

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.co.kr

02-3773-8882

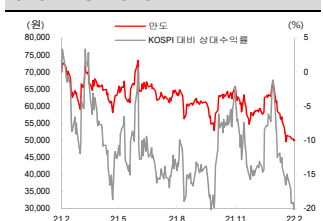
Company Data

자본금	470 억원
발행주식수	4,696 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	23,526 억원
주요주주	
한라홀딩스(외4)	30.26%
국민연금공단	8.82%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/02/09)	50,100 원
KOSPI	2768.85 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	73,400 원
52주 최저가	49,600 원
60일 평균 거래대금	234 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-24.2%	-19.1%
6개월	-20.9%	-6.8%
12개월	-28.4%	-20.3%

만도 (204320/KS | 매수(유지) | T.P 65,000 원(하향))

4Q21 Review - 수주 대비 아쉬운 실적

2021 년 4 분기 실적 매출액 1 조 7,224 억원(YoY -0.9%), 영업이익 340 억원(YoY -57.7%, OPM 2.0%) 기록. 연구개발비용 상승, 품질비용과 원자재 가격 인상분이 반영되며 영업이익은 시장기대치 하회. E-product와 xEV 프로그램 수주 등은 긍정적. 수주를 기반으로 하는 중장기 성장은 긍정적이나 단기적으로 실적 우려가 주가에 부담요인. 투자 의견 매수 유지하나, 목표주가는 기존 78,000 원에서 65,000 원으로 하향

4Q21 Review - 수주 대비 아쉬운 실적

2021 년 4 분기 실적은 매출액 1 조 7,224 억원(YoY -0.9%), 영업이익 340 억원(YoY -57.7%, OPM 2.0%), 당기순이익 374 억원(YoY -51.4%, NIM 2.2%)을 기록했다. 부품 수급 문제로 발생한 생산차질로 한국(YoY -8.9%), 인도와 유럽 등 기타지역(YoY -14.4%)이 부진하였지만, 주요 고객사의 전기차 생산능력이 증가한 북미(YoY +3.5%)와 중국(YoY +17.0%)에서 만회하였다. 영업이익은 연구개발비용 상승, 품질비용과 원자재 가격 인상분이 반영되며 매출액과 달리 컨센서스를 크게 하회했다.

둔화된 수익성과 달리 수주에서의 고객다변화와 E-Product 확대는 금번 분기에도 이어졌다. 신규수주는 1.7 조원으로 연간 11 조원을 달성하였으며, 수주 내에서 비중은 E-Product 86%, 비현대차그룹 49%로 높아졌다. 또한 북미업체를 비롯하여 주요 xEV 프로그램과 ADAS 솔루션도 수주하며 기술력을 입증한 점도 긍정적이다. 수주를 바탕으로 2024 년 전체 매출에서 E-product 비중은 68%, xEV 프로그램은 36%로 2021 년 61%, 20% 대비 높아질 전망이다.

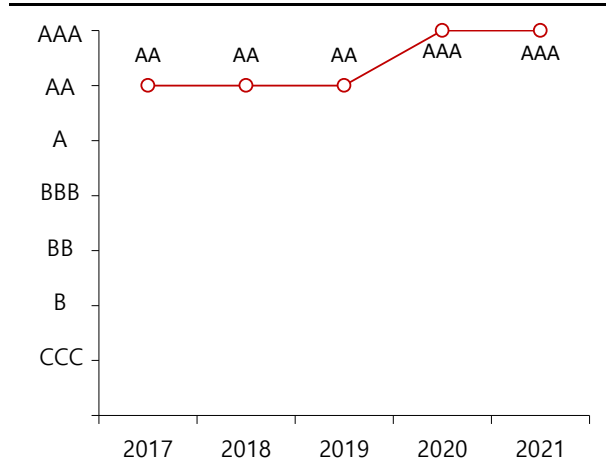
고객다변화와 E-product 확대를 기반으로 하는 중장기 성장은 긍정적이나 단기적으로 주요 고객사의 생산차질과 연구개발 및 물류/원자재 비용 상승에 따른 실적우려가 주가에 부담으로 작용할 전망이다. 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 현 주가와 의 괴리와 실적추정치 변경을 반영하여 기존 78,000 원에서 65,000 원으로 하향한다. 2022 년 예상 EPS 에 Target Multiple 은 2021 년 평균인 16 배를 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	억원	56,648	59,819	55,635	61,474	68,077	74,164
yoy	%	-0.4	5.6	-7.0	10.5	10.7	8.9
영업이익	억원	1,974	2,186	887	2,357	2,908	3,235
yoy	%	136.4	10.7	-59.4	165.7	23.4	11.3
EBITDA	억원	4,691	5,192	3,945	5,359	7,258	7,382
세전이익	억원	1,414	1,765	52	2,428	2,703	3,013
순이익(지배주주)	억원	1,057	1,105	58	1,846	1,917	2,129
영업이익률%	%	3.5	3.7	1.6	3.8	4.3	4.4
EBITDA%	%	8.3	8.7	7.1	8.7	10.7	10.0
순이익률	%	2.0	2.0	0.3	3.2	3.0	3.1
EPS(계속사업)	원	2,250	2,354	123	3,931	4,082	4,535
PER	배	12.9	15.0	476.9	16.1	12.3	11.1
PBR	배	1.0	1.1	1.7	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	5.8	5.9	10.1	8.3	4.9	4.6
ROE	%	7.6	7.6	0.4	10.3	9.2	8.9
순차입금	억원	12,506	13,464	11,224	13,720	10,921	8,745
부채비율	%	199.5	189.8	188.9	182.7	161.1	142.9

ESG 하이라이트

만도의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
만도 종합 등급	AAA	B-	36.0
환경(Environment)	70.8	B-	22.5
사회(Social)	69.7	C	40.4
지배구조(Governance)	52.6	B+	62.5
<비교업체 종합 등급>			
현대모비스	AA	B-	47.5
현대위아	AA	D+	50.4
한온시스템	A	B-	32.2
한국타이어앤테크놀로지	BB	A-	57.0

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 만도 ESG 평가

자동차 전동 사시 부품 전반에 적용된 친환경 첨단 기술인 사시 클린 테크를 확대 적용하며 친환경 차량 고도화

전사적 인권 평가 프로세스를 수립하고 사업장 단위의 평가활동을 수행. 평가 결과를 바탕으로 임직원, 협력사, 고객 대상으로 인권보장과 신장을 위한 구체적 활동 기획

자료: SK 증권

만도의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
20210422	녹색채권	190,000	1.46

자료: KRX, SK 증권

만도의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.04.07	지배구조 (Governance)	만도, 불성실공시법인 지정에 400 만 원 제재금 부과
2021.03.23	지배구조 (Governance)	공시규정 위반 만도, 불성실공시법인 지정 예정...거래정지 될 수도
2021.03.20	지배구조 (Governance)	주총시준 국민연금, 상장사 보수한도에 유독 태클인 이유
2020.02.13	사회 (Social)	현장직 희망퇴직 없던 정몽원 외주화 유휴인력 해소 나섰다
2019.08.01	사회 (Social)	만도 노사, 통상임금 법적 분쟁 7 년 만에 종결...임금협상도 무분규
2019.07.25	지배구조 (Governance)	상표권 사용료가 회장 씹짓돈?...뿔난 만도 직원들

자료: 주요 언론사, SK 증권

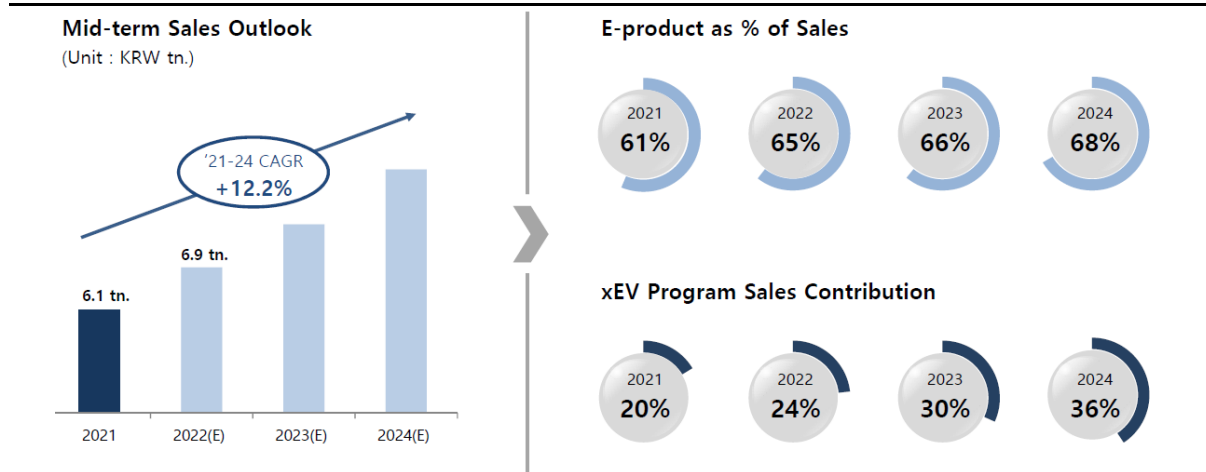
<표 1> 만도 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4Q	22.1Q(F)	22.2Q(F)	22.3Q(F)	22.4Q(F)	2021	2022(F)	YoY
매출액	15,015	14,875	14,360	17,224	15,791	16,408	16,493	19,386	61,474	68,077	10.7%
영업이익	718	767	532	340	559	758	755	835	2,357	2,908	23.4%
%	4.8	5.2	3.7	2.0	3.5	4.6	4.6	4.3	3.8	4.3	0.4%p
세전이익	681	1,022	318	407	512	709	706	777	2,428	2,703	11.3%
%	4.5	6.9	2.2	2.4	3.2	4.3	4.3	4.0	4.0	4.0	0.0%p
당기순이익	522	804	260	374	389	539	537	591	1,960	2,055	4.8%
%	3.5	5.4	1.8	2.2	2.5	3.3	3.3	3.0	3.2	3.0	-0.2%p
지배주주	491	783	227	345	359	507	495	556	1,846	1,917	3.8%
%	3.3	5.3	1.6	2.0	2.3	3.1	3.0	2.9	3.0	2.8	-0.2%p

자료: 만도, SK 증권 추정

<그림 1> 중장기 매출 및 E-product / xEV Program 비중 추이



자료: 만도, SK 증권

<표 2> 기존 추정치 대비 변동 - 만도

	2022 추정치				
	기존	신규	차이	컨센서스	차이
매출액	67,825	68,077	0.4%	67,007	1.6%
영업이익	3,650	2,908	-20.3%	3,442	-15.5%
%	5.4	4.3	-1.1%p	5.1	-0.9%p
당기순이익	2,872	2,055	-28.5%	2,446	-16.0%
%	4.2	3.0	-1.2%p	3.7	-0.6%p

자료: 만도, SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.10	매수	65,000원	6개월		
2021.08.02	매수	78,000원	6개월	-21.21%	-5.90%
2021.07.13	매수	78,000원	6개월	-17.24%	-5.90%
2021.05.03	매수	78,000원	6개월	-16.46%	-5.90%
2021.02.04	매수	90,000원	6개월	-25.60%	-11.44%
2021.01.25	매수	90,000원	6개월	-17.25%	-11.44%
2020.10.30	매수	42,000원	6개월	19.39%	90.48%
2020.09.28	매수	42,000원	6개월	-13.62%	-6.43%
2020.04.14	매수	34,000원	6개월	-20.81%	9.12%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 2 월 10 일 기준)

매수	93.04%	중립	6.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	21,098	24,070	29,849	33,595	36,835
현금및현금성자산	2,053	5,614	8,445	10,245	11,421
매출채권및기타채권	13,739	13,540	14,961	16,243	17,325
재고자산	3,368	3,226	4,611	5,106	5,933
비유동자산	24,858	25,313	27,828	27,603	28,051
장기금융자산	980	1,096	1,487	1,487	1,487
유형자산	19,466	20,394	22,311	20,803	19,958
무형자산	1,713	1,252	1,151	1,007	904
자산총계	45,956	49,383	57,677	61,198	64,885
유동부채	17,568	20,316	21,859	22,659	23,406
단기금융부채	4,458	6,187	8,192	7,592	6,992
매입채무 및 기타채무	11,595	12,609	11,987	13,207	14,388
단기충당부채	293	218	241	266	290
비유동부채	12,532	11,972	15,417	15,102	14,771
장기금융부채	11,526	10,922	14,238	13,838	13,438
장기매입채무 및 기타채무	67	54	54	54	54
장기충당부채	273	271	336	378	413
부채총계	30,100	32,288	37,276	37,760	38,177
지배주주지분	15,117	16,375	19,513	22,345	25,390
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,031	6,031	6,031
기타자본구성요소	0	0	31	31	31
자기주식	-52	-52	-21	-21	-21
이익잉여금	7,545	7,223	9,028	10,569	12,324
비지배주주지분	739	721	889	1,092	1,318
자본총계	15,856	17,096	20,402	23,437	26,708
부채외자본총계	45,956	49,383	57,677	61,198	64,885

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	3,094	4,673	4,126	6,010	5,899
당기순이익(손실)	1,765	52	2,395	2,055	2,290
비현금성항목등	3,856	4,421	3,545	5,203	5,093
유형자산감가상각비	2,452	2,536	2,556	4,008	3,845
무형자산감가상각비	554	522	446	342	302
기타	298	888	260	68	74
운전자본감소(증가)	-2,362	524	-1,355	-599	-761
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-61	-95	-997	-1,282	-1,081
재고자산감소(증가)	-175	142	-755	-495	-827
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	355	1,043	-311	1,220	1,181
기타	-2,481	-566	707	-42	-33
법인세납부	-164	-324	-458	-649	-723
투자활동현금흐름	-2,930	-1,382	-3,747	-2,472	-2,952
금융자산감소(증가)	-745	176	41	0	0
유형자산감소(증가)	-2,141	-1,565	-1,800	-2,500	-3,000
무형자산감소(증가)	-101	-199	-199	-199	-199
기타	58	206	-1,789	227	247
재무활동현금흐름	706	279	2,286	-1,738	-1,771
단기금융부채증가(감소)	-4,622	-3,921	-4,683	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	6,118	5,053	7,750	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-340	-413	-68	-375	-375
기타	-450	-440	-713	-363	-396
현금의 증가(감소)	877	3,561	2,831	1,800	1,176
기초현금	1,176	2,053	5,614	8,445	10,245
기말현금	2,053	5,614	8,445	10,245	11,421
FCF	323	5,073	-594	3,262	2,646

자료 : 만도, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	59,819	55,635	61,474	68,077	74,164
매출원가	51,478	48,938	52,461	57,690	63,039
매출총이익	8,341	6,697	9,013	10,388	11,125
매출총이익률 (%)	13.9	12.0	14.7	15.3	15.0
판매비와관리비	6,156	5,810	6,656	7,480	7,890
영업이익	2,186	887	2,357	2,908	3,235
영업이익률 (%)	3.7	1.6	3.8	4.3	4.4
비영업손익	-421	-835	71	-204	-223
순금융비용	414	380	-33	136	148
외환관련손익	3	-195	-17	-68	-74
관계기업투자등 관련손익	-65	33	22	68	74
세전계속사업이익	1,765	52	2,428	2,703	3,013
세전계속사업이익률 (%)	3.0	0.1	4.0	4.0	4.1
계속사업법인세	582	-87	467	649	723
계속사업이익	1,182	139	1,960	2,055	2,290
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,182	139	1,960	2,055	2,290
순이익률 (%)	2.0	0.3	3.2	3.0	3.1
지배주주	1,105	58	1,846	1,917	2,129
지배주주귀속 순이익률(%)	1.85	0.1	3	2.82	2.87
비지배주주	77	81	114	138	160
총포괄이익	1,355	1,640	3,317	3,411	3,646
지배주주	1,276	1,582	3,137	3,208	3,420
비지배주주	79	58	180	203	226
EBITDA	5,192	3,945	5,359	7,258	7,382

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	5.6	-7.0	10.5	10.7	8.9
영업이익	10.7	-59.4	165.7	23.4	11.3
세전계속사업이익	24.8	-97.1	4,570.7	11.4	11.4
EBITDA	10.7	-24.0	35.8	35.4	1.7
EPS(계속사업)	4.6	-94.8	3,088.6	3.8	11.1
수익성 (%)					
ROE	7.6	0.4	10.3	9.2	8.9
ROA	2.6	0.3	3.7	3.5	3.6
EBITDA마진	8.7	7.1	8.7	10.7	10.0
안정성 (%)					
유동비율	120.1	118.5	136.6	148.3	157.4
부채비율	189.8	188.9	182.7	161.1	142.9
순차입금/자기자본	84.9	65.7	67.3	46.6	32.7
EBITDA/이자비용(배)	10.7	8.8	66.7	20.0	18.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,354	123	3,931	4,082	4,535
BPS	32,193	34,872	41,554	47,586	54,071
CFPS	8,755	6,636	10,324	13,346	13,367
주당 현금배당금	550	0	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.0	480.2	20.4	16.2	14.6
PER(최저)	11.6	137.5	13.5	12.2	10.9
PBR(최고)	1.2	1.7	1.9	1.4	1.2
PBR(최저)	0.9	0.5	1.3	1.0	0.9
PCR	4.0	8.9	6.1	3.8	3.8
EV/EBITDA(최고)	6.2	10.1	9.8	6.0	5.6
EV/EBITDA(최저)	5.2	5.1	7.4	4.9	4.6