1Q20 1Q21

자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 1Q21 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q21P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q20	%QoQ	1Q20	%YoY
매출액	1501.6	1506.7	-0.3	1455.6	3.2	1738.5	-13.6	1310.1	14.6
영업이익	71.9	67.8	6.0	63.4	13.3	80.4	-10.6	18.5	288.4
영업이익률	4.8	4.5		4.4		4.6		1.4	
세전이익	67.1	58.3	15.0	53.7	24.8	48.9	37.2	13.9	381.6
순이익	51.1	46.7	9.6	41.0	24.7	77.0	-33.6	9.5	435.4
지배순이익	48.0	44.3	8.4	40.6	18.3	72.9	-34.1	8.3	476.6

자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 실적 추정 테이블

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,310.1	1,013.4	1,501.5	1,738.5	1,501.6	1,549.8	1,627.3	1,818.6	5,563.5	6,497.3	6,880.1
(%, YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	14.6	52.9	8.4	4.6	-7.0	16.8	5.9
(%, QoQ)	-19.9	-22.6	48.2	15.8	-13.6	3.2	5.0	11.8			
ADAS	186.0	153.5	211.8	221.8	187.7	218.0	239.3	250.6	773.1	895.6	985.2
매출 내 비중 (%)	14.2	15.1	14.1	12.8	12.5	14.1	14.7	13.8	13.9	13.8	14.3
(%, YoY)	10.7	-14.7	30.7	9.8	0.9	42.0	13.0	13.0	8.6	15.9	10.0
(%, QoQ)	-7.9	-17.5	38.0	4.7	-15.4	16.1	9.8	4.7			
국내	763.9	544.7	791.2	910.0	828.4	840.0	841.9	938.8	3,009.7	3,449.1	3,569.6
(%, YoY)	-1.8	-35.1	-1.9	1.1	8.4	54.2	6.4	3.2	-9.4	14.6	3.5
중국	184.0	304.8	342.5	461.6	348.8	347.5	366.5	466.2	1,292.9	1,529.0	1,591.4
(%, YoY)	-42.4	9.3	2.2	16.1	89.6	14.0	7.0	1.0	-2.9	18.3	4.1
북미	252.0	118.0	262.6	249.2	245.9	224.2	262.6	264.1	881.8	996.8	1,058.5
(%, YoY)	16.1	-48.5	8.8	5.2	-2.4	90.0	0.0	6.0	-4.6	13.0	6.2
인도	126.1	35.1	122.3	156.5	161.2	150.7	165.1	176.9	440.0	653.9	696.1
(%, YoY)	5.0	-72.9	-12.4	11.3	27.8	330.0	35.0	13.0	-16.9	48.6	6.5
기타	158.0	70.4	141.9	157.0	149.5	151.3	163.2	164.8	527.3	628.9	769.7
(%, YoY)	17.3	-51.6	-6.3	-3.8	-5.3	115.0	15.0	5.0	-11.3	19.3	22.4
연결조정	-173.9	-59.5	-159.1	-195.8	-232.2	-163.8	-172.0	-192.3	-588.2	-760.4	-805.2
영업이익	18.5	-75.9	65.6	80.4	71.9	77.5	96.0	116.4	88.7	361.8	430.6
(%, YoY)	-42.3	-246.5	-6.8	25.1	288.4	-202.1	46.3	44.7	-59.4	307.8	19.0
(%, QoQ)	-71.2	-510.1	-186.5	22.5	-10.6	7.8	23.9	21.2			
당기순이익 (지배자본)	8.3	-112.3	36.9	72.9	48.0	51.0	65.0	77.6	5.8	241.6	298.5
(%, YoY)	-50.5	-461.0	-27.6	527.3	476.6	-145.4	76.4	6.4	-94.8	4,073.5	23.5
영업이익률	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.0	5.9	6.4	1.6	5.6	6.3
당기순이익률	0.6	-11.1	2.5	4.2	3.2	3.3	4.0	4.3	0.1	3.7	4.3

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,981.9	5,563.5	6,497.3	6,880.1	7,170.6
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,500.3	5,776.9	6,002.3
매출총이익	834.1	669.7	997.0	1,103.2	1,168.3
판관비	615.6	581.0	635.2	672.7	701.1
영업이익	218.6	88.7	361.8	430.6	467.2
EBITDA	519.2	394.5	592.7	658.8	694.7
영업외손익	-42.1	-83.5	-40.7	-37.8	-34.6
이자수익	7.2	7.0	5.7	8.6	11.8
이자비용	48.5	45.0	39.1	39.1	39.1
외환관련이익	38.4	44.4	44.4	44.4	44.4
외환관련손실	38.2	63.8	55.0	55.0	55.0
종속 및 관계기업손익	-6.5	3.3	3.3	3.3	3.3
기타	5.5	-29.4	0.0	0.0	0.0
법인세차감전이익	176.5	5.2	321.1	392.7	432.5
법인세비용	58.2	-8.7	64.2	78.5	86.5
계속사업손익	118.2	13.9	256.9	314.2	346.0
당기순이익	118.2	13.9	254.3	314.2	346.0
지배주주순이익	110.5	5.8	241.6	298.5	328.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.6	-7.0	16.8	5.9	4.2
영업이익 증감율	10.7	-59.4	307.9	19.0	8.5
EBITDA 증감율	10.7	-24.0	50.2	11.2	5.4
지배주주순이익 증감율	4.6	-94.8	4,065.5	23.6	10.1
EPS 증감율	4.6	-94.8	4,073.5	23.5	10.1
매출총이익율(%)	13.9	12.0	15.3	16.0	16.3
영업이익률(%)	3.7	1.6	5.6	6.3	6.5
EBITDA Margin(%)	8.7	7.1	9.1	9.6	9.7
지배주주순이익률(%)	1.8	0.1	3.7	4.3	4.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,605.4	2,968.2	3,332.7
현금 및 현금성자산	205.3	561.4	448.9	686.1	953.0
단기금융자산	45.9	27.1	28.5	29.9	31.4
매출채권 및 기타채권	1,384.3	1,364.7	1,605.2	1,699.8	1,771.6
재고자산	336.8	322.6	385.0	407.7	424.9
기타유동자산	137.5	131.2	137.8	144.7	151.8
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,518.9	2,519.8	2,532.7
투자자산	142.6	157.9	163.3	168.7	174.1
유형자산	1,946.6	2,039.4	2,021.6	2,017.1	2,024.5
무형자산	171.3	125.2	125.2	125.2	125.2
기타비유동자산	225.3	208.8	208.8	208.8	208.9
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,124.2	5,488.0	5,865.4
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,068.8	2,144.4	2,201.8
매입채무 및 기타채무	1,225.9	1,328.0	1,512.5	1,588.1	1,645.4
단기금융부채	445.8	618.7	471.5	471.5	471.5
기타유동부채	85.1	84.9	84.8	84.8	84.9
비유동부채	1,253.2	1,197.2	1,197.2	1,197.2	1,197.2
장기금융부채	1,152.6	1,092.2	1,092.2	1,092.2	1,092.2
기타비유동부채	100.6	105.0	105.0	105.0	105.0
부채총계	3,010.0	3,228.8	3,266.0	3,341.6	3,399.0
지배지분	1,511.7	1,637.5	1,773.4	2,045.9	2,348.6
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	-91.0	67.1	-15.2	-17.8	-20.4
이익잉여금	754.5	722.3	940.5	1,215.5	1,520.9
비지배지분	73.9	72.1	84.8	100.5	117.8
자본총계	1,585.6	1,709.6	1,858.2	2,146.4	2,466.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	413.4	570.5	611.4
당기순이익	112.9	118.2	254.3	314.2	346.0
비현금항목의 가감	385.6	442.1	399.8	408.5	412.6
유형자산감가상각비	245.2	253.6	231.0	228.2	227.5
무형자산감가상각비	55.4	52.2	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-6.5	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타	91.5	139.6	172.1	183.6	188.4
영업활동자산부채증감	-236.2	52.4	-148.5	-48.5	-38.8
매출채권및기타채권의감소	-6.1	-9.5	-240.5	-94.6	-71.8
재고자산의감소	-17.5	14.2	-62.4	-22.7	-17.2
매입채무및기타채무의증가	35.5	104.3	184.4	75.6	57.4
기타	-248.1	-56.6	-30.0	-6.8	-7.2
기타현금흐름	10.2	-182.7	-92.2	-103.7	-108.4
투자활동 현금흐름	-300.1	-144.4	-191.4	-202.1	-213.4
유형자산의 취득	-221.9	-177.6	-213.1	-223.8	-234.9
유형자산의 처분	7.9	21.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.1	-19.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-39.2	-12.0	-2.1	-2.1	-2.1
단기금융자산의감소(증가)	-29.2	18.8	-1.4	-1.4	-1.5
기타	-7.6	25.2	25.2	25.2	25.1
재무활동 현금흐름	114.7	71.4	-161.4	-37.6	-37.6
차입금의 증가(감소)	164.0	126.9	-147.2	0.0	0.0
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	-34.0	-41.3	0.0	-23.4	-23.4
기타	-15.3	-14.2	-14.2	-14.2	-14.2
기타현금흐름	0.6	-0.9	-173.2	-93.5	-93.5
현금 및 현금성자산의 순증가	87.7	356.1	-112.6	237.3	266.9
기초현금 및 현금성자산	117.6	205.3	561.4	448.8	686.1
기말현금 및 현금성자산	205.3	561.4	448.8	686.1	953.0

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,354	123	5,146	6,356	7,001
BPS	32,193	34,872	37,766	43,569	50,016
CFPS	10,729	9,710	13,930	15,390	16,155
DPS	550	0	500	500	500
주가배수(배)					
PER	15.0	476.9	11.3	9.1	8.3
PER(최고)	16.9	511.0	17.3	14.0	12.7
PER(최저)	11.3	131.4	11.1	9.0	8.1
PBR	1.09	1.69	1.54	1.33	1.16
PBR(최고)	1.24	1.81	2.36	2.04	1.78
PBR(최저)	0.83	0.46	1.51	1.31	1.14
PSR	0.28	0.50	0.42	0.40	0.38
PCFR	3.3	6.1	4.2	3.8	3.6
EV/EBITDA	5.9	10.0	6.6	5.6	4.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.8	0.0	9.2	7.5	6.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.6	0.0	0.9	0.9	0.9
ROA	2.6	0.3	5.1	5.9	6.1
ROE	7.6	0.4	14.2	15.6	15.0
ROIC	6.0	4.0	10.7	12.4	13.2
매출채권회전율	4.3	4.0	4.4	4.2	4.1
재고자산회전율	18.3	16.9	18.4	17.4	17.2
부채비율	189.8	188.9	175.8	155.7	137.8
순차입금비율	85.0	65.7	58.5	39.5	23.5
이자보상배율	4.5	2.0	9.3	11.0	12.0
총차입금	1,598.4	1,710.9	1,563.7	1,563.7	1,563.7
순차입금	1,347.2	1,122.4	1,086.4	847.7	579.3
NOPLAT	519.2	394.5	592.7	658.8	694.7
FCF	4.6	289.4	158.8	300.4	327.5

Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 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

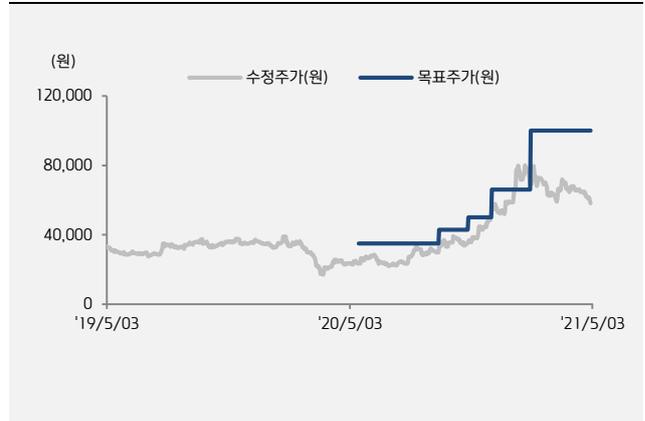
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하 여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	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	-13.68	9.20
	2020/12/04	BUY (Maintain)	66,000원	6개월	-1.84	21.21
	2021/02/04	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-31.00	-24.20
	2021/03/04	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-32.56	-24.20
	2021/04/05	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-33.62	-24.20
	2021/05/03	BUY (Maintain)	100,000원	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%