



BUY (Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(6/9): 73,400원

시가총액: 34,467억원

자동차/부품

Analyst 김민선

02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(6/9)	3,216.18pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	80,000원	22,150원
등락률	-8.3%	231.4%
수익률	절대	상대
1M	15.8%	15.1%
6M	31.1%	12.3%
1Y	160.3%	77.1%

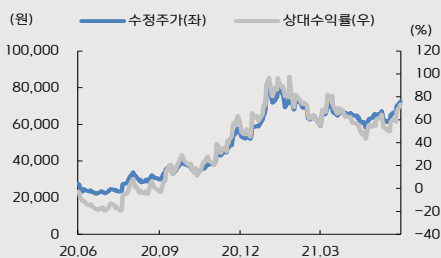
Company Data

발행주식수	46,957 천주
일평균 거래량(3M)	725천주
외국인 지분율	24.6%
배당수익률(2021E)	0.7%
BPS(2021E)	37,841원
주요 주주	한라홀딩스 외 30.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,520.3	6,903.2
영업이익	218.6	88.7	363.2	432.2
EBITDA	519.2	394.5	594.2	660.4
세전이익	176.5	5.2	322.5	394.4
순이익	118.2	13.9	258.0	315.5
지배주주지분순이익	110.5	5.8	245.1	299.7
EPS(원)	2,354	123	5,220	6,383
증감률(% YoY)	4.6	-94.8	4,134.2	22.3
PER(배)	15.0	476.9	13.9	11.4
PBR(배)	1.09	1.69	1.92	1.66
EV/EBITDA(배)	5.9	10.0	7.7	6.6
영업이익률(%)	3.7	1.6	5.6	6.3
ROE(%)	7.6	0.4	14.4	15.7
순차입금비율(%)	85.0	65.7	58.3	39.3

Price Trend



만도 (204320)

자율주행 솔루션 프로바이더 도약의 초석



만도는 전일 자율주행 및 모빌리티 사업부문 일부의 물적분할을 결정, 공시했습니다. 분할 목적은 상이한 특성의 사업부를 분할해 경영 효율성을 제고하기 위함이며, 신설법인인 IPO, SI 등 다양한 투자 유치 옵션을 검토 중인 것으로 알려졌습니다. 이번 분할을 통해 Level 4+ 자율주행 솔루션 프로바이더로 도약을 기대하며, 글로벌 산업 수요를 증가하는 존속법인의 성장성 등을 포함한 전사적 재평가의 계기가 될 것입니다.

>>> 자율주행 및 모빌리티 사업부문 일부 물적분할 발표

만도는 전일 1) 자율주행(ADAS), 2) 모빌리티 사업부문 내 무인순찰, 무인전기차충전, 플랫폼(Cloud server) 등의 물적분할을 결정, 공시했다. 만도는 만도모빌리티솔루션즈(가칭)의 지분을 100% 보유하며, 7/20 주주총회에서 승인을 득한 후 9/1 분할 될 예정이다. 이번 분할의 목적은 상이한 특성의 사업부를 분할해 경영 효율성을 제고하고 성장을 가속화하기 위함이며, 신설법인인 IPO, SI 등 다양한 투자 유치 옵션을 검토 중이다. 존속법인의 자산/자본/부채는 3,14조원/1.13조원/2조원이며 (D/E 비율 177%) 신설법인의 자산/자본/부채는 3,658억원/1,491억원/2,167억원이다. (D/E 비율 145%)

>>> 자율주행 솔루션 프로바이더 도약의 초석

연초 만도헬라일렉트로닉스 인수가 그룹사 내 분산된 자율주행 역량을 만도로 집중하는 단계 였다면, 이번 분할은 Level 4+ 자율주행 솔루션 프로바이더로 도약하기 위한 초석이 될 것이다. 이러한 도약을 위해서 1) 현재 자율주행 Level 2-3 용 카메라, 레이더, DCU 제품군의 고도화 이 외에도 Level 4+ 용 Lidar, 4D 이미징 레이더, 컴퓨팅 플랫폼 제어기 등에서의 경쟁력을 입증해야 하며, 2) ADAS 고객사도 현대차/기아 중심에서 글로벌 OEM으로 다변화 되어야 할 것이다. 만도는 최근 산업통상자원부 발주 차량용 라이다 개발사업 수행사업자로 선정된 바 있으며, 하반기 이후 라이다 수주 활동이 본격화 될 전망이다. 또한 신설법인의 비 현대차/기아 매출 비중도 2025년 약 34%까지 늘어날 것으로 예상된다.

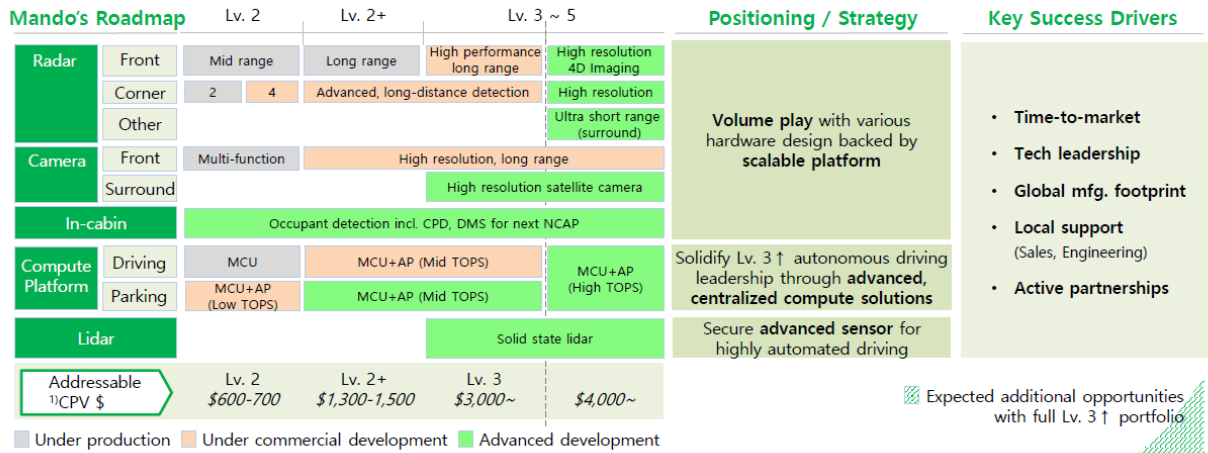
물적분할로 만도모빌리티솔루션즈를 간접적으로 보유하는데 대한 아쉬움은 있을 수 있으나, 자금 조달의 유연성과 관련 투자, 인력 확보 등 사업 관리 용이성이 우선적으로 고려되었다.

존속법인도 현대차/기아, 주요 전기차 업체 등 핵심 고객사의 판매 호조세가 이어질 것으로 전망되고, 전장 부품 제조 역량 및 xEV 샷시 리더십에 기반한 고객사 다변화로 글로벌 산업 수요를 증가하는 성장성을 유지할 전망이다. (21년-25년 존속법인 매출액 전망치 CAGR 9% vs 산업 수요 성장 전망치 3.2%) 이번 분할이 존속법인의 가치 등을 포함한 전사적 역량 재평가의 계기가 될 것으로 기대한다. 목표주가 10만원을 유지한다. (12mf Target PER 일반 부품 10x, ADAS 50x 적용)

만도 자율주행 부품사 도약 계획

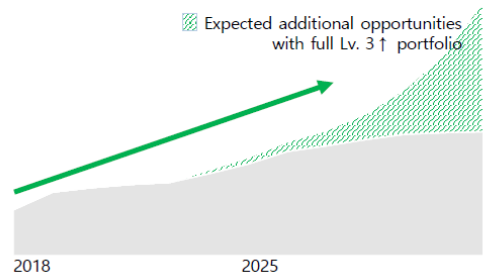
Leading the Next Chapter of Autonomous Driving

Successful, timely execution of the strategy and implementation of key drivers, including **time-to-market, tech leadership, global footprint expansion** to unlock growth potential of the ADAS business with the start of Lv. 3 automation



CPD : Child Presence Detection
 DMS : Driver Monitoring System
 AP : Application Processor
 TOPS : Trillion Operations Per Second

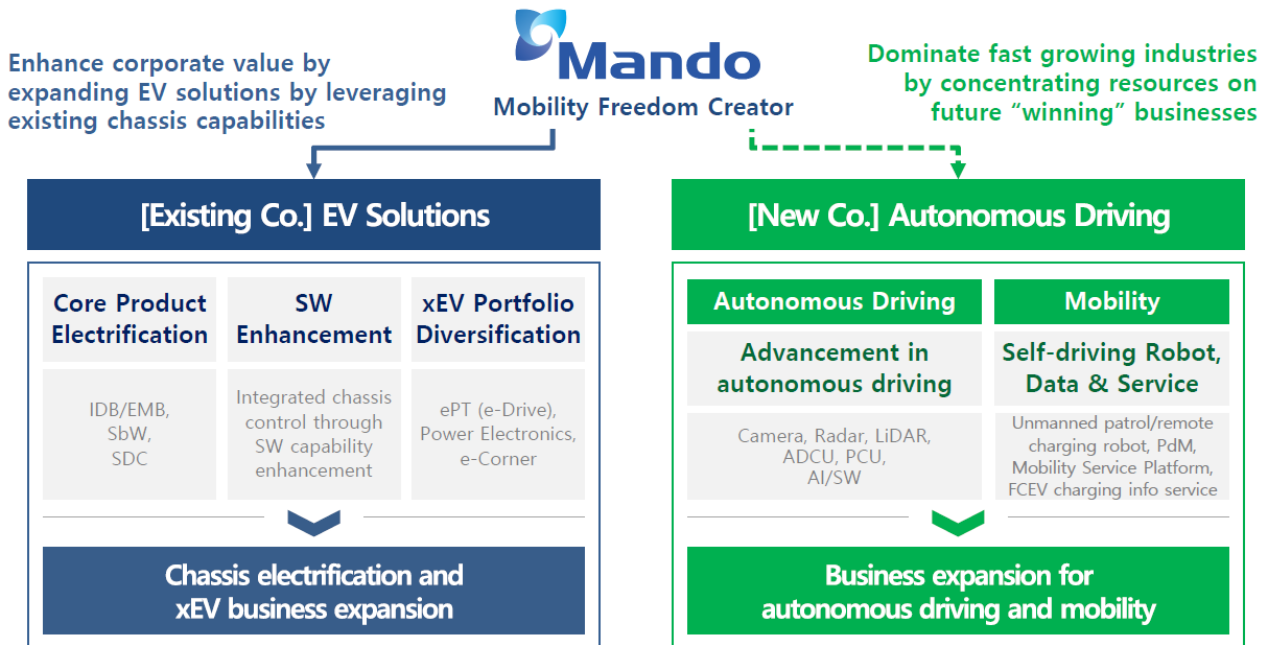
New opportunities with advanced tech development



Note: 1) Contents per Vehicle in USD, Mando internal forecast

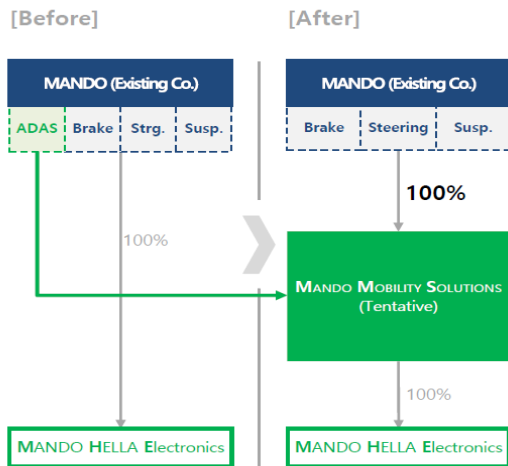
자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 존속/신설법인 사업부문



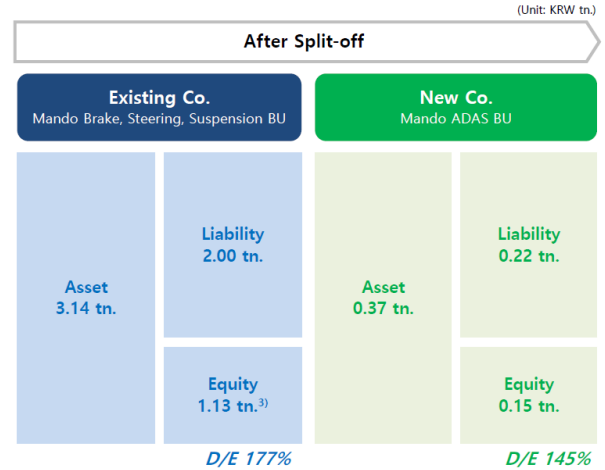
자료: 만도, 키움증권 리서치

분할 이후 구조



자료: 만도, 키움증권 리서치

분할 이후 재무 구조

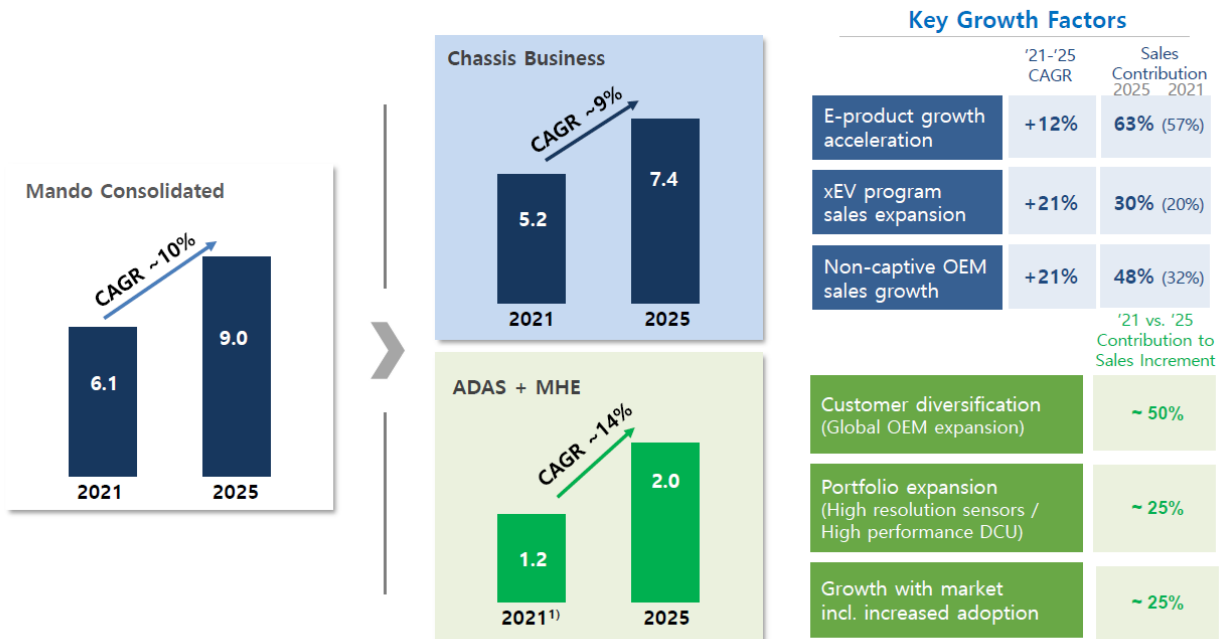


자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 중기 매출 계획 – 21년 6.1조원 (샷시 5.2조원, ADAS 1.2조원) vs 25년 9조원 (샷시 7.4조원, ADAS 2조원)

Mando Mid-term Sales Plan

Consolidated Sales with Intercompany Transaction Elimination (unit : KRW tn.)



Note: 1) ADAS Jan.-Dec. 2021 sales *plus* MHE Mar.-Dec. 2021 sales (MHE acquired by Mando on March 2 2021)

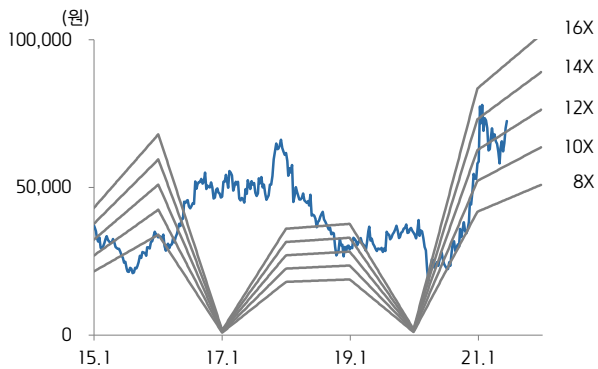
자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 Valuation

(십억원, 배, 천주)	지배자분 순이익 (12개월 선행)	Target P/E	적정가치	비고
ADAS (자율주행)	55.4	50	2,770	영업이익 9% 가정
일반 부품	206.5	10	2,065	
전사	261.9		4,835	
주식수			46,824	자사주 제외
적정주가 (원)			103,259	
목표주가 (원)			100,000	천원 단위 절하
현재주가 (원)			73,400	6/9 일 종가 기준
상승여력			36.2%	현재주가 대비

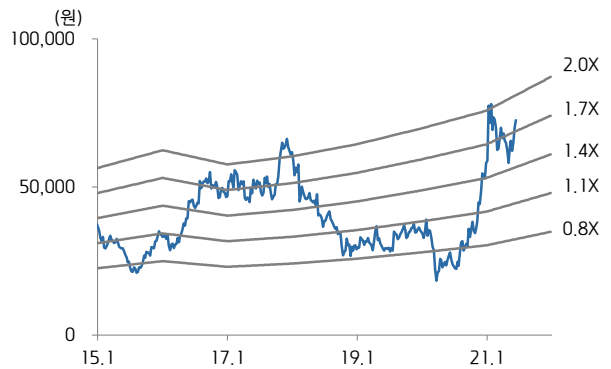
자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

만도 12개월 선행 PBR



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

만도 2Q21 실적 Preview

(단위: 십억원)	2Q21E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q21	%QoQ	2Q20	%YoY
매출액	1539.8	1549.8	-0.6	1523.1	1.1	1501.5	2.6	1013.4	51.9
영업이익	77.0	77.5	-0.6	70.3	9.6	71.8	7.2	-75.9	-201.5
영업이익률	5.0	5.0		4.6		4.8		-7.5	
세전이익	60.3	67.1	-10.1	58.0	4.0	68.1	-11.5	-109.5	-155.1
순이익	48.2	53.6	-10.1	42.4	13.7	52.2	-7.6	-111.9	-143.1
지배순이익	45.8	51.0	-10.1	43.2	6.1	49.1	-6.7	-112.3	-140.8

자료: 만도, 키움증권 리서치

만도 실적 추정 테이블

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,310.1	1,013.4	1,501.5	1,738.5	1,501.5	1,539.8	1,660.2	1,818.8	5,563.5	6,520.3	6,903.2
(%, YoY)	-7.4	-30.8	2.3	6.3	14.6	51.9	10.6	4.6	-7.0	17.2	5.9
(%, QoQ)	-19.9	-22.6	48.2	15.8	-13.6	2.6	7.8	9.5			
ADAS	186.0	153.5	211.8	221.8	187.7	208.8	239.3	250.6	773.1	886.4	975.1
매출 내 비중 (%)	14.2	15.1	14.1	12.8	12.5	13.6	14.4	13.8	13.9	13.6	14.1
(%, YoY)	10.7	-14.7	30.7	9.8	0.9	36.0	13.0	13.0	8.6	14.7	10.0
(%, QoQ)	-7.9	-17.5	38.0	4.7	-15.4	11.2	14.6	4.7			
국내	763.9	544.7	791.2	910.0	784.4	838.6	882.4	938.8	3,009.7	3,444.3	3,564.5
(%, YoY)	-1.8	-35.1	-1.9	1.1	2.7	54.0	11.5	3.2	-9.4	14.4	3.5
중국	184.0	304.8	342.5	461.6	341.2	359.7	380.2	466.2	1,292.9	1,547.3	1,610.7
(%, YoY)	-42.4	9.3	2.2	16.1	85.5	18.0	11.0	1.0	-2.9	19.7	4.1
북미	252.0	118.0	262.6	249.2	239.1	233.6	254.7	264.1	881.8	991.6	1,053.6
(%, YoY)	16.1	-48.5	8.8	5.2	-5.1	98.0	-3.0	6.0	-4.6	12.4	6.3
인도	126.1	35.1	122.3	156.5	156.5	124.4	165.1	176.9	440.0	622.9	662.9
(%, YoY)	5.0	-72.9	-12.4	11.3	24.1	255.0	35.0	13.0	-16.9	41.6	6.4
기타	158.0	70.4	141.9	157.0	154.2	146.4	153.3	164.8	527.3	618.6	757.4
(%, YoY)	17.3	-51.6	-6.3	-3.8	-2.4	108.0	8.0	5.0	-11.3	17.3	22.4
연결조정	-173.9	-59.5	-159.1	-195.8	-173.9	-162.8	-175.5	-192.3	-588.2	-704.5	-745.9
영업이익	18.5	-75.9	65.6	80.4	71.8	77.0	98.0	116.5	88.7	363.2	432.2
(%, YoY)	-42.3	-246.5	-6.8	25.1	288.0	-201.5	49.2	44.8	-59.4	309.5	19.0
(%, QoQ)	-71.2	-510.1	-186.5	22.5	-10.7	7.2	27.2	18.9			
당기순이익 (지배자분)	8.3	-112.3	36.9	72.9	49.1	45.8	61.7	88.5	5.8	245.1	299.7
(%, YoY)	-50.5	-461.0	-27.6	527.3	489.2	-140.8	67.4	21.4	-94.8	4,134.2	22.3
영업이익률	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.0	5.9	6.4	1.6	5.6	6.3
당기순이익률	0.6	-11.1	2.5	4.2	3.3	3.0	3.7	4.9	0.1	3.8	4.3

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,981.9	5,563.5	6,520.3	6,903.2	7,191.9
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,519.7	5,796.1	6,020.0
매출총이익	834.1	669.7	1,000.7	1,107.1	1,172.0
판관비	615.6	581.0	637.4	674.9	703.2
영업이익	218.6	88.7	363.2	432.2	468.7
EBITDA	519.2	394.5	594.2	660.4	696.3
영업외손익	-42.1	-83.5	-40.7	-37.8	-34.6
이자수익	7.2	7.0	5.7	8.6	11.8
이자비용	48.5	45.0	39.1	39.1	39.1
외환관련이익	38.4	44.4	44.4	44.4	44.4
외환관련손실	38.2	63.8	55.0	55.0	55.0
종속 및 관계기업손익	-6.5	3.3	3.3	3.3	3.3
기타	5.5	-29.4	0.0	0.0	0.0
법인세차감전이익	176.5	5.2	322.5	394.4	434.2
법인세비용	58.2	-8.7	64.5	78.9	86.8
계속사업손익	118.2	13.9	258.0	315.5	347.3
당기순이익	118.2	13.9	258.0	315.5	347.3
지배주주순이익	110.5	5.8	245.1	299.7	330.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.6	-7.0	17.2	5.9	4.2
영업이익 증감율	10.7	-59.4	309.5	19.0	8.4
EBITDA 증감율	10.7	-24.0	50.6	11.1	5.4
지배주주순이익 증감율	4.6	-94.8	4,125.9	22.3	10.1
EPS 증감율	4.6	-94.8	4,134.2	22.3	10.1
매출총이익율(%)	13.9	12.0	15.3	16.0	16.3
영업이익률(%)	3.7	1.6	5.6	6.3	6.5
EBITDA Margin(%)	8.7	7.1	9.1	9.6	9.7
지배주주순이익률(%)	1.8	0.1	3.8	4.3	4.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,613.6	2,977.7	3,343.2
현금 및 현금성자산	205.3	561.4	450.0	688.6	956.9
단기금융자산	45.9	27.1	28.5	29.9	31.4
매출채권 및 기타채권	1,384.3	1,364.7	1,610.9	1,705.5	1,776.8
재고자산	336.8	322.6	386.4	409.1	426.2
기타유동자산	137.5	131.2	137.8	144.6	151.9
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,518.9	2,519.8	2,532.7
투자자산	142.6	157.9	163.3	168.7	174.1
유형자산	1,946.6	2,039.4	2,021.6	2,017.1	2,024.5
무형자산	171.3	125.2	125.2	125.2	125.2
기타비유동자산	225.3	208.8	208.8	208.8	208.9
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,132.4	5,497.6	5,875.9
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,073.4	2,149.0	2,206.0
매입채무 및 기타채무	1,225.9	1,328.0	1,517.0	1,592.6	1,649.6
단기금융부채	445.8	618.7	471.5	471.5	471.5
기타유동부채	85.1	84.9	84.9	84.9	84.9
비유동부채	1,253.2	1,197.2	1,197.2	1,197.2	1,197.2
장기금융부채	1,152.6	1,092.2	1,092.2	1,092.2	1,092.2
기타비유동부채	100.6	105.0	105.0	105.0	105.0
부채총계	3,010.0	3,228.8	3,270.5	3,346.1	3,403.2
지배지분	1,511.7	1,637.5	1,776.9	2,050.6	2,354.6
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-91.0	67.1	-15.2	-17.8	-20.4
이익잉여금	754.5	722.3	944.0	1,220.3	1,526.8
비지배지분	73.9	72.1	85.0	100.8	118.2
자본총계	1,585.6	1,709.6	1,861.9	2,151.4	2,472.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	414.6	571.8	612.9
당기순이익	112.9	118.2	258.0	315.5	347.3
비현금항목의 가감	385.6	442.1	400.0	408.8	412.8
유형자산감가상각비	245.2	253.6	231.0	228.2	227.5
무형자산감가상각비	55.4	52.2	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-6.5	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타	91.5	139.6	172.3	183.9	188.6
영업활동자산부채증감	-236.2	52.4	-151.0	-48.6	-38.6
매출채권및기타채권의감소	-6.1	-9.5	-246.2	-94.6	-71.3
재고자산의감소	-17.5	14.2	-63.8	-22.7	-17.1
매입채무및기타채무의증가	35.5	104.3	189.0	75.6	57.0
기타	-248.1	-56.6	-30.0	-6.9	-7.2
기타현금흐름	10.2	-182.7	-92.4	-103.9	-108.6
투자활동 현금흐름	-300.1	-144.4	-191.4	-202.1	-213.4
유형자산의 취득	-221.9	-177.6	-213.1	-223.8	-234.9
유형자산의 처분	7.9	21.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.1	-19.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-39.2	-12.0	-2.1	-2.1	-2.1
단기금융자산의감소(증가)	-29.2	18.8	-1.4	-1.4	-1.5
기타	-7.6	25.2	25.2	25.2	25.1
재무활동 현금흐름	114.7	71.4	-161.4	-37.6	-37.6
차입금의 증가(감소)	164.0	126.9	-147.2	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-34.0	-41.3	0.0	-23.4	-23.4
기타	-15.3	-14.2	-14.2	-14.2	-14.2
기타현금흐름	0.6	-0.9	-173.2	-93.5	-93.5
현금 및 현금성자산의 순증가	87.7	356.1	-111.4	238.6	268.4
기초현금 및 현금성자산	117.6	205.3	561.4	450.0	688.6
기말현금 및 현금성자산	205.3	561.4	450.0	688.6	956.9

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,354	123	5,220	6,383	7,027
BPS	32,193	34,872	37,841	43,670	50,144
CFPS	10,729	9,710	14,014	15,425	16,189
DPS	550	0	500	500	500
주가배수(배)					
PER	15.0	476.9	13.9	11.4	10.3
PER(최고)	16.9	511.0	17.0	13.9	12.7
PER(최저)	11.3	131.4	10.9	8.9	8.1
PBR	1.09	1.69	1.92	1.66	1.45
PBR(최고)	1.24	1.81	2.35	2.04	1.77
PBR(최저)	0.83	0.46	1.51	1.31	1.14
PSR	0.28	0.50	0.52	0.49	0.47
PCFR	3.3	6.1	5.2	4.7	4.5
EV/EBITDA	5.9	10.0	7.7	6.6	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.8	0.0	9.1	7.4	6.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.6	0.0	0.7	0.7	0.7
ROA	2.6	0.3	5.1	5.9	6.1
ROE	7.6	0.4	14.4	15.7	15.0
ROIC	6.0	4.0	10.7	12.4	13.2
매출채권회전율	4.3	4.0	4.4	4.2	4.1
재고자산회전율	18.3	16.9	18.4	17.4	17.2
부채비율	189.8	188.9	175.7	155.5	137.6
순차입금비율	85.0	65.7	58.3	39.3	23.3
이자보상배율	4.5	2.0	9.3	11.1	12.0
총차입금	1,598.4	1,710.9	1,563.7	1,563.7	1,563.7
순차입금	1,347.2	1,122.4	1,085.2	845.2	575.4
NOPLAT	519.2	394.5	594.2	660.4	696.3
FCF	4.6	289.4	157.4	301.6	328.9

Compliance Notice

- 당사는 6월 9일 현재 '만도' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

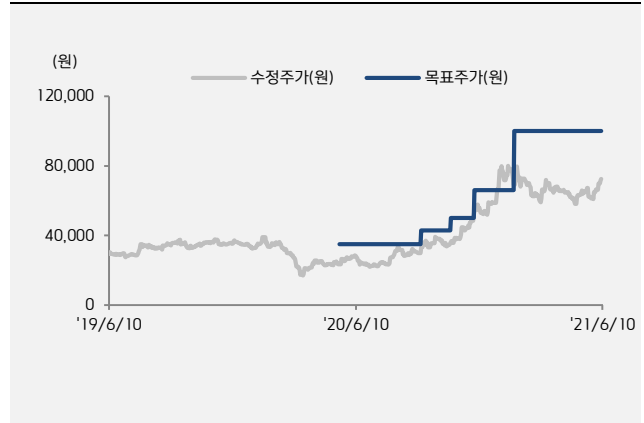
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하 여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
만도 (204320)	2020/05/22	BUY (Initiate)	35,000원	6개월	-23.23	-18.29
	2020/06/15	BUY (Maintain)	35,000원	6개월	-29.53	-18.29
	2020/07/31	BUY (Maintain)	35,000원	6개월	-22.92	-3.43
	2020/09/17	BUY (Maintain)	43,000원	6개월	-16.64	-8.60
	2020/10/30	BUY (Maintain)	50,000원	6개월	-24.92	-22.80
	2020/11/10	BUY (Maintain)	50,000원	6개월	-13.68	9.20
	2020/12/04	BUY (Maintain)	66,000원	6개월	-1.84	21.21
	2021/02/04	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-31.00	-24.20
	2021/03/04	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-32.56	-24.20
	2021/04/05	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-33.62	-24.20
	2021/05/03	BUY (Maintain)	100,000원	6개월	-34.08	-24.20
	2021/06/10	BUY (Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%