

2022. 3. 30



▲ 자동차/타이어  
 Analyst 김준성  
 02. 6454-4866  
 joonsung.kim@meritz.co.kr  
 RA 장재혁  
 02. 6454-4882  
 jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **60,000 원**

현재주가 (3.29) **49,450 원**

상승여력 **21.3%**

KOSPI	2,741.07pt
시가총액	23,220억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	18.78%
52주 최고/최저가	73,400원/42,550원
평균거래대금	231.3억원

주요주주(%)	
한라홀딩스 외 4 인	30.26
국민연금공단	10.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.0	-12.6	-23.5
상대주가	7.4	-2.5	-15.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	21.0	1.5	7.0	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	401.1	1.4	8.7	0.4	188.9
2021	6,096.7	184.9	133.8	2,849	2,210.7	39,647	17.4	1.2	7.3	7.5	198.0
2022E	6,886.5	288.6	191.6	4,080	43.2	42,488	12.1	1.2	5.9	9.9	204.6
2023E	7,315.3	343.8	234.4	4,991	22.3	46,220	9.9	1.1	5.2	11.3	191.3

# 만도 204320

## 절대적 어려움 속 상대적 선전

- ✓ 차량용 반도체 부족, 원재료 비용 상승, 물류 비용 증가 등 업종이 맞이하고 있는 대외 영업 환경 악화, 만도에게도 동일하게 적용 중 (YoY 원가율 악화 지속 전망)
- ✓ 그러나 업종 전반의 또 다른 우려 요인인 현대차 러시아 및 현대/기아 중국 가동률 하락에 따른 영향이 제한적이며, 대외 요건과 무관한 고성장이 지속 중인 BEV 업체로의 매출 증가는 고무적 (컨센서스에 부합하는 실적 실현 가능)
- ✓ 업종의 절대 투자 매력도가 반감 중이나, 만도의 업종 내 상대 매력도는 유효

### 2022년, 성장 기업과의 동행을 통해 대외 영업 환경 악화 영향 방어

차량용 반도체의 공급 부족과 단가 상승, 주요 원재료의 가격 상승 지속은 업종 내 모두와 마찬가지로 만도에게도 큰 부담이다. 2022년 분기별 원가율은 전년 동기 일회성 비용이 발생했던 4Q를 제외하면, 지속적인 YoY 악화가 불가피하다.

다만 업종 내 또 다른 우려 요인인 현대차 러시아 및 현대/기아 중국 공장 가동률 하락 영향은 제한적이다. 만도의 러시아 매출은 전체의 2% 이하이며, 전량 국내 공장 수출 매출이기에 국내외 다른 수요처로의 전환이 용이하다. 중국도 마찬가지다. 중국 매출 중 현대/기아 비중은 2022년 10% 이하가 예상된다. 4Q21 현대/기아 매출은 12%에 그쳤으며, 중국 OEM 46% · 북미 BEV 업체 26%였다. 북미 BEV 업체의 올해 중국 생산량은 전년 대비 70% 이상 증가할 전망이다. 현대/기아 중국 생산 부진이 연결 실적에 미치는 영향은 지속적으로 낮아지고 있다.

성장 기업과의 동행에 따른 고객 Mix 다변화는 절대적으로 어려운 섹터 환경에서 상대적 실적 방어 근거이다. 컨센서스에 가까운 2022년 영업 실적을 기대한다.

### 다음 성장을 위한 과제, 컴퓨팅 플랫폼 협력 확장 (Nvidia · Qualcomm)

딥러닝 기반 인공지능의 가파른 발전으로 ADAS에서 완전 자율주행으로의 진화도 속도를 내고 있다. 인공지능 모델의 복잡성과 방대함이 커지는 만큼 차량 내 SoC 요구 역량도 높아진다. 갈수록 더 많은 OEM들이 Mobileye를 뒤로 하고 Nvidia 및 Qualcomm과 계약하는 이유다. 만도는 ADAS 시장에서의 고객 확장을 목표해왔다. 이제 OEM의 니즈 변화와 발맞춘 새로운 상품 설계와 협력 관계 구축이 필요하다. 차량 설계 단계부터 OEM 및 칩 메이커와 긴밀한 협력을 시작하지 않는다면 시스템이 아닌 단순 부품 납품 이상을 기대하기 어려울 수 있다. 향후 2-3년 협력 가능 칩 메이커 확보와 OEM 공급 증대 여부가 기업가치 레벨업의 핵심 변수이다.

**표1 1Q22E 영업이익, 원재료·물류 비용 상승 부담으로 YoY 역성장하나, 북미 BEV 업체 판매 성장 수혜로 컨센서스 상회**

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,552.8	1,501.5	3.4	1,722.4	-9.8	1,572.5	-1.3
영업이익	62.5	71.8	-12.9	34.0	83.8	58.2	7.4
세전이익	60.9	68.1	-10.6	40.7	49.5	53.1	14.7
지배순이익	43.9	49.1	-10.5	34.5	27.3	39.6	11.0
영업이익률 (%)	4.0	4.8		2.0		3.7	
세전이익률 (%)	3.9	4.5		2.4		3.4	
순이익률 (%)	2.8	3.3		2.0		2.5	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

**표2 2022년·2023년 실적, 컨센서스 부합 전망**

(십억원)	2022E			2023E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,886.5	6,786.4	1.5	7,315.3	7,307.1	0.1
영업이익	288.6	301.8	-4.4	343.8	365.2	-5.9
세전이익	265.7	274.4	-3.2	322.8	333.8	-3.3
순이익	191.6	198.4	-3.4	234.4	246.4	-4.9
영업이익률(%)	4.2	4.4	-0.3p	4.7	5.0	-0.3p
세전이익률(%)	3.9	4.0	-0.2p	4.4	4.6	-0.2p
순이익률(%)	2.8	2.9	-0.1p	3.2	3.4	-0.2p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

**표3 2022년·2023년 실적, 이전 추정 수준 유지**

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	6,096.7	6,886.5	7,315.3
매출액 - 기존 추정	6,096.7	6,778.1	7,068.7
% change	0.0%	1.6%	3.5%
영업이익 - 신규 추정	184.9	288.6	343.8
영업이익 - 기존 추정	184.9	284.5	338.3
% change	0.0%	1.5%	1.6%
세전이익 - 신규 추정	192.0	265.7	322.8
세전이익 - 기존 추정	192.0	259.7	316.1
% change	0.0%	2.3%	2.1%
지배주주 순이익 - 신규 추정	133.8	191.6	234.4
지배주주 순이익 - 기존 추정	133.8	191.1	234.3
% change	0.0%	0.3%	0.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,848.8	4,080.3	4,991.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,848.8	4,068.9	4,989.6
% change	0.0%	0.3%	0.0%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

**표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,501.5	1,487.5	1,436.0	1,722.4	1,552.8	1,695.7	1,727.0	1,911.0	6,096.7	6,886.5	7,315.3
(% YoY)	14.6	46.8	-4.4	-0.9	3.4	14.0	20.3	10.9	9.6	13.0	6.2
OP	71.8	76.7	53.2	34.0	62.5	70.6	72.1	83.5	184.9	288.6	343.8
(% YoY)	288.0	흑자전환	-19.0	-57.7	-12.9	-7.9	35.5	145.4	108.5	56.1	19.1
RP	68.1	102.2	31.8	40.7	60.9	63.1	64.0	77.8	192.0	265.7	322.8
(% YoY)	389.1	흑자전환	-38.8	-16.7	-10.6	-38.3	101.4	90.9	3,594.1	38.4	21.5
NP	49.1	78.3	22.7	34.5	43.9	45.4	46.0	56.2	133.8	191.6	234.4
(% YoY)	489.2	흑자전환	-38.5	-52.6	-10.5	-42.0	103.0	62.9	2,210.7	43.2	22.3
OP margin (%)	4.8	5.2	3.7	2.0	4.0	4.2	4.2	4.4	3.0	4.2	4.7
RP margin (%)	4.5	6.9	2.2	2.4	3.9	3.7	3.7	4.1	3.1	3.9	4.4
NP margin (%)	3.3	5.3	1.6	2.0	2.8	2.7	2.7	2.9	2.2	2.8	3.2

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

**표5 글로벌 ADAS 부품 업체 Peer Group의 2022E 평균 PER 14.1배를 적정 밸류에이션으로 적용**

	Ticker	시가총액 (십억달러)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
Autoliv	ALV US EQUITY	8.0	11.4	8.0	2.4	2.1	21.5	27.0	6.2	4.8
Continental	CON GR EQUITY	19.7	9.3	6.4	1.0	0.9	11.2	14.5	3.7	2.8
BorgWarner	BWA US EQUITY	12.1	8.6	7.0	1.2	1.1	14.4	15.4	4.7	3.9
Denso	6902 JP EQUITY	52.5	13.6	11.7	1.4	1.3	10.8	11.3	6.6	5.8
Gentex	GNTX US EQUITY	6.6	17.5	13.3	3.2	2.8	20.7	24.4	-	-
Hella	HLE GR EQUITY	6.9	25.1	16.7	2.5	2.3	8.9	14.1	8.9	6.8
Valeo	FR FP EQUITY	9.1	10.5	6.0	1.0	0.9	8.1	14.4	3.4	2.8
Magna	MGA US EQUITY	21.7	10.1	7.2	1.6	1.4	15.3	19.6	5.3	4.3
Nexteer	1316 HK EQUITY	1.5	9.0	6.4	0.7	0.7	9.1	11.4	3.0	2.2
Aptiv	APTIV US EQUITY	33.0	27.2	18.5	3.5	3.1	12.4	16.1	12.6	9.7
Infineon	IFX GR EQUITY	48.1	18.0	16.5	3.1	2.8	17.3	17.0	10.4	9.2
NXP Semiconductor	NXPI US EQUITY	58.2	14.6	13.6	7.4	6.1	47.0	47.1	11.3	10.4
<b>글로벌 Peer group 평균</b>			<b>14.1</b>	<b>10.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>14.1</b>	<b>17.4</b>	<b>6.7</b>	<b>5.6</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**표6 2022년 EPS 추정치에 적정 PER 14.1배 적용하여 적정주가 60,000원으로 조정, 최근 ADAS Peer Group 밸류에이션은 공급망 이슈 및 주류 SoC 생태계 변화로 하향세**

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 Peer Group 2022년 평균 PER	14.1배
2022 EPS 추정치 (원, b)	4,080원
Fair Value (원, c = a x b)	57,532원
<b>적정 주가 (원)</b>	<b>60,000원</b>
현재 주가 (3월 29일 기준 종가)	49,450원
<b>과리율 (%)</b>	<b>+21.3%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 만도 (204320)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,981.9</b>	<b>5,563.5</b>	<b>6,096.7</b>	<b>6,886.5</b>	<b>7,315.3</b>
매출액증가율 (%)	5.6	-7.0	9.6	13.0	6.2
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,246.1	5,903.3	6,232.7
매출총이익	834.1	669.7	850.6	983.2	1,082.7
판매관리비	615.6	581.0	665.7	694.6	738.9
<b>영업이익</b>	<b>218.6</b>	<b>88.7</b>	<b>184.9</b>	<b>288.6</b>	<b>343.8</b>
영업이익률	3.7	1.6	3.0	4.2	4.7
금융손익	-26.0	-49.9	-29.6	-30.6	-28.0
중속/관계기업손익	-65.2	33.4	102.1	34.0	35.0
기타영업외손익	49.1	-67.1	-65.4	-26.4	-28.0
세전계속사업이익	176.5	5.2	192.0	265.7	322.8
법인세비용	58.2	-8.7	46.7	63.8	77.5
<b>당기순이익</b>	<b>118.2</b>	<b>13.9</b>	<b>145.3</b>	<b>201.9</b>	<b>245.3</b>
지배주주지분 손이익	110.5	5.8	133.8	191.6	234.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>272.5</b>	<b>430.0</b>	<b>456.4</b>	<b>439.3</b>	<b>444.3</b>
당기순이익(손실)	118.2	13.9	145.3	201.9	245.3
유형자산상각비	245.2	253.6	267.5	264.7	261.7
무형자산상각비	55.4	52.2	46.8	47.8	48.0
운전자본의 증감	-236.2	52.4	-47.5	-116.3	-151.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-300.1</b>	<b>-144.4</b>	<b>-535.5</b>	<b>-276.9</b>	<b>-320.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-221.9	-177.6	-170.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-74.7	15.5	19.7	8.2	4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>114.7</b>	<b>71.4</b>	<b>354.5</b>	<b>51.5</b>	<b>-20.5</b>
차입금의 증감	164.0	126.9	361.3	89.1	21.8
자본의 증가	1.0	1.0	2.0	3.0	4.0
현금의 증가(감소)	87.7	356.1	292.1	213.9	103.0
기초현금	117.6	205.3	561.4	853.5	1,067.4
기말현금	205.3	561.4	853.5	1,067.4	1,170.5

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>2,109.8</b>	<b>2,407.0</b>	<b>3,034.9</b>	<b>3,600.2</b>	<b>3,890.3</b>
현금및현금성자산	205.3	561.4	853.5	1,067.4	1,170.5
매출채권	1,345.4	1,334.0	1,524.2	1,790.5	1,902.0
재고자산	336.8	322.6	426.8	482.1	512.1
<b>비유동자산</b>	<b>2,485.8</b>	<b>2,531.3</b>	<b>2,513.2</b>	<b>2,476.2</b>	<b>2,431.5</b>
유형자산	1,946.6	2,039.4	1,941.9	1,877.2	1,815.4
무형자산	171.3	125.2	114.5	106.3	101.9
투자자산	142.6	157.9	243.9	275.5	292.6
<b>자산총계</b>	<b>4,595.6</b>	<b>4,938.3</b>	<b>5,548.1</b>	<b>6,076.4</b>	<b>6,321.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,756.8</b>	<b>2,031.6</b>	<b>2,176.6</b>	<b>2,555.7</b>	<b>2,613.3</b>
매입채무	995.1	1,098.8	1,036.4	1,239.6	1,243.6
단기차입금	87.5	108.5	151.9	159.5	159.5
유동성장기부채	349.0	502.7	703.8	774.2	781.9
<b>비유동부채</b>	<b>1,253.2</b>	<b>1,197.2</b>	<b>1,509.8</b>	<b>1,525.6</b>	<b>1,538.2</b>
사채	747.9	548.5	822.8	831.0	839.3
장기차입금	377.3	518.7	570.6	573.4	579.1
<b>부채총계</b>	<b>3,010.0</b>	<b>3,228.8</b>	<b>3,686.4</b>	<b>4,081.3</b>	<b>4,151.4</b>
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	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	754.5	722.3	905.7	1,070.0	1,273.1
비지배주주지분	187.5	343.8	309.4	278.4	250.6
<b>자본총계</b>	<b>1,585.6</b>	<b>1,709.6</b>	<b>1,861.7</b>	<b>1,995.1</b>	<b>2,170.4</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	127,390	118,481	129,835	146,655	155,787
EPS(지배주주)	2,354	123	2,849	4,080	4,991
CFPS	4,372	11,956	18,177	22,731	24,926
EBITDAPS	11,056	8,401	10,631	12,802	13,918
BPS	33,767	36,407	39,647	42,488	46,220
DPS	500	0	800	900	1,000
배당수익률(%)	1.1	0.0	1.8	2.0	2.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.4	369.5	16.0	11.2	9.1
PCR	5.2	6.9	4.8	4.2	3.9
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.3	1.3	1.1	1.1	1.0
EBITDA	519.2	394.5	499.2	601.1	653.5
EV/EBITDA	6.6	8.2	7.0	5.6	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.2	0.4	7.5	9.9	11.3
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	189.8	188.9	198.0	204.6	191.3
금융비용부담률	8.1	8.1	7.6	7.0	6.6
이자보상배율(x)	0.5	0.2	0.4	0.6	0.7
매출채권회전율(x)	4.4	4.2	4.3	4.2	4.0
재고자산회전율(x)	18.3	16.9	16.3	15.2	14.7

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 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)	
2020.02.06	기업브리프	Buy	47,000	김준성	-41.5	-22.9	
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	-28.5	-15.8	
2021.09.28	산업분석	Buy	85,000	김준성	-30.1	-22.2	
2022.02.09	기업브리프	Buy	70,000	김준성	-34.7	-28.4	
2022.03.30	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-	-	