

2022. 5. 2



▲ 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) **65,000 원**

현재주가 (4.29) **54,400 원**

상승여력 **19.5%**

KOSPI	2,695.05pt
시가총액	25,545억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	18.79%
52주 최고/최저가	73,400원/42,550원
평균거래대금	227.0억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	10.62
Matthews International Capital	5.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	-12.8	-8.4
상대주가	11.9	-3.9	7.9

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	23.1	1.6	7.4	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	441.2	1.5	9.2	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	15.3	1.2	6.8	8.9	179.0
2022E	7,048.5	309.6	203.9	4,342	22.0	46,297	12.5	1.2	5.7	9.7	185.6
2023E	7,489.0	357.3	244.5	5,208	19.9	49,944	10.4	1.1	5.1	10.8	173.4

만도 204320

고객 다변화를 통한 성공적 위기 대응

- ✓ 현대/기아 생산 부진, 중국 봉쇄, 원자재 가격 상승 등 대외 영업 환경 악화 불구, 다변화된 신규 고객들과의 동행 성장을 통해 컨센서스 상화 실적 기록
- ✓ 자동차 업종 내 반도체 공급 정상화 및 중국 봉쇄 해소를 통해, 2H22 이후 더 높은 매출 성장과 이익 증대 실현될 전망
- ✓ 2022년 EPS 추정 +5.0% 조정, 이를 반영해 적정주가 또한 65,000원으로 상향

위기 대응의 교과서, 양호한 1Q22 분기 실적 기록

매출 1,69조원 (+12% YoY, 이하 YoY)으로 컨센서스를 +7% 상회했다. 현대 (-10%), 기아 (-2%)의 글로벌 출고 판매 감소와 중국 봉쇄 전개에도 불구하고, 두 자릿수 외형 성장을 실현했다. 이는 다변화된 신규 고객들과의 동행 성장에 근거한다.

가장 높은 매출 성장이 기록된 중국은 현대 (-23%), 기아 (-10%)로의 매출이 다소 부진했으나, 북미 BEV 업체 (+166%)로의 높은 성장이 두드러졌으며 로컬 OEM 매출 (+20%) 또한 높은 성장을 이어갔다. 이제 중국 내 최대 고객은 북미 BEV 업체 이다 (1Q22 매출 비중 32%). 인도 또한 현대/기아의 매출 성장 (+4%)보다는 로컬 OEM으로의 매출 성장 (+266%, 매출 비중 25%)이 전체 성장을 견인했다.

영업이익 또한 689억원 (-4%)으로 컨센서스를 +11% 상회했다. 원자재 가격 상승 반영으로 영업이익률은 전년동기 대비 하락했다 (4.1%, -0.7%p). 그러나 신규 고객들에 대한 공급 확대에 따른 가동률 개선으로 수익성 방어를 이룬 모습이다.

2H22, 반도체 공급 정상화 + 중국 봉쇄 해제 통해 더 높은 성장 전망

최대 매출처인 중국의 봉쇄가 심화된 2Q22 실적은 1Q22와 규모 면에서 비슷한 전개가 이루어질 것으로 전망한다. 중국 봉쇄 해제와 더불어 자동차 업종의 반도체 공급 정상화가 더해질 2H22는 +16%의 높은 외형 성장 실현을 기대한다. 만도는 다양한 대외 영업 환경 악화 요인의 부상으로 이익 변동성이 커진 부품 업종 내 가장 차별화된 실적 성장 안정성을 보이고 있다고 평가한다.

기대 이상의 신규 고객 매출 성장과 이를 통한 원가 방어를 반영해 2022년 EPS 추정을 +5.0% 조정한다. 그리고 이에 글로벌 ADAS Peer Group 2022년 평균 PER 14.7배를 적용해 적정주가를 기존 60,000원에서 65,000원으로 상향한다.

표1 1Q22 영업이익, 원자재 가격 상승 부담에도 매출 증대 효과를 통해 컨센서스 +11% 상회

(십억원)	1Q22P	1Q21	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,687.8	1,501.5	12.4	1,722.4	-2.0	1,583.0	6.6	1,552.8	8.7
영업이익	68.9	71.8	-4.0	34.0	102.7	62.0	11.2	62.8	9.8
세전이익	52.7	68.1	-22.6	40.7	29.5	57.7	-8.6	61.8	-14.6
순이익	29.8	49.1	-39.3	34.5	-13.6	40.0	-25.5	44.6	-33.2
영업이익률(%)	4.1	4.8		2.0		3.9		4.0	
세전이익률(%)	3.1	4.5		2.4		3.6		4.0	
순이익률(%)	1.8	3.3		2.0		2.5		2.9	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2022년 영업이익, 반도체 공급 정상화와 상하이 락다운 해제를 통해 컨센서스 상회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,048.5	6,870.5	2.6	7,489.0	7,470.8	0.2
영업이익	309.6	297.6	4.0	357.3	367.9	-2.9
세전이익	283.4	267.7	5.9	333.5	335.1	-0.5
순이익	203.9	195.2	4.4	244.5	247.7	-1.3
영업이익률(%)	4.4	4.3	0.1p	4.8	4.9	-0.2p
세전이익률(%)	4.0	3.9	0.1p	4.5	4.5	0.0p
순이익률(%)	2.9	2.8	0.1p	3.3	3.3	-0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2022년 · 2023년 영업이익 추정치, 각각 +6.8% · +3.7% 상향 조정

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	6,147.4	7,048.5	7,489.0
매출액 - 기존 추정	6,096.7	6,886.5	7,315.3
% change	0.8%	2.4%	2.4%
영업이익 - 신규 추정	232.3	309.6	357.3
영업이익 - 기존 추정	232.3	289.8	344.7
% change	0.0%	6.8%	3.7%
세전이익 - 신규 추정	228.1	283.4	333.5
세전이익 - 기존 추정	228.1	269.1	319.9
% change	0.0%	5.3%	4.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	167.1	203.9	244.5
지배주주 순이익 - 기존 추정	167.1	194.2	232.2
% change	0.0%	5.0%	5.3%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,559.3	4,341.7	5,207.8
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,559.3	4,134.7	4,944.7
% change	0.0%	5.0%	5.3%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22 P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,501.5	1,487.5	1,436.0	1,722.4	1,687.8	1,686.5	1,744.1	1,930.0	6,147.4	7,048.5	7,489.0
(% YoY)	14.6	46.8	-4.4	-0.9	12.4	13.4	21.5	12.1	10.5	14.7	6.2
OP	71.8	76.7	53.2	30.6	68.9	68.8	76.6	95.2	232.3	309.6	357.3
(% YoY)	288.0	흑자전환	-19.0	-61.9	-4.0	-10.3	44.1	210.7	161.9	33.3	15.4
RP	68.1	102.2	31.8	26.1	52.7	69.8	72.2	88.7	228.1	283.4	333.5
(% YoY)	389.1	흑자전환	-38.8	-46.6	-22.6	-31.7	127.2	240.1	4,289.3	24.2	17.6
NP	49.1	78.3	22.7	17.1	29.8	52.6	55.1	66.3	167.1	203.9	244.5
(% YoY)	489.2	흑자전환	-38.5	-76.5	-39.2	-32.8	143.1	287.7	2,787.0	22.0	19.9
OP margin (%)	4.8	5.2	3.7	1.8	4.1	4.1	4.4	4.9	3.8	4.4	4.8
RP margin (%)	4.5	6.9	2.2	1.5	3.1	4.1	4.1	4.6	3.7	4.0	4.5
NP margin (%)	3.3	5.3	1.6	1.0	1.8	3.1	3.2	3.4	2.7	2.9	3.3

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

	Ticker	시가총액 (조원)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
Aisin Seiki	7259 JP EQUITY	10.8	5.8	5.1	0.6	0.5	10.2	10.9	3.0	2.5
Autoliv	ALV US EQUITY	8.1	18.9	10.2	2.3	2.1	14.3	22.9	7.7	5.3
Continental	CON GR EQUITY	17.4	11.4	7.7	1.0	0.9	10.0	14.1	3.9	3.0
Denso	6902 JP EQUITY	61.0	15.6	12.3	1.4	1.3	9.9	11.1	7.0	6.1
Gentex	GNTX US EQUITY	8.7	19.2	13.3	3.2	2.8	19.9	24.9	-	-
Hella	HLE GR EQUITY	8.8	18.7	14.8	2.4	2.3	13.8	15.6	7.5	6.3
Valeo	FR FP EQUITY	5.7	15.9	7.3	1.1	1.0	7.6	14.3	3.6	3.0
현대모비스	012330 KS EQUITY	19.6	9.2	6.6	0.5	0.5	7.2	7.6	4.1	3.9
Magna	MGA US EQUITY	22.3	12.9	7.9	1.5	1.4	13.0	18.3	5.4	4.3
Nexteer	1316 HK EQUITY	1.8	10.4	6.9	0.7	0.6	8.1	10.9	2.8	2.1
Aptiv	APTIV US EQUITY	36.4	28.2	18.0	3.2	2.8	11.3	15.6	12.0	9.3
글로벌 Peer group 평균			14.7	9.7	1.6	1.4	10.9	14.9	5.3	4.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (a) - 글로벌 Peer Group 2022년 평균 PER	14.7배
2022 EPS 추정치 (b)	4,342원
Fair Value (c = a x b)	63,824원
적정 주가	65,000원
현재 주가 (4월 29일 기준 종가)	54,400원
과리율	+19.5%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,147.4	7,048.5	7,489.0
매출액증가율 (%)	5.6	-7.0	10.5	14.7	6.2
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,246.1	6,029.7	6,380.6
매출총이익	834.1	669.7	901.3	1,018.8	1,108.4
판매관리비	615.6	581.0	669.0	709.2	751.1
영업이익	218.6	88.7	232.3	309.6	357.3
영업이익률	3.7	1.6	3.8	4.4	4.8
금융손익	-26.0	-49.9	-36.3	-31.1	-28.3
중속/관계기업손익	-65.2	33.4	101.7	-24.5	40.0
기타영업외손익	49.1	-67.1	-69.6	29.5	-35.5
세전계속사업이익	176.5	5.2	228.1	283.4	333.5
법인세비용	58.2	-8.7	49.5	68.1	76.7
당기순이익	118.2	13.9	178.6	215.4	256.8
지배주주지분 손이익	110.5	5.8	167.1	203.9	244.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	412.7	303.5	562.6
당기순이익(손실)	118.2	13.9	178.6	215.4	256.8
유형자산상각비	245.2	253.6	280.3	297.5	299.5
무형자산상각비	55.4	52.2	46.5	46.8	46.3
운전자본의 증감	-236.2	52.4	-140.1	-304.0	-87.7
투자활동 현금흐름	-300.1	-144.4	-376.6	-200.9	-443.8
유형자산의증가(CAPEX)	-221.9	-177.6	-207.3	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-74.7	15.5	-24.8	9.8	5.6
재무활동 현금흐름	114.7	71.4	229.0	-3.3	-21.9
차입금의 증감	164.0	126.9	253.1	34.2	20.4
자본의 증가	1.0	1.0	2.0	3.0	4.0
현금의 증가(감소)	87.7	356.1	290.8	99.3	96.9
기초현금	117.6	205.3	561.4	852.3	951.5
기말현금	205.3	561.4	852.3	951.5	1,048.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,944.3	3,518.7	3,805.9
현금및현금성자산	205.3	561.4	852.3	951.5	1,048.5
매출채권	1,345.4	1,334.0	1,359.7	1,691.6	1,797.4
재고자산	336.8	322.6	544.1	623.9	662.8
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,760.1	2,690.0	2,605.4
유형자산	1,946.6	2,039.4	2,193.0	2,095.6	1,996.1
무형자산	171.3	125.2	113.9	104.1	98.5
투자자산	142.6	157.9	221.6	254.1	270.0
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,704.4	6,208.6	6,411.4
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,129.6	2,486.7	2,505.4
매입채무	995.1	1,098.8	969.0	1,127.8	1,198.2
단기차입금	87.5	108.5	127.2	132.3	132.3
유동성장기부채	349.0	502.7	597.7	615.6	621.7
비유동부채	1,253.2	1,197.2	1,530.5	1,548.0	1,560.8
사채	747.9	548.5	828.0	836.3	844.6
장기차입금	377.3	518.7	584.0	587.0	592.8
부채총계	3,010.0	3,228.8	3,660.1	4,034.6	4,066.2
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	603.1	603.1	603.1
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	754.5	722.3	915.5	1,093.3	1,307.8
비지배주주지분	187.5	343.8	480.9	432.8	389.5
자본총계	1,585.6	1,709.6	2,044.3	2,174.0	2,345.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	127,390	118,481	130,916	150,105	159,485
EPS(지배주주)	2,354	123	3,559	4,342	5,208
CFPS	4,372	11,956	18,150	20,264	22,328
EBITDAPS	11,056	8,401	11,907	13,923	14,973
BPS	33,767	36,407	43,535	46,297	49,944
DPS	550	0	800	900	1,000
배당수익률(%)	1.0	0.0	1.5	1.7	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	23.1	441.2	15.3	12.5	10.4
PCR	6.2	8.2	5.2	4.7	4.3
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR	1.6	1.5	1.2	1.2	1.1
EBITDA	519.2	394.5	559.1	653.8	703.1
EV/EBITDA	7.4	9.2	6.8	5.7	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	0.4	8.9	9.7	10.8
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	189.8	188.9	179.0	185.6	173.4
금융비용부담률	8.1	8.1	8.3	7.3	7.0
이자보상배율(x)	0.5	0.2	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율(x)	4.4	4.2	4.6	4.6	4.3
재고자산회전율(x)	18.3	16.9	14.2	12.1	11.6

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 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)	
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	-34.5	-28.4	
2022.03.30	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-12.5	-7.0	
2022.05.02	기업브리프	Buy	65,000	김준성	-	-	