

2022. 8. 1



▲ 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) **75,000 원**

현재주가 (7.29) **57,200 원**

상승여력 **31.1%**

KOSPI	2,451.50pt
시가총액	26,859억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	20.73%
52주 최고/최저가	66,100원/42,550원
평균거래대금	155.1억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	12.42
Matthews International Capital	5.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.9	11.3	-8.3
상대주가	16.3	20.9	21.2

주가그래프



만도 204320

구조적 성장의 전환점 진입

- ✓ 부품 업체 실적의 결정 변수는 양, 믹스 (제품/고객/지역)는 거들 뿐
- ✓ 북미 BEV 업체 판매량, '18년 25만대, '19년 37만대, '20년 50만대, '21년 94만대 기록, '22년/'23년 145만대/250만대 전망. 초고속 양적 성장 지속 중
- ✓ 만도 매출, '12~'20년 5.0~6.0조원 정체 국면 넘어 '21년 6.15조원, '22년 7.04조원, '23년 7.77조원 전망. 북미 BEV 업체와 동행한 구조적 외형 성장 국면 시작
- ✓ 만도, 외형 성장 전환점 진입. 투자의견 Buy 유지, 적정주가 75,000원으로 상향

예견된 2Q22 실적 부진, 이제 앞을 볼 때

매출 1.68조원 (+13% YoY, 이하 YoY)으로 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 457억원 (-40%)으로 컨센서스를 -25% 하회했다. 원자재 가격 및 물류 비용 상승 부담이 이어진 가운데 중국 락다운에 따른 가동률 하락과 고정비 부담 증가로 수익성 악화 (영업이익률 2.7%, -2.5%p)가 불가피했다. 다만, 세전이익은 689억원 (-33%)으로 컨센서스를 +22% 상회했다. 터키 관계회사 추가 지분 취득 (50% → 60%) 과정에서 발생한 자산 재평가 이익 236억원이 발생한 영향이다.

'12~'20년 5.06~5.98조원 → '21년 6.15조원, '22년 7.04조원, '23년 7.77조원

만도 연간 매출은 지난 '12년 처음으로 5.0조원을 돌파한 이후 '20년까지 6.0조원을 넘어서지 못했다 ('12년 5.06조원, '20년 5.56조원, '12~'20년 연평균 5.48조원). 그러나 북미 BEV 업체의 연간 판매 규모가 백 만대에 육박하기 시작한 '21년부터 본격적인 외형 성장이 시작됐다. '21년 매출 6.15조원 (+11%)으로 6.0조원을 최초 돌파했으며, '22년은 처음으로 7.0조원을 넘어설 전망이다. 북미 BEV 업체의 판매량은 '18년 25만대 (+142%), '19년 37만대 (+50%), '20년 50만대 (+36%), '21년 94만대 (+87%)으로 고속 성장을 이어왔다. '22년 (145만대)/'23년 (250만대)에도 +50% 이상 성장이 예상되며, 이에 대한 만도의 매출은 각각 1.0조원/1.7조원을 상회할 예정이다. 십 년 만에 열리는 구조적 성장기의 시작이다.

구조적인 외형 및 손익 개선을 보일 만도에 대해 Buy 투자의견을 유지한다. 2023년 실적 추정치를 소폭 상향하며, 2H22~1H23 EPS에 최근 회복 기초를 보이고 있는 ADAS Peer Group 평균 PER을 적용해 적정주가를 75,000원으로 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	24.3	1.7	7.7	7.2	189.8
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	463.9	1.6	9.6	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	16.1	1.3	7.1	8.9	179.0
2022E	7,044.1	284.8	191.8	4,085	14.8	46,072	14.0	1.2	6.1	9.1	186.9
2023E	7,770.2	378.0	257.7	5,488	34.3	50,043	10.4	1.1	5.1	11.4	179.3

표1 2Q22 실적, 원자재 가격 상승·중국 가동률 하락으로 영업이익 컨센서스 -25% 하회

(십억원)	2Q22P	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,679.0	1,487.5	12.9	1,687.8	-0.5	1,648.6	1.8	1,599.1	5.0
영업이익	45.7	76.7	-40.4	68.9	-33.7	60.8	-24.8	51.3	-10.9
세전이익	68.9	102.2	-32.6	52.7	30.6	56.3	22.3	51.5	33.7
순이익	35.9	78.3	-54.2	29.8	20.3	40.3	-11.0	38.3	-6.3
영업이익률(%)	2.7	5.2		4.1		3.7		3.2	
세전이익률(%)	4.1	6.9		3.1		3.4		3.2	
순이익률(%)	2.1	5.3		1.8		2.4		2.4	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표2 2023년 영업이익, 컨센서스 5% 상회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,044.1	6,916.6	1.8	7,770.2	7,502.8	3.6
영업이익	284.8	292.2	-2.5	378.0	359.6	5.1
세전이익	285.4	264.5	7.9	355.6	335.5	6.0
순이익	191.8	186.2	3.0	257.7	244.0	5.6
영업이익률(%)	4.0	4.2	-0.2p	4.9	4.8	0.1p
세전이익률(%)	4.1	3.8	0.2p	4.6	4.5	0.1p
순이익률(%)	2.7	2.7	0.0p	3.3	3.3	0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권 리서치센터

표3 기존의 2022·2023년 실적 추정치 큰 변화 없이 유지

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	6,147.4	7,044.1	7,770.2
매출액 - 기존 추정	6,147.4	7,026.9	7,723.8
% change	0.0%	0.2%	0.6%
영업이익 - 신규 추정	232.3	284.8	378.0
영업이익 - 기존 추정	232.3	294.7	371.7
% change	0.0%	-3.4%	1.7%
세전이익 - 신규 추정	228.1	285.4	355.6
세전이익 - 기존 추정	228.1	270.3	348.7
% change	0.0%	5.6%	2.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	167.1	191.8	257.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	167.1	193.5	254.2
% change	0.0%	-0.9%	1.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	3,559.3	4,085.3	5,488.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,559.3	4,120.6	5,412.7
% change	0.0%	-0.9%	1.4%

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,501.5	1,487.5	1,436.0	1,722.4	1,687.8	1,679.0	1,740.7	1,936.6	6,147.4	7,044.1	7,770.2
(% YoY)	14.6	46.8	-4.4	-0.9	12.4	12.9	21.2	12.4	10.5	14.6	10.3
OP	71.8	76.7	53.2	30.6	68.9	45.7	75.6	94.6	232.3	284.8	378.0
(% YoY)	288.0	흑자전환	-19.0	-61.9	-4.0	-40.4	42.1	208.7	161.9	22.6	32.7
RP	68.1	102.2	31.8	26.1	52.7	68.9	72.9	90.9	228.1	285.4	355.6
(% YoY)	389.1	흑자전환	-38.8	-46.6	-22.6	-32.6	129.6	248.4	4,289.3	25.1	24.6
NP	49.1	78.3	22.7	17.1	29.8	35.9	56.0	70.2	167.1	191.8	257.7
(% YoY)	489.2	흑자전환	-38.5	-76.5	-39.3	-54.2	146.9	310.4	2,787.0	14.8	34.3
OP margin (%)	4.8	5.2	3.7	1.8	4.1	2.7	4.3	4.9	3.8	4.0	4.9
RP margin (%)	4.5	6.9	2.2	1.5	3.1	4.1	4.2	4.7	3.7	4.1	4.6
NP margin (%)	3.3	5.3	1.6	1.0	1.8	2.1	3.2	3.6	2.7	2.7	3.3

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 ADAS 부품 업체 Peer Group의 2022-2023E 평균 PER 14.5배를 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	9.8	19.6	12.4	2.8	2.5	14.6	22.6	8.7	6.2
Continental	CON GR EQUITY	18.5	11.9	7.6	1.1	1.0	8.9	13.8	4.3	3.4
BorgWarner	BWA US EQUITY	12.0	9.6	8.3	1.2	1.1	11.9	14.3	5.1	4.3
Denso	6902 JP EQUITY	55.9	13.2	11.1	1.2	1.1	9.4	10.6	6.6	5.7
Gentex	GNTX US EQUITY	8.6	18.8	14.1	3.2	2.8	18.7	23.7	-	-
Hella	HLE GR EQUITY	10.1	24.1	18.8	2.7	2.4	11.6	13.6	8.9	7.4
Valeo	FR FP EQUITY	6.8	22.6	11.3	1.3	1.2	6.0	13.8	4.0	3.3
Magna	MGA US EQUITY	24.1	13.4	9.5	1.6	1.5	12.1	17.4	6.2	4.9
Nexteer	1316 HK EQUITY	2.6	14.3	10.3	1.0	0.9	7.0	9.8	4.3	3.3
Aptiv	APTV US EQUITY	37.1	27.2	18.2	3.1	2.8	11.4	15.2	12.3	9.2
Infineon	IFX GR EQUITY	46.3	15.0	14.5	2.6	2.3	17.4	16.3	8.7	8.1
NXP Semiconductor	NXPI US EQUITY	63.1	12.9	13.6	6.4	5.7	46.0	39.1	10.4	10.2
글로벌 Peer group 평균			16.6	12.3	2.1	1.9	12.3	16.1	7.0	5.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 2H22-1H23 EPS 추정치에 적정 PER 14.5배 적용하여 적정주가 75,000원 제시

적정 밸류에이션 PER (a) - 글로벌 Peer Group 2022-2023년 평균 PER	14.5 배
2H22-1H23 EPS 추정치 (b)	5,125원
Fair Value (c = a x b)	74,313원
적정 주가	75,000원
현재 주가 (7월 29일 기준 종가)	57,200원
과리율	31.1%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,981.9	5,563.5	6,147.4	7,044.1	7,770.2
매출액증가율 (%)	5.6	-7.0	10.5	14.6	10.3
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,246.1	6,049.0	6,617.8
매출총이익	834.1	669.7	901.3	995.1	1,152.3
판매관리비	615.6	581.0	669.0	710.3	774.4
영업이익	218.6	88.7	232.3	284.8	378.0
영업이익률	3.7	1.6	3.8	4.0	4.9
금융손익	-26.0	-49.9	-36.3	-10.2	-12.4
중속/관계기업손익	-65.2	33.4	101.7	263.0	30.0
기타영업외손익	49.1	-67.1	-69.6	-252.2	-40.0
세전계속사업이익	176.5	5.2	228.1	285.4	355.6
법인세비용	58.2	-8.7	49.5	80.6	83.6
당기순이익	118.2	13.9	178.6	204.8	272.0
지배주주지분 손이익	110.5	5.8	167.1	191.8	257.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	412.7	266.8	534.2
당기순이익(손실)	118.2	13.9	178.6	204.8	272.0
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	-303.3	-130.9
투자활동 현금흐름	-300.1	-144.4	-376.6	-164.8	-375.4
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	98.7	136.9
기초현금	117.6	205.3	561.4	852.3	951.0
기말현금	205.3	561.4	852.3	951.0	1,087.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,944.3	3,516.5	3,948.8
현금및현금성자산	205.3	561.4	852.3	951.0	1,087.8
매출채권	1,345.4	1,334.0	1,359.7	1,690.6	1,864.8
재고자산	336.8	322.6	544.1	623.5	687.7
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,760.1	2,689.8	2,615.6
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	254.0	280.2
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,704.4	6,206.3	6,564.4
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,129.6	2,494.9	2,650.2
매입채무	995.1	1,098.8	969.0	1,127.1	1,243.2
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	1,547.9	1,564.4
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	4,042.9	4,214.5
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	1,082.7	1,312.5
비지배주주지분	187.5	343.8	480.9	432.8	389.5
자본총계	1,585.6	1,709.6	2,044.3	2,163.4	2,349.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	127,390	118,481	130,916	150,011	165,473
EPS(지배주주)	2,354	123	3,559	4,085	5,488
CFPS	4,372	11,956	18,150	20,252	23,166
EBITDAPS	11,056	8,401	11,907	13,396	15,413
BPS	33,767	36,407	43,535	46,072	50,043
DPS	550	0	800	900	1,000
배당수익률(%)	1.0	0.0	1.4	1.6	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	24.3	463.9	16.1	14.0	10.4
PCR	6.5	8.6	5.4	5.0	4.5
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1
EBITDA	519.2	394.5	559.1	629.0	723.8
EV/EBITDA	7.7	9.6	7.1	6.1	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	0.4	8.9	9.1	11.4
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	189.8	188.9	179.0	186.9	179.3
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	11.9

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 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-23.2	-18.3	
2022.08.01	기업브리프	Buy	75,000	김준성	-	-	