

2022. 7. 11



▲ 자동차/타이어

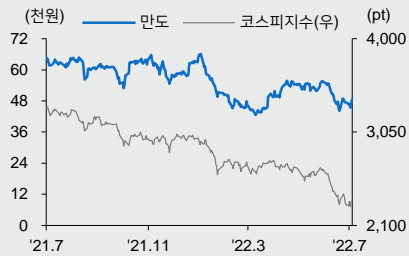
Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA **장재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	70,000 원		
현재주가 (7.8)	48,500 원		
상승여력	44.3%		
KOSPI	2,350.61pt		
시가총액	22,774억원		
발행주식수	4,696만주		
유동주식비율	68.48%		
외국인비중	20.54%		
52주 최고/최저가	66,100원/42,550원		
평균거래대금	180.1억원		
주요주주(%)			
한라홀딩스 외 4 인	30.26		
국민연금공단	12.42		
Matthews International Capital	5.13		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	-26.6	-21.5
상대주가	0.0	-7.8	8.6

주가그래프



만도 204320

더블업, 공간에서 인심난다

- ✓ 북미 BEV 업체 공급 물량, 1H22 대비 2H22 · 2022 대비 2023 각각 Double-up
- ✓ 부품 업체 매출과 수익성은 '누구에게 · 어느 지역에서 · 무엇을 공급하는지'보다 '얼마나 더 많이 공급할 수 있는지'가 중요
- ✓ 공급망 이슈로 인한 전방 업체의 생산 부족, 원자재 가격 상승, 물류 대란 등이 점철되며 지속됐던 원가 훼손 기조, 2H22 이후 외형 성장과 함께 해소될 것
- ✓ 2023년 EPS 추정을 +4.4% 조정하며, 적정주가 또한 70,000원으로 상향

2H22, 부품 업종 내 차별화된 실적 개선 시작

1H22는 어려웠다. 높은 대기수요와 제한적 공급 속 판매가격 인상을 통해 양호한 실적 전개가 가능했던 B2C 비즈니스의 완성차 업체와 달리, 공급단가 인상이 어려웠던 B2B 비즈니스의 부품 업종은 실적의 돌파구를 찾기 힘들었다. 2Q22 영업이익 또한 전년동기 대비 -33% 줄어든 513억원을 기록할 전망이다.

2H22 이후는 다르다. 먼저 외형 성장의 핵심 동력인 북미 BEV 업체의 공격적 생산량 증대가 시작된다. 북미 BEV 업체의 생산량은 1H22 56만대에서 2H22 90만대 이상으로 증가하며, 2023년 연간 생산량은 250만대 이상으로 늘어날 전망이다. 기존 공장 기존 모델을 넘어 신 공장 신 모델에 대한 공급 계약을 확보한 만큼, 이와 동행한 가파른 매출 증가가 예상된다. 만도의 연결 매출은 2011년부터 2020년까지 연평균 +2.2% 늘어났다. 북미 BEV 업체에 대한 유의미한 기여를 시작한 2021년 매출은 전년 대비 +10.5% 증가했으며, 2020-2024년 연평균 매출 성장을 +10.3%를 전망한다.

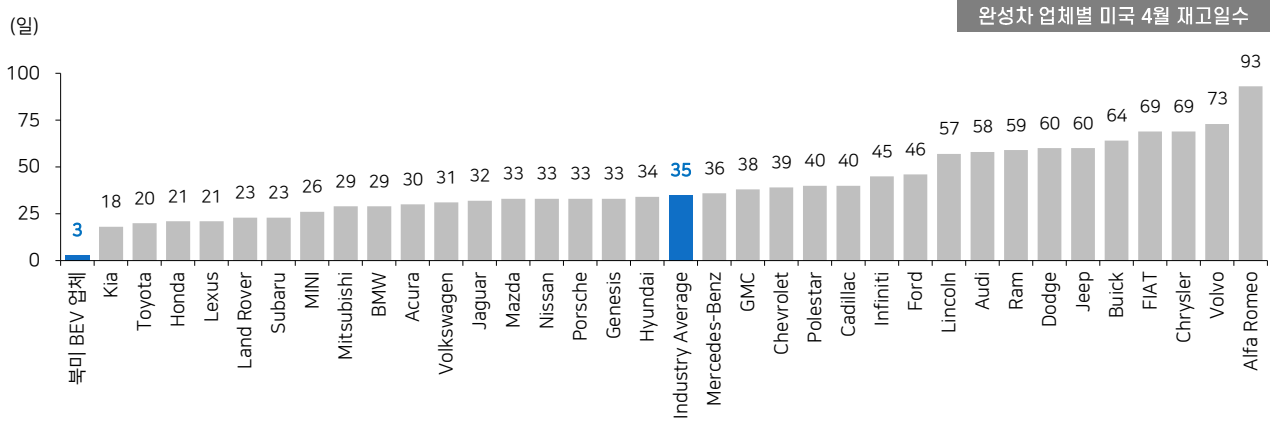
부품 업종은 완성차 업종의 반도체 조달 및 생산 정상화와 함께 2Q22 실적을 기점으로 매출 회복세를 보일 것이다. 그러나 원자재 가격의 인상 반영과 현대 · 기아 중국 부진에 따른 우려는 여전히 현재 진행형이다. 매출 회복에 대한 기대와 비용 증가에 대한 우려가 공존하는 업종 내에서, 차별화된 성장 동력을 지닌 만도의 기업가치 회복이 두드러질 수 있다고 판단한다.

적정주가 70,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

북미 BEV 업체의 생산 거점 Ramp-up 구체화가 이루어지며, 만도의 실적 방향성 또한 뚜렷해지고 있다. 수익성 높은 북미 BEV 업체 매출 믹스 개선을 반영해, 2023년 EPS 추정을 5,413원 (+31% YoY)으로 +4.4% 조정한다. 1yr forward EPS에 ADAS Peer Group PER 14.6배를 적용해 적정주가 또한 70,000원으로 상향한다.

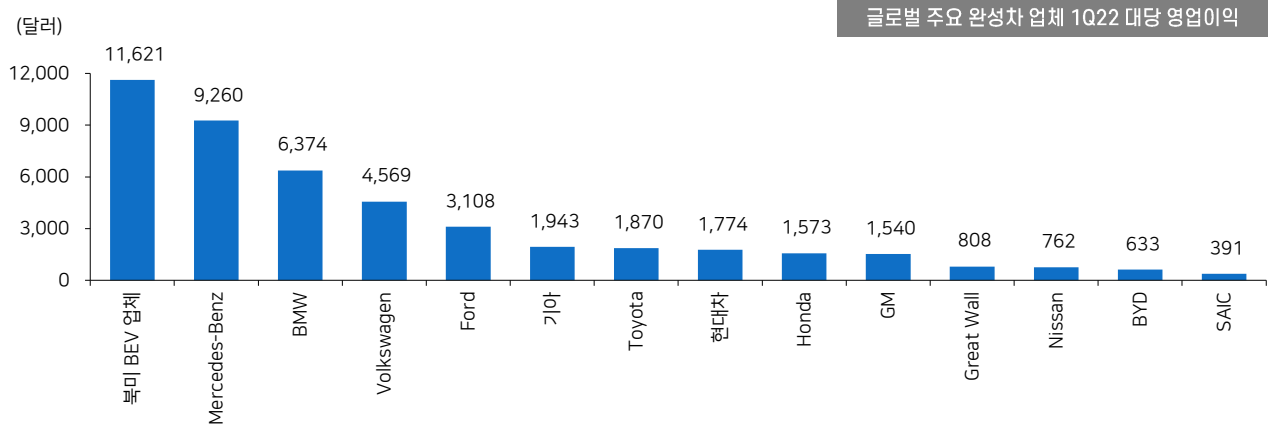
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,981.9	218.6	110.5	2,354	4.6	33,767	20.6	1.4	6.9	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	393.4	1.3	8.5	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	13.6	1.1	6.3	8.9	179.0
2022E	7,026.9	294.7	193.5	4,121	15.8	46,075	11.8	1.1	5.4	9.2	186.4
2023E	7,723.8	371.7	254.2	5,413	31.4	49,935	9.0	1.0	4.6	11.3	178.9

그림1 만도, 북미 BEV 업체와의 동행 성장 수혜 통해 부품 업종 내 차별화된 실적 개선 전망



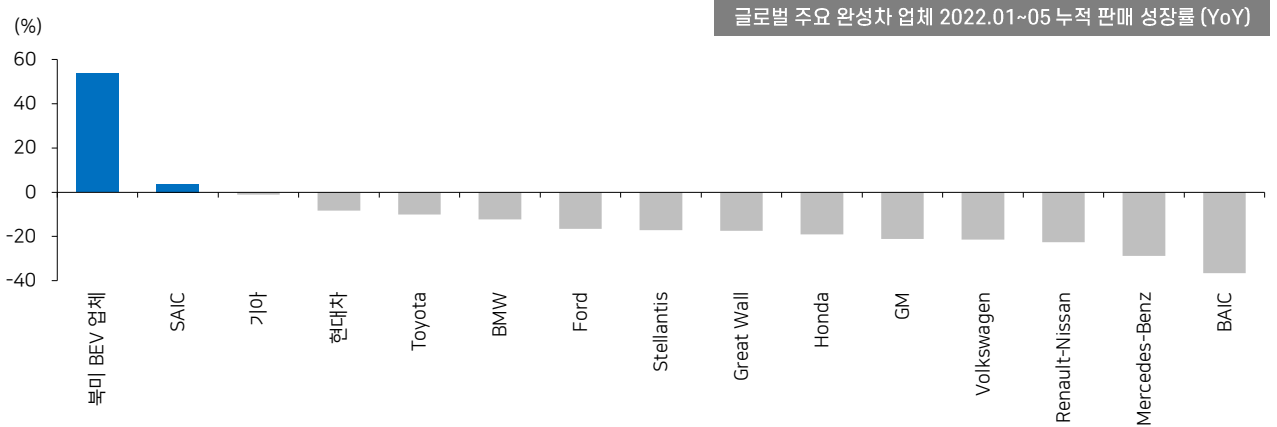
자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현재 북미 BEV 업체의 대당 이익과 판매 성장률은 경쟁사 대비 가장 높은 수준



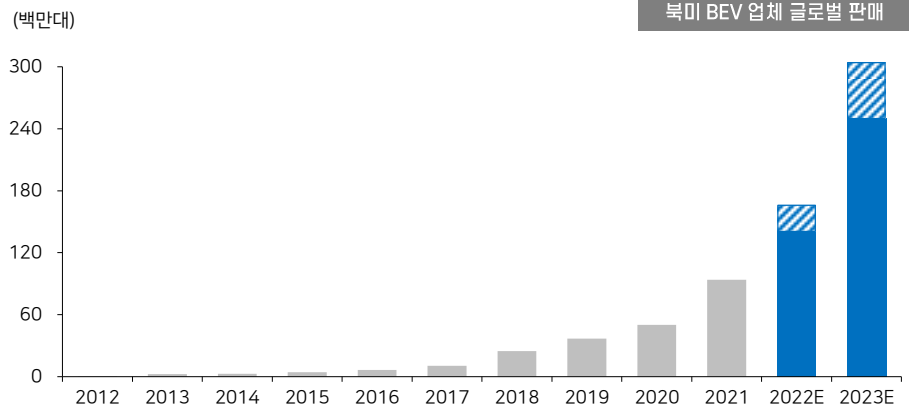
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2H22 이후 북미 BEV 업체의 가파른 판매 성장, 만도의 외형 성장과 수익성 상승에 기여할 것



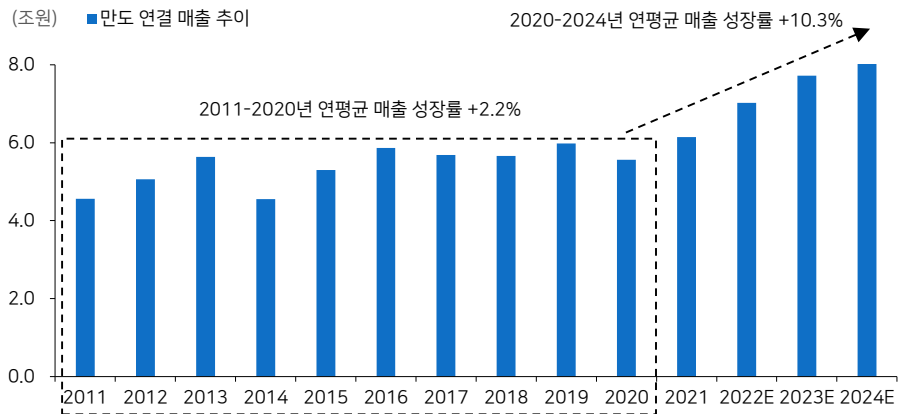
자료: Marklines, SNE Research, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 북미 BEV 업체 생산량, 1H22 56만대 · 2H22 90만대 · 2023년 250만대 이상을 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 북미 BEV 업체의 유의미한 생산량 기록 확보와 함께 만도 외형 성장 두드러지기 시작



자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표1 2Q22E 영업이익, 컨센서스 -28% 하회 전망

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,599.1	1,487.5	7.5	1,687.8	-5.3	1,677.1	-4.6
영업이익	51.3	76.7	-33.1	68.9	-25.6	70.9	-27.7
세전이익	51.5	102.2	-49.6	52.7	-2.4	66.6	-22.7
지배순이익	38.3	78.3	-51.1	29.8	28.4	45.7	-16.3
영업이익률 (%)	3.2	5.2		4.1		4.2	
세전이익률 (%)	3.2	6.9		3.1		4.0	
순이익률 (%)	2.4	5.3		1.8		2.7	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2023년 실적, 컨센서스 상회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,026.9	6,870.5	2.3	7,723.8	7,470.8	3.4
영업이익	294.7	297.6	-1.0	371.7	367.9	1.0
세전이익	270.3	267.7	1.0	348.7	335.1	4.1
순이익	193.5	195.2	-0.9	254.2	247.7	2.6
영업이익률(%)	4.2	4.3	-0.1p	4.8	4.9	-0.1p
세전이익률(%)	3.8	3.9	0.0p	4.5	4.5	0.0p
순이익률(%)	2.8	2.8	-0.1p	3.3	3.3	0.0p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 2023년 실적 전망, 북미 BEV 업체 생산 ramp-up 구체화 반영해 추정 상향

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	6,147.4	7,026.9	7,723.8
매출액 - 기존 추정	6,147.4	7,048.5	7,489.0
% change	0.0%	-0.3%	3.1%
영업이익 - 신규 추정	232.3	294.7	371.7
영업이익 - 기존 추정	232.3	298.9	355.8
% change	0.0%	-1.4%	4.5%
세전이익 - 신규 추정	228.1	270.3	348.7
세전이익 - 기존 추정	228.1	272.8	332.0
% change	0.0%	-0.9%	5.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	167.1	193.5	254.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	167.1	195.5	243.4
% change	0.0%	-1.0%	4.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,559.3	4,120.6	5,412.7
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,559.3	4,162.8	5,183.3
% change	0.0%	-1.0%	4.4%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,501.5	1,487.5	1,436.0	1,722.4	1,687.8	1,599.1	1,752.7	1,987.3	6,147.4	7,026.9	7,723.8
(% YoY)	14.6	46.8	-4.4	-0.9	12.4	7.5	22.1	15.4	10.5	14.3	9.9
OP	71.8	76.7	53.2	30.6	68.9	51.3	75.3	99.2	232.3	294.7	371.7
(% YoY)	288.0	흑자전환	-19.0	-61.9	-4.0	-33.1	41.6	223.9	161.9	26.9	26.1
RP	68.1	102.2	31.8	26.1	52.7	51.5	72.6	93.5	228.1	270.3	348.7
(% YoY)	389.1	흑자전환	-38.8	-46.6	-22.6	-49.6	128.6	258.5	4,289.3	18.5	29.0
NP	49.1	78.3	22.7	17.1	29.8	38.3	55.4	70.0	167.1	193.5	254.2
(% YoY)	489.2	흑자전환	-38.5	-76.5	-39.3	-51.1	144.5	309.1	2,787.0	15.8	31.4
OP margin (%)	4.8	5.2	3.7	1.8	4.1	3.2	4.3	5.0	3.8	4.2	4.8
RP margin (%)	4.5	6.9	2.2	1.5	3.1	3.2	4.1	4.7	3.7	3.8	4.5
NP margin (%)	3.3	5.3	1.6	1.0	1.8	2.4	3.2	3.5	2.7	2.8	3.3

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

	Ticker	시가총액 (십억달러)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
Autoliv	ALV US EQUITY	8.6	18.4	11.8	2.5	2.3	13.6	23.2	8.1	5.6
Continental	CON GR EQUITY	17.7	11.6	8.2	1.0	0.9	8.7	13.6	4.4	3.3
BorgWarner	BWA US EQUITY	10.7	8.5	6.8	1.1	0.9	11.8	14.5	4.6	3.8
Denso	6902 JP EQUITY	54.6	13.2	11.8	1.2	1.2	9.5	10.8	6.5	5.6
Gentex	GNTX US EQUITY	8.7	17.4	14.2	3.2	2.7	20.0	24.9	-	-
Hella	HLE GR EQUITY	9.8	22.8	18.7	2.6	2.4	11.6	13.8	8.7	7.3
Valeo	FR FP EQUITY	6.0	18.6	13.3	1.2	1.1	6.1	13.8	3.8	3.1
Magna	MGA US EQUITY	21.2	11.3	7.9	1.4	1.3	12.2	18.0	5.3	4.2
Nexteer	1316 HK EQUITY	2.6	13.3	9.2	1.0	0.9	7.5	10.5	4.3	3.3
Aptiv	APTV US EQUITY	32.5	23.8	17.6	2.8	2.4	11.5	15.6	10.7	8.1
Infineon	IFX GR EQUITY	39.8	13.1	12.6	2.3	2.0	17.6	16.5	7.7	7.0
NXP Semiconductor	NXPI US EQUITY	52.5	11.2	10.9	6.0	5.0	47.0	44.8	9.2	8.9
글로벌 Peer group 평균			15.1	11.8	1.9	1.7	12.4	16.5	6.5	5.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (a) - 글로벌 Peer Group 2022-2023년 평균 PER	13.4 배
2H22-1H23 EPS 추정치 (b)	5,114원
Fair Value (c = a x b)	68,529
적정 주가	70,000원
현재 주가 (7월 8일 기준 증가)	48,500원
과리율	44.3%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,147.4	7,026.9	7,723.8
매출액증가율 (%)	5.6	-7.0	10.5	14.3	9.9
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,246.1	6,020.8	6,578.4
매출총이익	834.1	669.7	901.3	1,006.2	1,145.4
판매관리비	615.6	581.0	669.0	711.4	773.8
영업이익	218.6	88.7	232.3	294.7	371.7
영업이익률	3.7	1.6	3.8	4.2	4.8
금융손익	-26.0	-49.9	-36.3	-10.3	-12.4
중속/관계기업손익	-65.2	33.4	101.7	33.6	25.0
기타영업외손익	49.1	-67.1	-69.6	-47.7	-35.5
세전계속사업이익	176.5	5.2	228.1	270.3	348.7
법인세비용	58.2	-8.7	49.5	65.4	82.0
당기순이익	118.2	13.9	178.6	205.0	266.8
지배주주지분 손이익	110.5	5.8	167.1	193.5	254.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	412.7	294.5	533.8
당기순이익(손실)	118.2	13.9	178.6	205.0	266.8
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	-300.8	-126.4
투자활동 현금흐름	-300.1	-144.4	-376.6	-194.8	-379.2
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	96.4	132.7
기초현금	117.6	205.3	561.4	852.3	948.6
기말현금	205.3	561.4	852.3	948.6	1,081.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,944.3	3,507.9	3,925.3
현금및현금성자산	205.3	561.4	852.3	948.6	1,081.3
매출채권	1,345.4	1,334.0	1,359.7	1,686.5	1,853.7
재고자산	336.8	322.6	544.1	621.9	683.6
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,760.1	2,689.2	2,613.9
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	253.4	278.5
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,704.4	6,197.1	6,539.2
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,129.6	2,485.8	2,630.6
매입채무	995.1	1,098.8	969.0	1,124.3	1,235.8
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	1,547.7	1,563.8
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	4,033.5	4,194.4
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	1,082.9	1,307.4
비지배주주지분	187.5	343.8	480.9	432.8	389.5
자본총계	1,585.6	1,709.6	2,044.3	2,163.6	2,344.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	127,390	118,481	130,916	149,645	164,486
EPS(지배주주)	2,354	123	3,559	4,121	5,413
CFPS	4,372	11,956	18,150	20,202	23,028
EBITDAPS	11,056	8,401	11,907	13,607	15,279
BPS	33,767	36,407	43,535	46,075	49,935
DPS	550	0	800	900	1,000
배당수익률(%)	1.1	0.0	1.6	1.9	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	393.4	13.6	11.8	9.0
PCR	5.5	7.3	4.6	4.2	3.8
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0
EBITDA	519.2	394.5	559.1	639.0	717.5
EV/EBITDA	6.9	8.5	6.3	5.4	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	0.4	8.9	9.2	11.3
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	189.8	188.9	179.0	186.4	178.9
금융비용부담률	8.1	8.1	8.3	7.3	6.7
이자보상배율(x)	0.5	0.2	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율(x)	4.4	4.2	4.6	4.6	4.4
재고자산회전율(x)	18.3	16.9	14.2	12.1	11.8

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 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)	
2020.05.26	산업분석	Buy	32,000	김준성	-22.9	-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	-21.2	-14.3	
2022.07.11	기업브리프	Buy	70,000	김준성	-	-	