

2021. 8. 1



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (7.30) 61,500 원

상승여력 46.3%

KOSPI	3,202.32pt
시가총액	28,879억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	23.68%
52주 최고/최저가	80,000원/27,200원
평균거래대금	465.3억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 4 인	30.26
국민연금공단	8.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.5	-11.1	126.1
상대주가	-4.8	-17.4	60.1

주가그래프



만도 204320

실적과 동행한 기업가치 회복 전망

- ✓ 물적 분할 발표 이후 -16% 주가 조정. 대부분의 경우 물적 분할은 단기 주가 조정 근거로 작용. 그러나 이후의 주가는 결국 장단기 실적 방향성과 동행
- ✓ 2Q21 영업이익의 컨센서스 상회 근거인 만도헬라 인수 통한 비용절감 효과, 지속적 2Q21 외형 성장 우려 요인이었던 반도체 공급 부족, 점진적으로 축소 중 2H21 이후 전사 실적 턴어라운드 근거였던 북미 BEV 업체, 여전히 가파른 성장세
- ✓ 22년 EPS 컨센서스 +25% 상회 전망. 실적 눈높이 상향과 동행한 주가 회복 전망

2Q21 실적, 인수 및 투자 효과 통해 컨센서스 상회

매출 1,49조원 (+47% YoY, 이하 YoY)으로 컨센서스 1,51조원에 부합했다. 북미와 인도 시장에서 반도체 부족에 따른 생산 차질이 발생했으나, 상대적으로 영향이 적었던 현대/기아의 선전과 북미 BEV 업체의 가파른 판매 증가를 통해 방어했다.

영업이익은 767억원 (흑자전환)으로 컨센서스 692억원을 +11% 상회했다. 만도헬라 지분 100% 인수 (3월)를 통해, 외부로 지출되던 비용의 축소 효과가 80억원 발생한 덕분이다. 지배주주 순이익 또한 783억원 (흑자전환)으로 컨센서스를 +91% 상회했다. 지분을 보유하고 있는 미국 자율주행 트럭업체 TuSimple이 Nasdaq에 상장하며, 관련 평가이익 402억원이 발생한 효과이다. 이를 제외할 경우, 컨센서스 대비 상회 폭은 +17% 수준이다.

물적 분할 발표 뒤 주가 조정 -16%, 앞으로의 주가는 실적과 동행

핵심 사업에 대한 물적 분할을 진행한 다른 기업들의 사례에서와 마찬가지로, 만도 또한 지난 7월 9일 ADAS 사업 물적 분할 발표 이후 큰 주가 조정을 경험했다. LG전자의 경우처럼 명확한 성장 근거 (Magna와의 JV 설립)를 제시하지 않는 한, 시장 참여자들은 지분 가치 회복에 대한 우려를 가질 수 밖에 없기 때문이다.

그러나 단기 조정 후 주가는 대부분 장단기 실적 방향성과 동행했다. 이제 만도 주가의 점진적 회복을 기대한다. 2Q21 컨센서스 상회 실적의 근거인 만도헬라 인수는 일회성이 아닌 지속성을 가진다. 2Q21 외형 성장의 우려 요인이었던 반도체 공급 차질은 안정세를 찾아가고 있다. 2H21 이후 만도의 실적 턴어라운드를 견인한 북미 BEV업체의 가파른 판매 성장세가 여전하다.

2021년과 2022년 연간 EPS는 현재 시장 컨센서스를 각각 +26%, +25% 상회할 전망이다. 실적 눈높이 상향과 동행한 주가 점진적 회복을 전망한다.

(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	27.3	1.9	8.8	7.3	199.5
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	26.1	1.8	8.1	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	498.8	1.7	10.1	0.4	188.9
2021E	6,244.5	336.4	247.9	5,279	4,181.8	41,071	11.7	1.5	6.4	13.6	186.5
2022E	6,969.9	435.9	303.4	6,462	22.4	46,482	9.5	1.3	5.2	14.8	167.4

표1 2Q21 영업이익, 만도헬라 인수 통한 비용절감 효과 80억원 반영되어 컨센서스 +11% 상회한 767억원 기록

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,487.5	1,013.4	46.8	1,738.5	-14.4	1,513.4	-1.7	1,585.7	-6.2
영업이익	76.7	-75.9	-201.1	80.4	-4.6	69.2	10.8	80.3	-4.5
세전이익	102.2	-109.5	-193.3	48.5	110.8	53.1	92.4	70.7	44.6
순이익	78.3	-112.3	-169.7	71.6	9.4	40.9	91.4	51.7	51.5
영업이익률(%)	5.2	-7.5		4.6		4.6		5.1	
세전이익률(%)	6.9	-10.8		2.8		3.5		4.5	
순이익률(%)	5.3	-11.1		4.1		2.7		3.3	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2021년/2022년 EPS, 현재 컨센서스 각각 +26%, +25% 상회 전망

(십억원)	2021E			2022E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,244.5	6,342.8	-1.6	6,969.9	6,857.2	1.6
영업이익	336.4	317.0	6.1	435.9	380.6	14.5
세전이익	333.1	271.8	22.6	406.7	335.6	21.2
순이익	247.9	197.0	25.8	303.4	242.7	25.0
영업이익률(%)	5.4	5.0	0.4p	6.3	5.6	0.7p
세전이익률(%)	5.3	4.3	1.0p	5.8	4.9	0.9p
순이익률(%)	4.0	3.1	0.9p	4.4	3.5	0.8p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2Q21 발생한 투자회사 평가이익 반영, 2021년 세전이익 추정치 +4.9% 상향

(십억원)	2020	2021E	2022E
매출액 - 신규 추정	5,563.5	6,244.5	6,969.9
매출액 - 기존 추정	5,563.5	6,431.1	7,093.7
% change	0.0%	-2.9%	-1.7%
영업이익 - 신규 추정	88.7	336.4	435.9
영업이익 - 기존 추정	88.7	350.1	444.8
% change	0.0%	-3.9%	-2.0%
세전이익 - 신규 추정	5.2	333.1	406.7
세전이익 - 기존 추정	5.2	317.5	416.4
% change	0.0%	4.9%	-2.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	5.8	247.9	303.4
지배주주 순이익 - 기존 추정	5.8	232.9	309.3
% change	0.0%	6.4%	-1.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	123.3	5,278.9	6,461.7
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	123.3	4,960.7	6,587.1
% change	0.0%	6.4%	-1.9%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(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	1,516.1	1,739.4	5,563.5	6,244.5	6,969.9
(% YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	14.6	46.8	1.0	0.0	-7.0	12.2	11.6
OP	18.5	-75.9	65.6	80.4	71.8	76.7	78.4	109.6	88.7	336.4	435.9
(% YoY)	-42.3	적자전환	-6.8	25.1	288.0	흑자전환	19.4	36.2	-59.4	279.3	29.6
RP	13.9	-109.5	51.9	48.9	68.1	102.2	66.6	96.3	5.2	333.1	406.7
(% YoY)	-44.3	적자전환	-38.1	74.7	389.1	흑자전환	28.3	97.0	-97.1	6,309.8	22.1
NP	8.3	-112.3	36.9	72.9	49.1	78.3	49.4	71.1	5.8	247.9	303.4
(% YoY)	-50.5	적자전환	-27.6	527.3	489.2	흑자전환	33.9	-2.4	-94.8	4,181.8	22.4
OP margin (%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.2	5.2	6.3	1.6	5.4	6.3
RP margin (%)	1.1	-10.8	3.5	2.8	4.5	6.9	4.4	5.5	0.1	5.3	5.8
NP margin (%)	0.6	-11.1	2.5	4.2	3.3	5.3	3.3	4.1	0.1	4.0	4.4

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

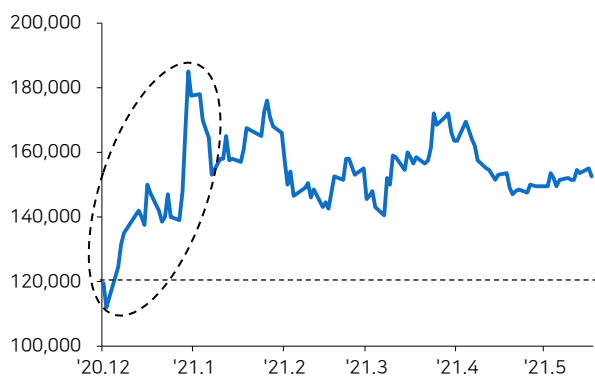
표5 지난 2년 간 발표된 국내 주요 기업들의 물적 분할 사례

기존법인	신설법인	공시일	분할기일
LG화학	LG에너지솔루션	2020-09-17	2020-12-01
SK텔레콤	T모빌리티	2020-10-16	2020-12-29
힐라홀딩스	힐라코리아	2019-10-02	2020-01-01
LG전자	엘지마그나 이파워트레인	2021-02-25	2021-07-01

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

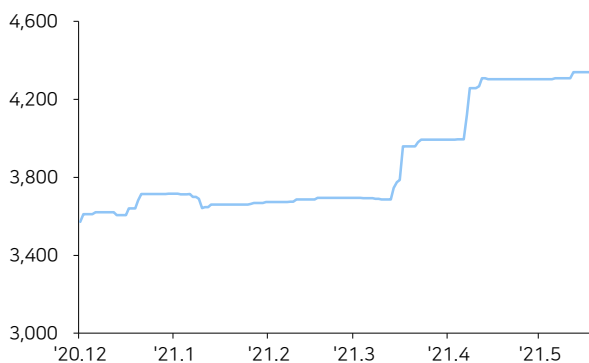
그림1 LG전자의 물적 분할, Magna와 합자 회사 설립이라는 명확한 성장 근거를 공개하며 기업 가치 개선으로 연결

(원) — LG전자 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

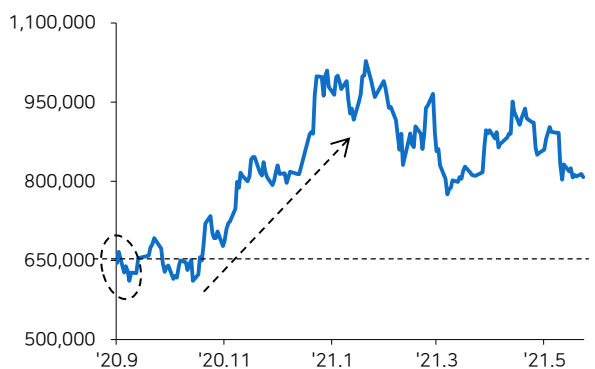
(십억원) — 2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

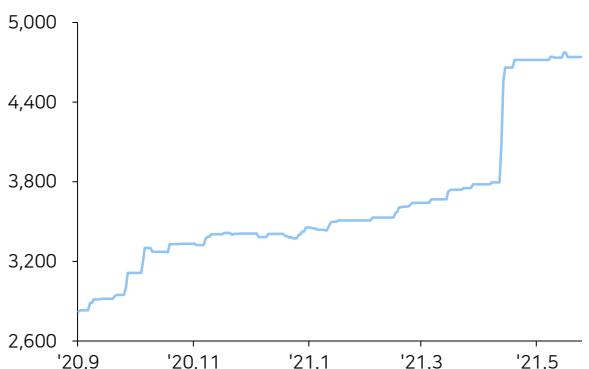
그림2 LG화학의 물적 분할, 지분 가치 희석 우려로 단기 조정 겪었으나 BEV 시장의 장기 성장 수혜 기대로 기업 가치 상승

(원) — LG화학 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원) — 2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

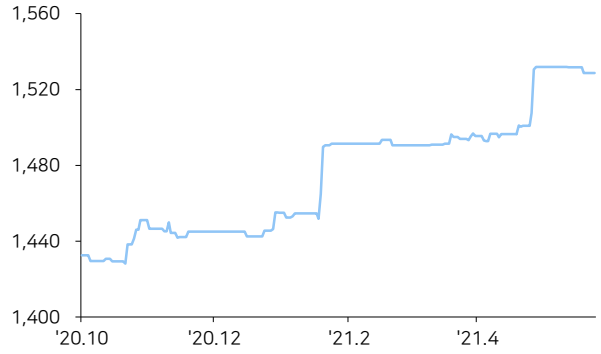
그림3 SK텔레콤의 T모빌리티 물적 분할, 단기 조정 이후 실적 컨센서스 흐름과 동행하는 주가 방향성 기록

(원) SK텔레콤 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

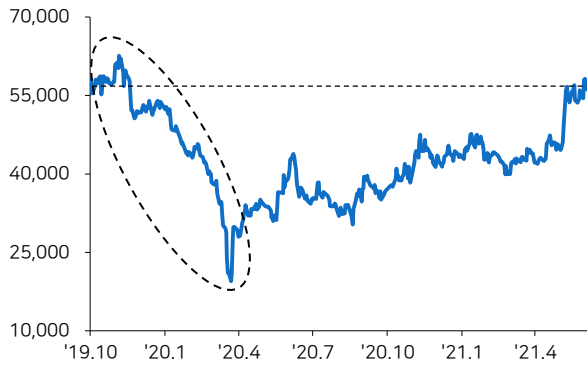
(십억원) 2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 휠라홀딩스의 물적 분할, 분할 발표 이후 보여진 지속적인 실적 컨센서스 하향으로 주가 또한 가파른 조정 기록

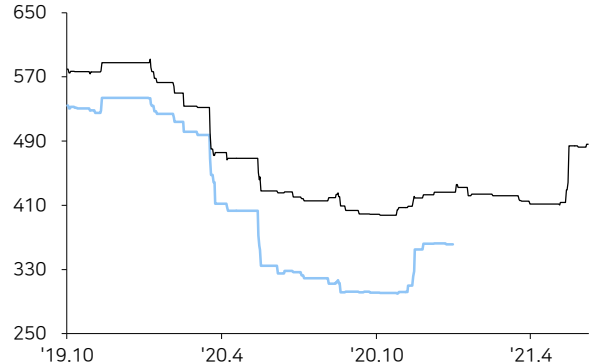
(원) 휠라홀딩스 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원) 2020 OP 컨센서스

2021 OP 컨센서스

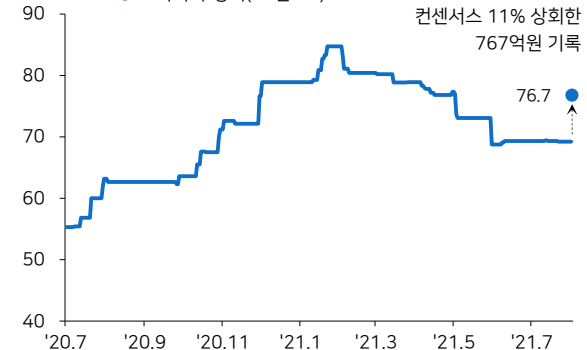


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 만도헬라 인수 효과, 반도체 공급 우려 축소, 북미 BEV 업체 판매 호조 통해, 실적 눈높이의 지속적인 우상향 전망

(십억원) 만도 2Q21 OP 컨센서스

자사 추정치(21년 OP)



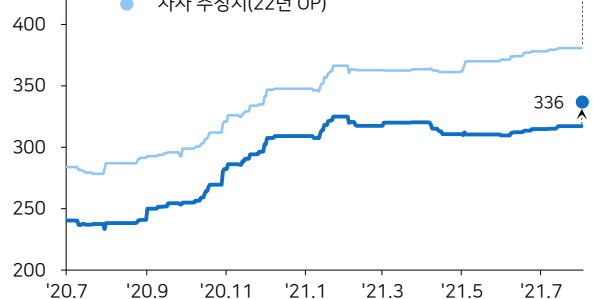
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원) 만도 21년 OP 컨센서스

만도 22년 OP 컨센서스

자사 추정치(21년 OP)

자사 추정치(22년 OP)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,664.8	5,981.9	5,563.5	6,244.5	6,969.9
매출액증가율 (%)	-0.3	5.6	-7.0	12.2	11.6
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,893.8	5,339.7	5,924.4
매출총이익	724.4	834.1	669.7	904.8	1,045.5
판매관리비	526.9	615.6	581.0	568.3	609.6
영업이익	197.4	218.6	88.7	336.4	435.9
영업이익률	3.5	3.7	1.6	5.4	6.3
금융손익	-44.4	-26.0	-49.9	-42.3	-37.2
종속/관계기업손익	-65.2	-65.2	33.4	41.7	45.0
기타영업외손익	53.6	49.1	-67.1	-2.7	-37.0
세전계속사업이익	141.4	176.5	5.2	333.1	406.7
법인세비용	28.5	58.2	-8.7	75.3	93.5
당기순이익	112.9	118.2	13.9	257.9	313.2
지배주주지분 순이익	105.7	110.5	5.8	247.9	303.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	430.0	575.0	622.1
당기순이익(손실)	112.9	118.2	13.9	257.9	313.2
유형자산상각비	218.9	245.2	253.6	260.4	254.4
무형자산상각비	52.8	55.4	52.2	47.1	39.8
운전자본의 증감	-170.8	-236.2	52.4	-5.7	-31.1
투자활동 현금흐름	-297.6	-300.1	-144.4	-518.9	-322.3
유형자산의증가(CAPEX)	-262.5	-221.9	-177.6	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	3.5	-74.7	15.5	25.7	15.6
재무활동 현금흐름	10.0	114.7	71.4	251.5	-198.3
차입금의 증감	32.3	164.0	126.9	253.3	-170.1
자본의 증가	0.0	1.0	1.0	2.0	3.0
현금의 증가(감소)	-1.1	87.7	356.1	312.8	101.6
기초현금	118.8	117.6	205.3	561.4	874.2
기말현금	117.6	205.3	561.4	874.2	975.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,407.0	3,046.0	3,399.9
현금및현금성자산	117.6	205.3	561.4	874.2	975.8
매출채권	1,348.9	1,345.4	1,334.0	1,561.1	1,742.5
재고자산	318.6	336.8	322.6	374.7	418.2
비유동자산	2,464.5	2,485.8	2,531.3	2,479.4	2,435.4
유형자산	1,943.0	1,946.6	2,039.4	1,979.0	1,924.6
무형자산	212.2	171.3	125.2	100.1	84.5
투자자산	110.5	142.6	157.9	187.3	209.1
자산총계	4,437.3	4,595.6	4,938.3	5,525.5	5,835.4
유동부채	1,835.8	1,756.8	2,031.6	2,243.9	2,286.3
매입채무	960.2	995.1	1,098.8	1,061.6	1,254.6
단기차입금	98.0	87.5	108.5	195.3	156.2
유동성장기부채	460.1	349.0	502.7	703.8	563.0
비유동부채	1,119.7	1,253.2	1,197.2	1,353.0	1,366.4
사채	498.5	747.9	548.5	713.1	720.2
장기차입금	323.7	377.3	518.7	521.3	523.9
부채총계	2,955.5	3,010.0	3,228.8	3,596.9	3,652.7
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	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	681.2	754.5	722.3	975.6	1,260.6
비지배주주지분	157.0	187.5	343.8	309.4	278.4
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,709.6	1,928.6	2,182.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	120,638	127,390	118,481	132,982	148,432
EPS(지배주주)	2,250	2,354	123	5,279	6,462
CFPS	2,505	4,372	11,956	18,618	20,780
EBITDAPS	9,990	11,056	8,401	13,714	15,550
BPS	31,556	33,767	36,407	41,071	46,482
DPS	500	500	0	600	700
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.0	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	27.3	26.1	498.8	11.7	9.5
PCR	7.7	7.0	9.3	5.2	4.8
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
EBITDA	469.1	519.2	394.5	644.0	730.2
EV/EBITDA	8.8	8.1	10.1	6.4	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	7.2	0.4	13.6	14.8
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	199.5	189.8	188.9	186.5	167.4
금융비용부담률	7.3	8.1	8.1	7.0	5.8
이자보상배율(x)	0.5	0.5	0.2	0.8	1.1
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	4.2	4.3	4.2
재고자산회전율(x)	17.9	18.3	16.9	17.9	17.6

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 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)	
2019.07.26	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-16.3	-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	-	-	