



BUY (Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(7/30): 61,500원

시가총액: 28,879억원

자동차/부품

Analyst 김민선

02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(7/30)	3,202.32pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	80,000 원	27,200원
등락률	-23.1%	126.1%
수익률	절대	상대
1M	-7.5%	-4.8%
6M	-11.1%	-17.4%
1Y	126.1%	60.1%

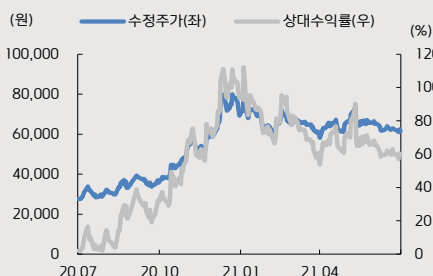
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	705천주
외국인 지분율	23.7%
배당수익률(2021E)	1.0%
BPS(2021E)	37,771원
주요 주주	한라홀딩스 외 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,392.4	6,856.8
영업이익	218.6	88.7	345.0	419.2
EBITDA	519.2	394.5	575.9	647.4
세전이익	176.5	5.2	326.0	403.0
순이익	118.2	13.9	259.5	322.4
지배주주지분순이익	110.5	5.8	246.5	306.3
EPS(원)	2,354	123	5,250	6,522
증감률(% YoY)	4.6	-94.8	4,158.4	24.2
PER(배)	15.0	476.9	11.7	9.4
PBR(배)	1.09	1.69	1.63	1.41
EV/EBITDA(배)	5.9	10.0	7.0	5.9
영업이익률(%)	3.7	1.6	5.4	6.1
ROE(%)	7.6	0.4	14.5	16.0
순차입금비용(%)	85.0	65.7	57.8	39.4

Price Trend



만도 (204320)

지속적인 성장을 위한 2가지 조건



만도의 2분기 영업이익은 767억원으로 당사 추정치에 부합하고 컨센서스를 상회했습니다. 차량용 반도체 수급난, Covid-19 재확산 등의 비우호적인 환경에도 영업이익률 증가가 돋보였습니다. 만도의 지속적인 성장을 위한 2가지 조건은 1) ADAS 부문의 성장성, 2) 현대차그룹 및 주요 전기차 업체향 공급 구도이며, 최근 수주 및 판매 추이는 이러한 동력이 향후에도 지속될 것을 시사합니다. 부품 업종 Top-Pick, 목표주가 10만원을 유지합니다.

>>> 2분기 영업이익 767억원, 추정치 부합 및 컨센서스 상회

만도의 2분기 영업이익은 767억원으로 (OPM 5.2%) 당사 추정치 (770억원)에 부합하고 컨센서스를 (719억원) 상회했다.

국내 (YoY 61.4%) 현대차/기아 판매 호조세, 믹스 개선이 실적을 견인했다. ADAS 매출은 1,926억원으로 (YoY 25.5%, 전체 매출 중 12.9%) 차량용 반도체 수급 및 아이오닉5 출고 지연 등의 영향이 일부 있었다.

중국 (YoY 20.8%) 현대차/기아/GM (YoY -26.5%), 로컬 OEM (YoY 13.2%) 등에 비해 주요 전기차 업체 상하이 공장 물량 증가가 두드러졌다. (중국 매출 중 20%, 역대 최대 고객사, 20년 9월 이후 현지 생산)

북미 (YoY 98.5%) 현대차/기아 및 주요 전기차 업체향 매출은 비교적 견조했으나 (QoQ -2%) GM, 포드 감산의 영향이 있었다. (QoQ -23%, -21%)

인도는 (YoY 312%) Covid-19 재확산, 비수기에도 견조한 매출을 유지했다. 지역별 영업이익률은 국내 3.5%, 중국 4.5%, 북미 3.2%, 유럽 2.9%, 인도 9% 등이다.

2분기 신규 수주는 3.9조원이었고 (연간 목표액 8.3조, 상반기 83% 달성, 주요 전기차 업체 미국/중국 증설 물량, 현대차/기아 주차 기능 및 인도 로컬 ADAS 등 포함) 만도헬라 인수로 인한 영업이익 약 85억원이 반영되었다

>>> 지속적인 성장을 위한 2가지 조건, 부품 업종 Top-Pick

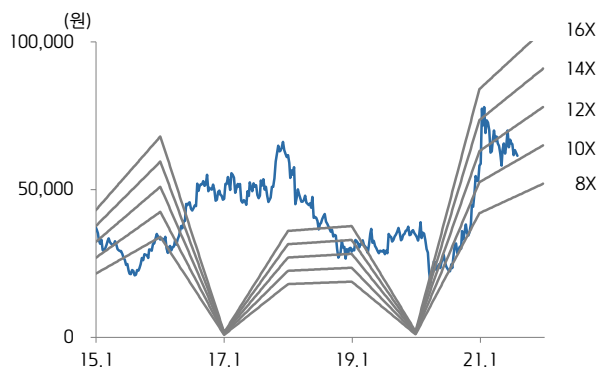
만도의 지속적인 성장을 위한 2가지 조건은 1) ADAS 부문의 성장성 (+경쟁력), 2) 현대차그룹 및 주요 전기차 업체향 공급 구도 일 것이다. 1) ADAS는 상반기 차량용 반도체 수급난 및 고객사 생산 차질의 영향이 있었으나 하반기 이후 정상화를 기대하고, 경쟁력 강화를 위한 고객사 다변화와 (MHE 인수 이후 지역 수주 제한 해제) Lidar, 4D 이미지 레이다 등 차세대 제품 개발도 진행 중이다. 2) 또한 최근 주요 전기차 업체 미국/중국 공장 증설 물량을 수주함에 따라 현재의 공급 구도는 향후에도 변하지 않을 전망이다. 만도의 금년 해당 업체 공급 계획은 92만대이며, (미 52만대, 중 38만대, 독 2만대) 해당 업체는 향후 수년간 50%+의 성장성을 제시했다. 현재 만도의 공헌이익률은 20% 수준으로, 해당 업체의 물량 증가가 계획대로 이루어진다면 내년 영업이익 증분은 최대 600억원에 달할 전망이다. (대당 ASP 60만원*50만대=3천억원 매출 증가 가정) 해당 업체 납품 이력에 기반한 EV 샷시 리더십도 주목한다. 부품 업종 Top-Pick, 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)	54.6	50	2,730	영업이익률 9% 가정
일반 부품	206.8	10	2,068	
전사	261.4		4,798	
주식수			46,824	자사주 제외
적정주가 (원)			102,469	
목표주가 (원)			100,000	천원 단위 절하
현재주가 (원)			61,500	7/30 일 종가 기준
상승여력			62.6%	현재주가 대비

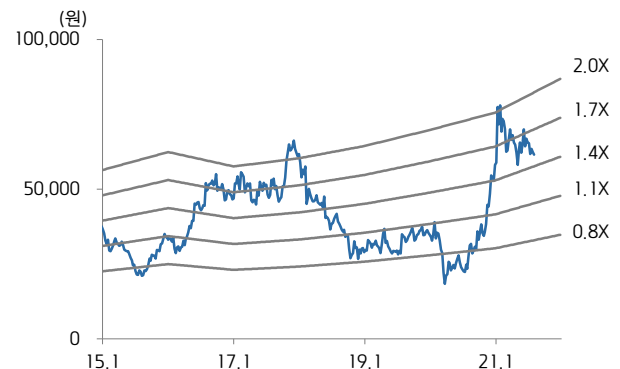
자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

만도 12개월 선행 PBR



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

만도 EV 업체 별 수주 내역 – 주요 전기차 업체 공급 이력 기반 글로벌 EV 샷시 리더십 주도

xEV Customers Acquisition Status

– Year order secured

Yr.	NA xEV A	NIO	NA xEV B	WEIMA	China xEV	Canoo	NA xEV C	Hozon	NA xEV D	EU xEV	SE Asia xEV
'15	●										
'16	○										
'17		●	●	●							
'18			○		●	●					
'19	○	○		○		○	●	●			
'20	○	○		○			○		●		
'21	○	○		○				○		●	●

*Some xEV customers' names are not disclosed due to NDA

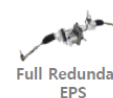
xEV customers' share in total order backlog (2Q21)

18%

E-product percentage in xEV customer order backlog

88%

vs. 65% company avg.



자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 2Q21 실적 Review

(단위: 십억원)	2Q21P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q21	%QoQ	2Q20	%YoY
매출액	1487.5	1539.8	-3.4	1510.3	-1.5	1501.5	-0.9	1013.4	46.8
영업이익	76.7	77.0	-0.4	71.9	6.6	71.8	6.8	-75.9	-201.1
영업이익률	5.2	5.0		4.8		4.8		-7.5	
세전이익	102.2	60.3	69.5	58.4	75.1	68.1	50.0	-109.5	-193.3
순이익	80.4	48.2	66.8	46.1	74.5	52.2	54.2	-111.9	-171.9
지배순이익	78.3	45.8	70.9	45.5	72.1	49.1	59.4	-112.3	-169.7

자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 실적 추정 테이블

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,310.1	1,013.4	1,501.5	1,738.5	1,501.5	1,487.5	1,620.4	1,783.1	5,563.5	6,392.4	6,856.8
(%, YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	14.6	46.8	7.9	2.6	-7.0	14.9	7.3
(%, QoQ)	-19.9	-22.6	48.2	15.8	-13.6	-0.9	8.9	10.0			
ADAS	186.0	153.5	211.8	221.8	187.7	192.6	235.1	250.6	773.1	866.0	938.0
매출 내 비중 (%)	14.2	15.1	14.1	12.8	12.5	12.9	14.5	14.1	13.9	13.5	13.7
(%, YoY)	10.7	-14.7	30.7	9.8	0.9	25.5	11.0	13.0	8.6	12.0	8.3
(%, QoQ)	-7.9	-17.5	38.0	4.7	-15.4	2.6	22.1	6.6			
국내	763.9	544.7	791.2	910.0	784.4	879.3	901.4	959.5	3,009.7	3,524.6	3,717.8
(%, YoY)	-1.8	-35.1	-1.9	1.1	2.7	61.4	13.9	5.4	-9.4	17.1	5.5
중국	184.0	304.8	342.5	461.6	341.2	368.0	387.1	484.7	1,292.9	1,581.0	1,664.5
(%, YoY)	-42.4	9.3	2.2	16.1	85.5	20.7	13.0	5.0	-2.9	22.3	5.3
미국	252.0	118.0	262.6	249.2	239.1	234.2	260.0	266.6	881.8	1,000.0	1,082.1
(%, YoY)	16.1	-48.5	8.8	5.2	-5.1	98.5	-1.0	7.0	-4.6	13.4	8.2
인도	126.1	35.1	122.3	156.5	156.5	144.5	156.5	176.9	440.0	634.4	685.0
(%, YoY)	5.0	-72.9	-12.4	11.3	24.1	312.2	28.0	13.0	-16.9	44.2	8.0
기타	158.0	70.4	141.9	157.0	154.2	128.7	157.5	161.7	527.3	602.1	726.0
(%, YoY)	17.3	-51.6	-6.3	-3.8	-2.4	82.9	11.0	3.0	-11.3	14.2	20.6
연결조정	-173.9	-59.5	-159.1	-195.8	-173.9	-267.2	-242.1	-266.4	-588.2	-949.7	-1,018.7
영업이익	18.5	-75.9	65.6	80.4	71.8	76.7	85.9	110.6	88.7	345.0	419.2
(%, YoY)	-42.3	-246.5	-6.8	25.1	288.0	-201.1	30.8	37.5	-59.4	288.9	21.5
(%, QoQ)	-71.2	-510.1	-186.5	22.5	-10.7	6.8	12.0	28.8			
당기순이익 (지배자본)	8.3	-112.3	36.9	72.9	49.1	78.3	58.1	61.1	5.8	246.5	306.3
(%, YoY)	-50.5	-461.0	-27.6	527.3	489.2	-169.7	57.4	-16.1	-94.8	4,158.4	24.2
영업이익률	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.2	5.3	6.2	1.6	5.4	6.1
당기순이익률	0.6	-11.1	2.5	4.2	3.3	5.3	3.6	3.4	0.1	3.9	4.5

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,981.9	5,563.5	6,392.4	6,856.8	7,132.3
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,384.5	5,726.4	5,927.8
매출총이익	834.1	669.7	1,007.9	1,130.4	1,204.6
판매비	615.6	581.0	662.9	711.2	739.8
영업이익	218.6	88.7	345.0	419.2	464.8
EBITDA	519.2	394.5	575.9	647.4	692.3
영업외손익	-42.1	-83.5	-19.0	-16.2	-12.9
이자수익	7.2	7.0	5.8	8.6	11.9
이자비용	48.5	45.0	37.5	37.5	37.5
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	20.0	20.0	20.0
법인세차감전이익	176.5	5.2	326.0	403.0	451.8
법인세비용	58.2	-8.7	65.2	80.6	90.4
계속사업순손익	118.2	13.9	260.8	322.4	361.5
당기순이익	118.2	13.9	259.5	322.4	361.5
지배주주순이익	110.5	5.8	246.5	306.3	343.4
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.6	-7.0	14.9	7.3	4.0
영업이익 증감율	10.7	-59.4	289.0	21.5	10.9
EBITDA 증감율	10.7	-24.0	46.0	12.4	6.9
지배주주순이익 증감율	4.6	-94.8	4,150.0	24.3	12.1
EPS 증감율	4.6	-94.8	4,158.4	24.2	12.1
매출총이익율(%)	13.9	12.0	15.8	16.5	16.9
영업이익률(%)	3.7	1.6	5.4	6.1	6.5
EBITDA Margin(%)	8.7	7.1	9.0	9.4	9.7
지배주주순이익률(%)	1.8	0.1	3.9	4.5	4.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	425.3	565.1	628.4
당기순이익	112.9	118.2	259.5	322.4	361.5
비현금항목의 가감	385.6	442.1	399.0	409.0	414.8
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	171.3	184.1	190.6
영업활동자산부채증감	-236.2	52.4	-141.8	-62.1	-37.2
매출채권및기타채권의감소	-6.1	-9.5	-214.6	-114.7	-68.1
재고자산의감소	-17.5	14.2	-56.2	-27.5	-16.3
매입채무및기타채무의증가	35.5	104.3	163.7	91.7	54.4
기타	-248.1	-56.6	-34.7	-11.6	-7.2
기타현금흐름	10.2	-182.7	-91.4	-104.2	-110.7
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	-42.3	-47.0
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	-28.1	-32.8
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	-100.7	227.2	274.6
기초현금 및 현금성자산	117.6	205.3	561.4	460.7	688.0
기말현금 및 현금성자산	205.3	561.4	460.7	688.0	962.5

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,585.1	2,962.9	3,330.6
현금 및 현금성자산	205.3	561.4	460.8	688.0	962.5
단기금융자산	45.9	27.1	28.5	29.9	31.4
매출채권 및 기타채권	1,384.3	1,364.7	1,579.3	1,694.0	1,762.1
재고자산	336.8	322.6	378.8	406.3	422.7
기타유동자산	137.5	131.2	137.7	144.7	151.9
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	5,104.0	5,482.7	5,863.3
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,048.1	2,139.8	2,194.2
매입채무 및 기타채무	1,225.9	1,328.0	1,491.7	1,583.5	1,637.9
단기금융부채	445.8	618.7	471.5	471.5	471.5
기타유동부채	85.1	84.9	84.9	84.8	84.8
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	3,245.3	3,337.0	3,391.4
지배지분	1,511.7	1,637.5	1,773.6	2,044.5	2,352.6
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	940.7	1,214.2	1,524.8
비지배지분	73.9	72.1	85.1	101.2	119.3
자본총계	1,585.6	1,709.6	1,858.7	2,145.7	2,471.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,354	123	5,250	6,522	7,313
BPS	32,193	34,872	37,771	43,540	50,101
CFPS	10,729	9,710	14,025	15,575	16,531
DPS	550	0	600	700	700
주당배수(배)					
PER	15.0	476.9	11.7	9.4	8.4
PER(최고)	16.9	511.0	17.0	13.6	12.2
PER(최저)	11.3	131.4	10.9	8.7	7.8
PBR	1.09	1.69	1.63	1.41	1.23
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	0.45	0.42	0.40
PCFR	3.3	6.1	4.4	3.9	3.7
EV/EBITDA	5.9	10.0	7.0	5.9	5.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.8	0.0	10.8	10.2	9.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.6	0.0	1.0	1.1	1.1
ROA	2.6	0.3	5.2	6.1	6.4
ROE	7.6	0.4	14.5	16.0	15.6
ROIC	6.0	4.0	10.2	12.1	13.1
매출채권회전율	4.3	4.0	4.3	4.2	4.1
재고자산회전율	18.3	16.9	18.2	17.5	17.2
부채비율	189.8	188.9	174.6	155.5	137.2
순차입금비율	85.0	65.7	57.8	39.4	23.1
이자보상배율	4.5	2.0	9.2	11.2	12.4
총차입금	1,598.4	1,710.9	1,563.7	1,563.7	1,563.7
순차입금	1,347.2	1,122.4	1,074.5	845.8	569.8
NOPLAT	519.2	394.5	575.9	647.4	692.3
FCF	4.6	289.4	152.1	277.7	327.2

Compliance Notice

- 당사는 7월 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

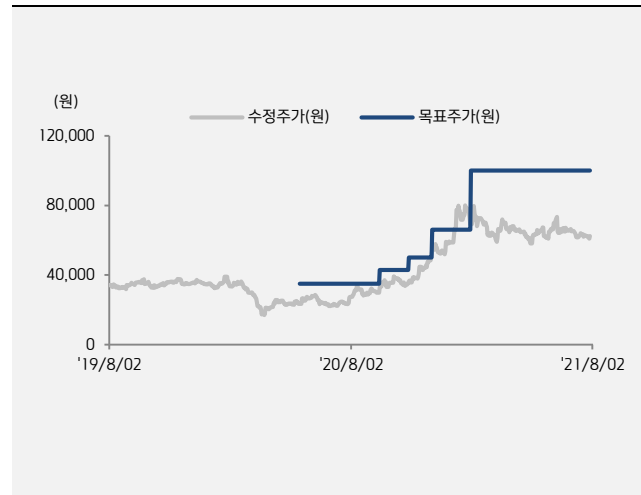
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	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	-34.08	-24.20
	2021/06/10	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-34.12	-24.20
	2021/06/14	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-34.61	-24.20
	2021/08/02	BUY (Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%