

2021. 5. 3



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

## Buy

적정주가 (12개월)	90,000 원
현재주가 (4.30)	58,100 원
상승여력	54.9%
KOSPI	3,147.86pt
시가총액	27,282억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	22.93%
52주 최고/최저가	80,000원/22,150원
평균거래대금	501.5억원
주요주주(%)	
한라홀딩스 외 3인	30.26
국민연금공단	8.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.9	62.7	145.7
상대주가	-16.1	17.2	52.0

### 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	25.8	1.8	8.5	7.3	199.5
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	24.7	1.7	7.8	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	471.2	1.6	9.7	0.4	188.9
2021E	6,359.5	352.2	234.5	4,993	3,950.1	40,889	11.6	1.4	5.8	12.9	165.0
2022E	6,831.8	427.4	296.1	6,306	26.3	45,940	9.2	1.3	5.2	14.5	148.9

# 만도 204320

## 차별화된 실적 개선 역량 증명

- ✓ 우려 요인이 산재했음에도, 컨센서스를 상회하는 1Q21 호실적 기록
- ✓ 현대/기아 성공적 신차 Cycle 지속, T사 가파른 판매 성장 지속, T사 외 신규 BEV 업체 공급계약 확대, ADAS 신규 수주 확대 및 ASP 상승 견인할 신규 제품 출시 (DCU10 → DCU15 · DCU20), 20년 진행한 구조조정에 따른 비용절감 효과 지속 중
- ✓ 글로벌 차량용 반도체 부족 현상 완화될 3Q21이 코앞
- ✓ 우려가 아닌 성장에 주목할 시기. 투자의견 Buy, 적정주가 90,000원 유지

### 1Q21 실적, 우려는 줄이고 성장 동력은 더욱 강화

만도 1Q21 실적은 매출 1,500억원 (+15% YoY, 이하 YoY), 영업이익 719억원 (+288%), 지배주주 순이익 480억원 (+477%)으로, 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 1Q21 영업이익의 컨센서스는 지난 1월 742억원이었으나, 반도체 공급 차질 우려가 지속되며 632억원까지 조정됐었다. 719억원의 영업이익 실현은 반도체 부족 영향을 극복하는 지역 · 고객 · 제품 믹스 개선 역량의 확인이다.

1Q21은 분명 어려운 시기였다. GM/Ford 북미 생산중단, 현대 IONIQ5 출고 지연, T사 고가 모델 생산중단이 겹쳤다. 그러나 GM/Ford에 대한 북미 매출 감소 (-10%)는 현대/기아 북미 생산 증대 (+11%)로 방어했으며, IONIQ5 출고 지연은 현대/기아 국내 생산 증대 (+15%)로 이겨냈다. T사 매출은 +40% 늘어났다. 고가 모델의 일시적 생산중단이 ASP 믹스에는 부정적이나, 대중 모델의 가파른 수요 성장 (+76%)이 지속됐다. 실적 방어와 더불어 공격도 계속됐다. 지난 2H20 이후 실적 턴어라운드 핵심 근거로 작용 중인 중국은 T사 판매 호조 · 구조조정 효과로 수익성 개선을 이어갔다 (영업이익률 +16%p, 흑자전환).

### 변화 없는 성장의 방향성

2Q21 현대/기아의 반도체 영향 존재하나, 양 사의 도매판매는 현재 보유 재고와 입고 일정을 고려 시 +5~6% QoQ의 생산 증대가 가능하다. BEV 업체 신규 수주도 지속 중이다. Amazon, 북미 R사, 북미 C사, 중국 N사에 이어 유럽 BEV 업체로부터의 신규 수주가 확보됐다. 지난 3월 만도헬라 인수는 비용절감과 더불어 신규 ADAS 수주 (중국, 러시아)로 이어졌다. 글로벌 완성차 업계의 반도체 부족 영향이 해소될 3Q21이 코앞이다. 우려보다는 성장에 대한 기대가 기업가치에 반영되어야 할 시점이다. 투자의견 Buy, 적정주가 90,000원을 유지한다.

**표1 1Q21 영업이익, 지역·고객·제품 믹스 개선으로 반도체 공급차질 영향 극복하며 시장 기대치 +11.4% 상회**

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,501.6	1,310.1	14.6	1,738.5	-13.6	1,457.5	3.0	1,411.7	6.4
영업이익	71.9	18.5	288.4	80.4	-10.6	64.5	11.4	61.2	17.4
세전이익	67.1	13.9	381.6	48.5	38.4	54.1	24.0	57.0	17.7
순이익	48.0	8.3	476.6	71.6	-32.9	42.6	12.8	42.4	13.4
영업이익률(%)	4.8	1.4		4.6		4.4		4.3	
세전이익률(%)	4.5	1.1		2.8		3.7		4.0	
순이익률(%)	3.2	0.6		4.1		2.9		3.0	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

**표2 현대·기아 신차판매 호조, 북미 T사 판매성장 지속, 신규 수주 및 공급계약 확대 등으로 2021년 당기순이익의 시장 기대치 +22.8% 상회 전망**

(십억원)	2021E			2022E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,359.5	6,325.8	0.5	6,831.8	6,787.3	0.7
영업이익	352.2	314.0	12.2	427.4	366.0	16.8
세전이익	319.3	267.1	19.6	398.7	323.9	23.1
순이익	234.5	190.9	22.8	296.1	232.4	27.4
영업이익률(%)	5.5	5.0	0.6p	6.3	5.4	0.9p
세전이익률(%)	5.0	4.2	0.8p	5.8	4.8	1.1p
순이익률(%)	3.7	3.0	0.7p	4.3	3.4	0.9p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

**표3 20년·21년 실적 전망, 큰 변동 없이 유지**

(십억원)	2020	2021E	2022E
매출액 - 신규 추정	5,563.5	6,359.5	6,831.8
매출액 - 기존 추정	5,563.5	6,296.6	6,825.2
<b>% change</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.1%</b>
영업이익 - 신규 추정	88.7	352.2	427.4
영업이익 - 기존 추정	88.7	350.9	427.6
<b>% change</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.0%</b>
세전이익 - 신규 추정	5.2	319.3	398.7
세전이익 - 기존 추정	5.2	317.9	397.1
<b>% change</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
지배주주 순이익 - 신규 추정	5.8	234.5	296.1
지배주주 순이익 - 기존 추정	5.8	235.7	295.9
<b>% change</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.1%</b>
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	123.3	4,993.4	6,306.4
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	123.3	5,019.1	6,301.2
<b>% change</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.1%</b>

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,310.1</b>	<b>1,013.4</b>	<b>1,501.5</b>	<b>1,738.5</b>	<b>1,501.6</b>	<b>1,586.7</b>	<b>1,545.3</b>	<b>1,726.0</b>	<b>5,563.5</b>	<b>6,359.5</b>	<b>6,831.8</b>
(% YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	14.6	56.6	2.9	-0.7	-7.0	14.3	7.4
<b>OP</b>	<b>18.5</b>	<b>-75.9</b>	<b>65.6</b>	<b>80.4</b>	<b>71.9</b>	<b>83.5</b>	<b>82.1</b>	<b>114.8</b>	<b>88.7</b>	<b>352.2</b>	<b>427.4</b>
(% YoY)	-42.3	적자전환	-6.8	25.1	288.4	흑자전환	25.0	42.7	-59.4	297.1	21.3
<b>RP</b>	<b>13.9</b>	<b>-109.5</b>	<b>51.9</b>	<b>48.9</b>	<b>67.1</b>	<b>73.8</b>	<b>72.6</b>	<b>105.9</b>	<b>5.2</b>	<b>319.3</b>	<b>398.7</b>
(% YoY)	-44.3	적자전환	-38.1	74.7	381.6	흑자전환	39.9	116.6	-97.1	6,044.2	24.9
<b>NP</b>	<b>8.3</b>	<b>-112.3</b>	<b>36.9</b>	<b>72.9</b>	<b>48.0</b>	<b>54.1</b>	<b>53.9</b>	<b>78.4</b>	<b>5.8</b>	<b>234.5</b>	<b>296.1</b>
(% YoY)	-50.5	적자전환	-27.6	527.3	476.6	흑자전환	46.2	7.6	-94.8	3,950.1	26.3
OP margin (%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.3	5.3	6.6	1.6	5.5	6.3
RP margin (%)	1.1	-10.8	3.5	2.8	4.5	4.7	4.7	6.1	0.1	5.0	5.8
NP margin (%)	0.6	-11.1	2.5	4.2	3.2	3.4	3.5	4.5	0.1	3.7	4.3

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>5,664.8</b>	<b>5,981.9</b>	<b>5,563.5</b>	<b>6,359.5</b>	<b>6,831.8</b>
매출액증가율 (%)	-0.3	5.6	-7.0	14.3	7.4
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,893.8	5,405.9	5,769.5
매출총이익	724.4	834.1	669.7	953.6	1,062.3
판매관리비	526.9	615.6	581.0	601.4	635.0
<b>영업이익</b>	<b>197.4</b>	<b>218.6</b>	<b>88.7</b>	<b>352.2</b>	<b>427.4</b>
영업이익률	3.5	3.7	1.6	5.5	6.3
금융손익	-44.4	-26.0	-49.9	-29.3	-24.5
중속/관계기업손익	-65.2	-65.2	33.4	6.5	8.0
기타영업외손익	53.6	49.1	-67.1	-10.0	-12.2
세전계속사업이익	141.4	176.5	5.2	319.3	398.7
법인세비용	28.5	58.2	-8.7	74.5	93.0
<b>당기순이익</b>	<b>112.9</b>	<b>118.2</b>	<b>13.9</b>	<b>244.8</b>	<b>305.7</b>
지배주주지분 손이익	105.7	110.5	5.8	234.5	296.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>286.9</b>	<b>272.5</b>	<b>430.0</b>	<b>400.7</b>	<b>522.2</b>
당기순이익(손실)	112.9	118.2	13.9	244.8	305.7
유형자산상각비	218.9	245.2	253.6	255.3	255.2
무형자산상각비	52.8	55.4	52.2	42.0	35.0
운전자본의 증감	-170.8	-236.2	52.4	-195.3	-127.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-297.6</b>	<b>-300.1</b>	<b>-144.4</b>	<b>-403.4</b>	<b>-387.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-262.5	-221.9	-177.6	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	3.5	-74.7	15.5	20.0	10.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>10.0</b>	<b>114.7</b>	<b>71.4</b>	<b>13.6</b>	<b>-23.8</b>
차입금의 증감	32.3	164.0	126.9	13.6	13.8
자본의 증가	0.0	1.0	1.0	2.0	3.0
현금의 증가(감소)	-1.1	87.7	356.1	10.9	110.8
기초현금	118.8	117.6	205.3	561.4	572.4
기말현금	117.6	205.3	561.4	572.4	683.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,972.7</b>	<b>2,109.8</b>	<b>2,407.0</b>	<b>2,633.5</b>	<b>2,965.7</b>
현금및현금성자산	117.6	205.3	561.4	572.4	683.2
매출채권	1,348.9	1,345.4	1,334.0	1,462.7	1,639.6
재고자산	318.6	336.8	322.6	358.1	384.7
<b>비유동자산</b>	<b>2,464.5</b>	<b>2,485.8</b>	<b>2,531.3</b>	<b>2,453.9</b>	<b>2,403.5</b>
유형자산	1,943.0	1,946.6	2,039.4	1,984.1	1,928.9
무형자산	212.2	171.3	125.2	105.3	94.5
투자자산	110.5	142.6	157.9	151.6	162.8
<b>자산총계</b>	<b>4,437.3</b>	<b>4,595.6</b>	<b>4,938.3</b>	<b>5,087.4</b>	<b>5,369.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,835.8</b>	<b>1,756.8</b>	<b>2,031.6</b>	<b>1,971.7</b>	<b>2,008.1</b>
매입채무	960.2	995.1	1,098.8	1,081.1	1,161.4
단기차입금	98.0	87.5	108.5	109.0	109.6
유동성장기부채	460.1	349.0	502.7	507.7	512.8
<b>비유동부채</b>	<b>1,119.7</b>	<b>1,253.2</b>	<b>1,197.2</b>	<b>1,195.6</b>	<b>1,203.9</b>
사채	498.5	747.9	548.5	554.0	559.5
장기차입금	323.7	377.3	518.7	521.3	523.9
<b>부채총계</b>	<b>2,955.5</b>	<b>3,010.0</b>	<b>3,228.8</b>	<b>3,167.4</b>	<b>3,211.9</b>
<b>자본금</b>	<b>47.0</b>	<b>47.0</b>	<b>47.0</b>	<b>47.0</b>	<b>47.0</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>601.8</b>	<b>601.8</b>	<b>601.8</b>	<b>601.8</b>	<b>601.8</b>
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	681.2	754.5	722.3	967.1	1,235.2
비지배주주지분	157.0	187.5	343.8	309.4	278.4
<b>자본총계</b>	<b>1,481.8</b>	<b>1,585.6</b>	<b>1,709.6</b>	<b>1,920.0</b>	<b>2,157.2</b>

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	120,638	127,390	118,481	135,433	145,491
EPS(지배주주)	2,250	2,354	123	4,993	6,306
CFPS	2,505	4,372	11,956	12,189	14,549
EBITDAPS	9,990	11,056	8,401	13,831	15,281
BPS	31,556	33,767	36,407	40,889	45,940
DPS	500	500	0	800	1,000
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.0	1.4	1.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	25.8	24.7	471.2	11.6	9.2
PCR	7.2	6.6	8.8	5.1	4.7
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EBITDA	469.1	519.2	394.5	649.5	717.6
EV/EBITDA	8.5	7.8	9.7	5.8	5.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.3	7.2	0.4	12.9	14.5
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	199.5	189.8	188.9	165.0	148.9
금융비용부담률	7.3	8.1	8.1	7.1	6.7
이자보상배율(x)	0.5	0.5	0.2	0.8	0.9
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	4.2	4.5	4.4
재고자산회전율(x)	17.9	18.3	16.9	18.7	18.4

**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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 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)	
2019.04.26	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-22.8	-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	-	-	