

2021. 6. 10



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (6.9) 73,400 원

상승여력 22.6%

KOSPI 3,216.18pt

시가총액 34,467억원

발행주식수 4,696만주

유동주식비율 68.31%

외국인비중 24.69%

52주 최고/최저가 80,000원/22,150원

평균거래대금 498.4억원

## 주요주주(%)

한라홀딩스 외 3 인 30.26

국민연금공단 8.82

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 15.8 31.1 160.3

상대주가 15.1 12.3 77.1

## 주가그래프



## 만도 204320

## 물적 분할 영향 점검

- ✓ ADAS 사업부 물적 분할 발표, 지분 가치 희석 우려로 시간 외 주가 -4.5%
- ✓ LG-Magna e-Powertrain처럼 분할 사업부의 구체적인 성장 근거가 공유되지 않을 경우, 물적 분할은 발표 기업의 단기 주가 조정 근거로 작용
- ✓ 그러나 단기 조정 이후의 주가는 모두 장기/단기 실적 기대감과 동행
- ✓ 제한적 반도체 영향, 초과 수요의 글로벌 영업 환경, 북미 BEV 업체 증설, ADAS 공급 제품 ASP 상승을 통한 실적 개선은, 단기 조정 이후 주가 상승을 견인할 것

## ADAS 물적 분할 발표, 시간 외 주가 -4.5%

9일 장 종료 후, 만도는 ADAS 사업의 물적 분할을 발표했다. 분할 목적은 ADAS 사업의 더 높은 성장을 위한 경영 분리 및 신규 투자 자금 확보라고 판단한다. 분할 결정 후 시간 외 주가는 종가 대비 -4.5% 하락했다. 핵심 성장 동력으로 인식되었던 ADAS 사업에 대한 지분 가치 희석 우려 때문이다. 언제 어떤 방법으로 자금 조달을 진행할지 밝히지 않았기에, 희석 비율 불확실성이 존재하는 상황이다.

## 과거 물적 분할 사례 점검, 관건은 미래 실적 기대치의 방향성

이번 물적 분할은 불편하다. 일시적 주가 조정도 당연하다. 그러나 실적 개선 방향이 명확한 지금, 단기 주가 낙폭 확대는 매수 기회로써 작용 가능하다.

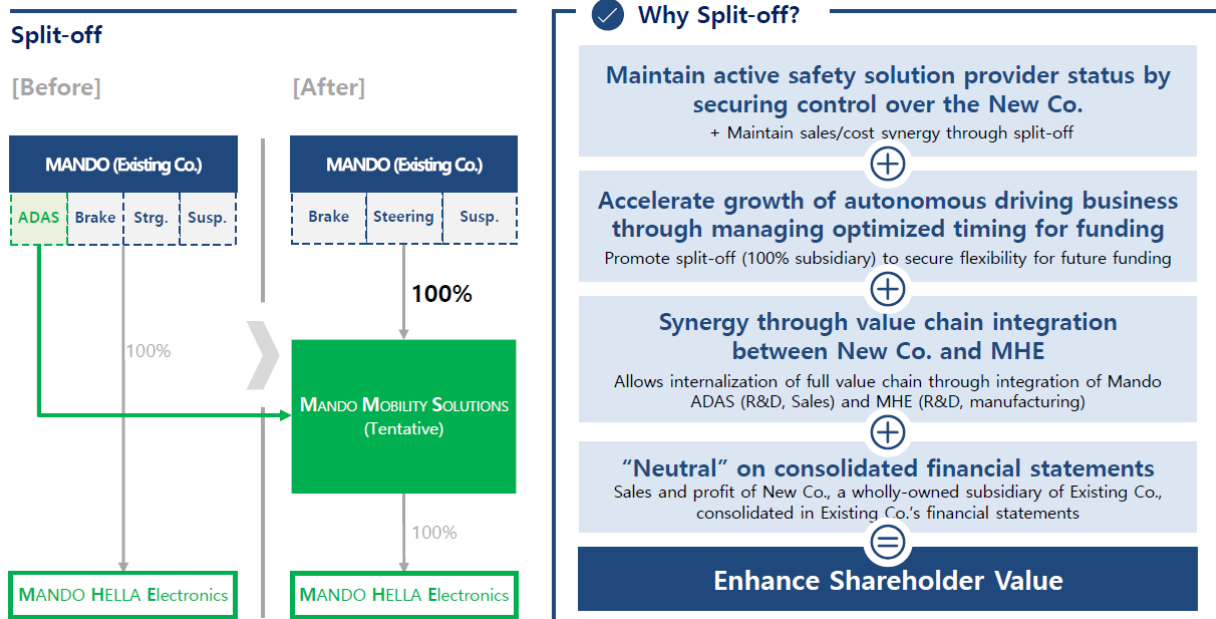
LG-Magna e-Powertrain 사례 (20년 12월)처럼 분할될 사업의 명백한 성장 동력이 공유되지 않을 경우, 발표 기업의 단기 주가는 조정으로 이어졌다. 그러나 단기 조정 이후 주가는 결국 각 기업의 중장기 실적 방향성과 동행했다. 실적 개선 강도에 따라 분할이 무색한 높은 주가 상승이 기록된 경우도 존재한다.

## 불확실성 발현 아쉬운 상황이나, 기업가치 개선 근거 유효

ADAS 사업에 대한 자금 조달 방법은 미지수다. 단순 IPO일 수 있으며, 시너지 창출이 가능한 전략적 투자 유치일 수도 있다. 확실한 것은 실적 방향성이다. 당면한 2Q21 실적, 다가올 2H21 및 22년 연간 실적 모두 나쁠 이유가 없다. 2Q21 반도체 우려는 예상과 달리 제한적이다. 2H21은 초과 수요 영업 환경에 따른 업종 전반의 가동률 상승이 예상된다. 북미 BEV 업체의 신 공장 가동도 예정되어 있다. 예상 공급 물량은 20년 45만대에서 21년 90만대, 22년 180만대이다. ADAS는 현대차의 신규 Architecture 도입으로 기존 DCU10 대비 ASP가 높은 DCU15 공급을 4Q21 시작한다. 만도헬라 인수 통한 신규 수주 가능성은 덩이다.

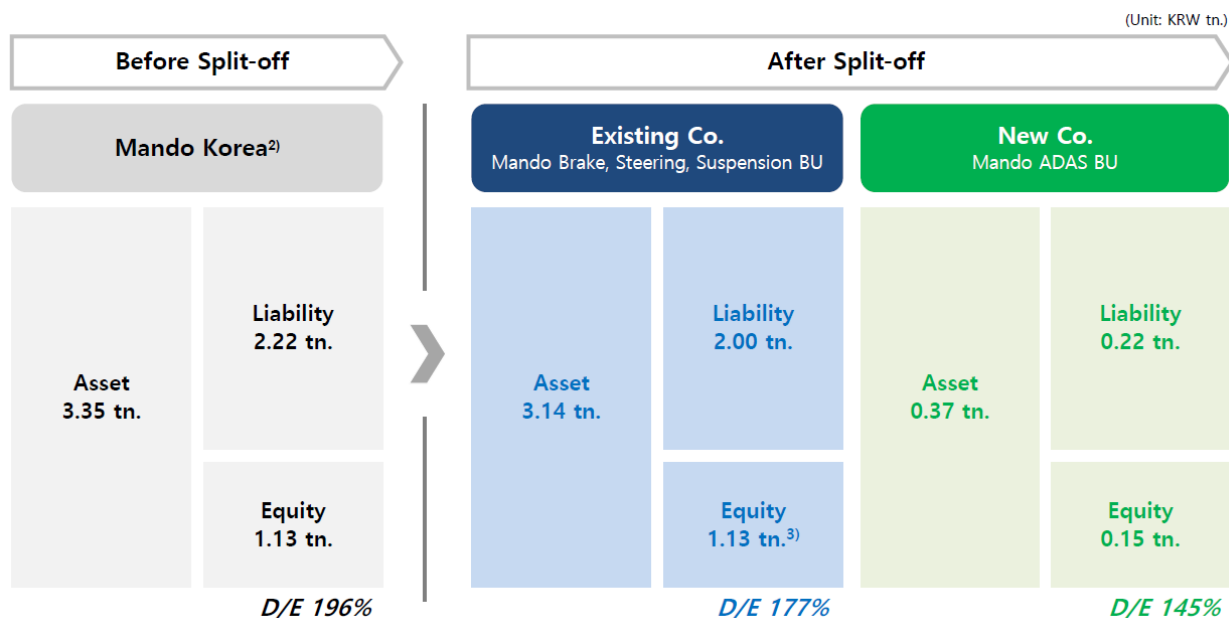
| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2018  | 5,664.8 | 197.4 | 105.7         | 2,250             | 341.8      | 31,556     | 32.6       | 2.3        | 10.0             | 7.3        | 199.5       |
| 2019  | 5,981.9 | 218.6 | 110.5         | 2,354             | 4.6        | 33,767     | 31.2       | 2.2        | 9.2              | 7.2        | 189.8       |
| 2020  | 5,563.5 | 88.7  | 5.8           | 123               | -94.8      | 36,407     | 595.3      | 2.0        | 11.5             | 0.4        | 188.9       |
| 2021E | 6,431.1 | 350.1 | 232.9         | 4,961             | 3,923.6    | 40,859     | 14.8       | 1.8        | 7.0              | 12.8       | 166.8       |
| 2022E | 7,093.7 | 444.8 | 309.3         | 6,587             | 32.8       | 46,199     | 11.1       | 1.6        | 6.0              | 15.1       | 153.0       |

그림1 만도, ADAS 사업부의 물적 분할 발표



자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신설 법인인 만도 모빌리티 솔루션으로 ADAS 관련 특허 및 관계 회사 지분 모두 이전



자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

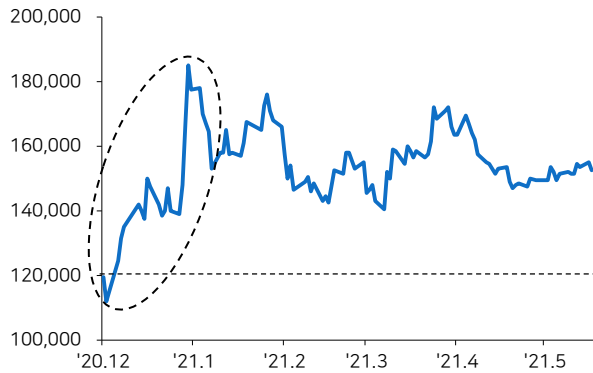
표1 지난 2년 간 발표된 국내 주요 기업들의 물적 분할 사례

| 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

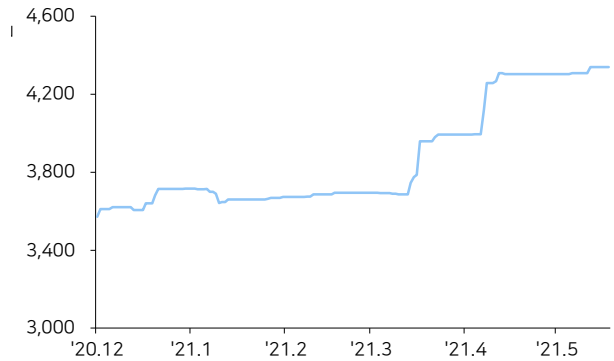
그림3 LG전자의 물적 분할, Magna와 합자 회사 설립이라는 명확한 성장 근거를 공개하며 기업 가치 개선으로 연결

(원) — LG전자 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

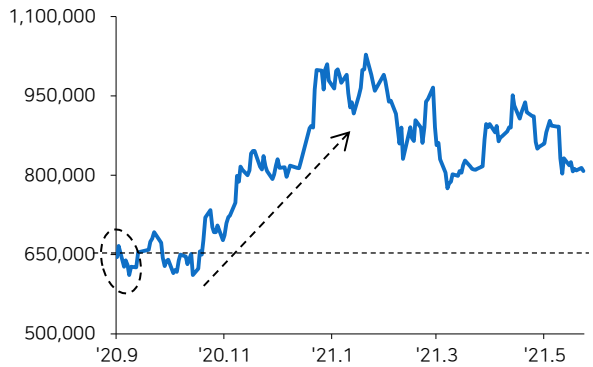
(십억원) — 2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

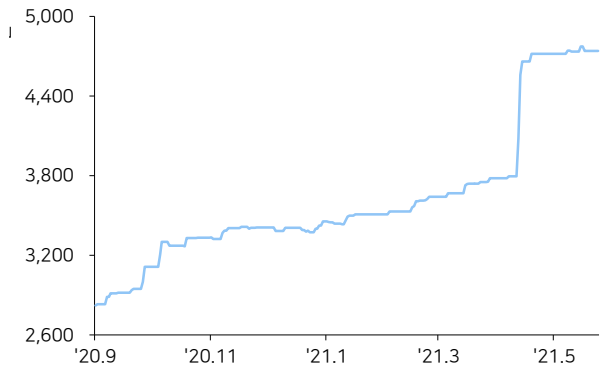
그림4 LG화학의 물적 분할, 지분 가치 희석 우려로 단기 조정 겪었으나 BEV 시장의 장기 성장 수혜 기대로 기업 가치 상승

(원) — LG화학 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원) — 2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

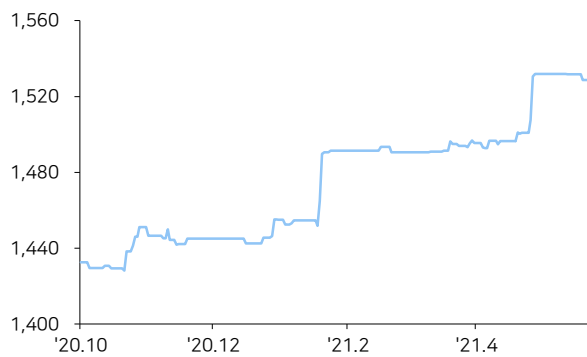
**그림5 SK텔레콤의 T모빌리티 물적 분할, 단기 조정 이후 실적 컨센서스 흐름과 동행하는 주가 방향성 기록**

(원) SK텔레콤 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

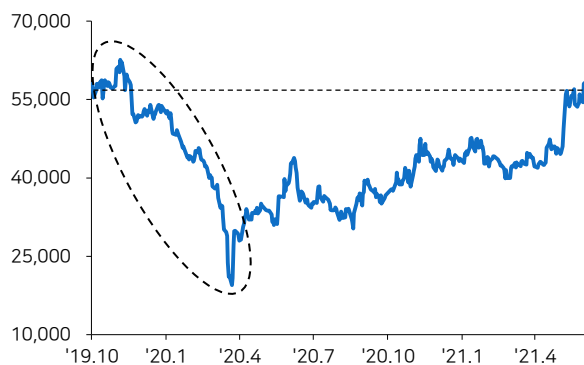
(십억원) 2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 휠라홀딩스의 물적 분할, 분할 발표 이후 보여진 지속적인 실적 컨센서스 하향으로 주가 또한 가파른 조정 기록**

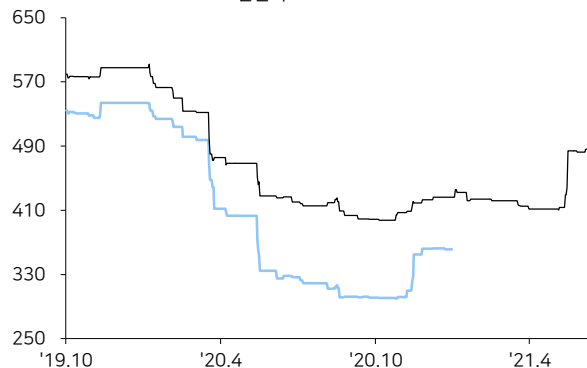
(원) 휠라홀딩스 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원) 2020 OP 컨센서스

2021 OP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

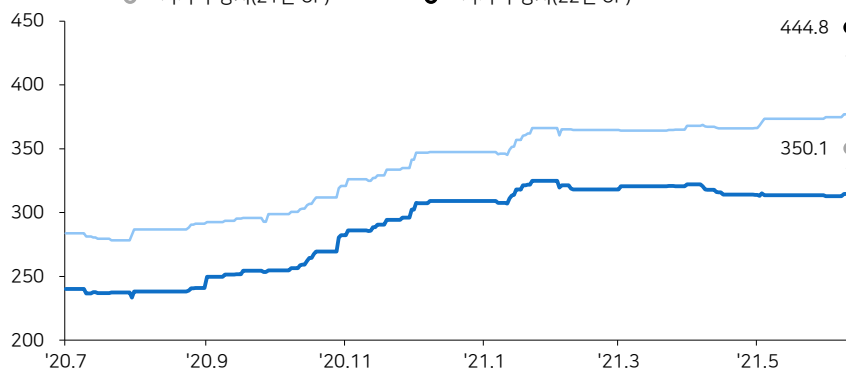
**그림7 만도 실적 컨센서스, 영업 환경 호조 통해 지속 상승 전망**

(십억원) 만도 21년 OP 컨센서스

○ 자사 추정치(21년 OP)

만도 22년 OP 컨센서스

● 자사 추정치(22년 OP)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

| (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 | 1,501.6 | 1,585.7 | 1,581.1 | 1,762.7 | 5,563.5 | 6,431.1 | 7,093.7 |
| (% YoY)       | -7.4    | -30.8   | 2.3     | 6.3     | 14.6    | 56.5    | 5.3     | 1.4     | -7.0    | 15.6    | 10.3    |
| OP            | 18.5    | -75.9   | 65.6    | 80.4    | 71.9    | 80.3    | 82.4    | 115.6   | 88.7    | 350.1   | 444.8   |
| (% YoY)       | -42.3   | 적자전환    | -6.8    | 25.1    | 288.4   | 흑자전환    | 25.5    | 43.7    | -59.4   | 294.7   | 27.0    |
| RP            | 13.9    | -109.5  | 51.9    | 48.9    | 67.1    | 70.7    | 72.9    | 106.7   | 5.2     | 317.5   | 416.4   |
| (% YoY)       | -44.3   | 적자전환    | -38.1   | 74.7    | 381.9   | 흑자전환    | 40.6    | 118.4   | -97.1   | 6,008.0 | 31.2    |
| NP            | 8.3     | -112.3  | 36.9    | 72.9    | 48.1    | 51.7    | 54.2    | 79.0    | 5.8     | 232.9   | 309.3   |
| (% YoY)       | -50.5   | 적자전환    | -27.6   | 527.3   | 477.2   | 흑자전환    | 46.9    | 8.4     | -94.8   | 3,923.6 | 32.8    |
| OP margin (%) | 1.4     | -7.5    | 4.4     | 4.6     | 4.8     | 5.1     | 5.2     | 6.6     | 1.6     | 5.4     | 6.3     |
| RP margin (%) | 1.1     | -10.8   | 3.5     | 2.8     | 4.5     | 4.5     | 4.6     | 6.1     | 0.1     | 4.9     | 5.9     |
| NP margin (%) | 0.6     | -11.1   | 2.5     | 4.2     | 3.2     | 3.3     | 3.4     | 4.5     | 0.1     | 3.6     | 4.4     |

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

## 만도 (204320)

## Income Statement

| (십억원)      | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 5,664.8 | 5,981.9 | 5,563.5 | 6,431.1 | 7,093.7 |
| 매출액증가율 (%) | -0.3    | 5.6     | -7.0    | 15.6    | 10.3    |
| 매출원가       | 4,940.5 | 5,147.8 | 4,893.8 | 5,466.5 | 5,990.6 |
| 매출총이익      | 724.4   | 834.1   | 669.7   | 964.6   | 1,103.1 |
| 판매관리비      | 526.9   | 615.6   | 581.0   | 614.5   | 658.3   |
| 영업이익       | 197.4   | 218.6   | 88.7    | 350.1   | 444.8   |
| 영업이익률      | 3.5     | 3.7     | 1.6     | 5.4     | 6.3     |
| 금융손익       | -44.4   | -26.0   | -49.9   | -29.2   | -24.2   |
| 종속/관계기업손익  | -65.2   | -65.2   | 33.4    | 6.5     | 8.0     |
| 기타영업외손익    | 53.6    | 49.1    | -67.1   | -10.0   | -12.2   |
| 세전계속사업이익   | 141.4   | 176.5   | 5.2     | 317.5   | 416.4   |
| 법인세비용      | 28.5    | 58.2    | -8.7    | 74.0    | 97.1    |
| 당기순이익      | 112.9   | 118.2   | 13.9    | 243.4   | 319.2   |
| 지배주주지분 순이익 | 105.7   | 110.5   | 5.8     | 232.9   | 309.3   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | 286.9  | 272.5  | 430.0  | 392.4  | 515.1  |
| 당기순이익(손실)      | 112.9  | 118.2  | 13.9   | 243.4  | 319.2  |
| 유형자산상각비        | 218.9  | 245.2  | 253.6  | 255.3  | 255.2  |
| 무형자산상각비        | 52.8   | 55.4   | 52.2   | 42.0   | 35.0   |
| 운전자본의 증감       | -170.8 | -236.2 | 52.4   | -202.1 | -148.8 |
| 투자활동 현금흐름      | -297.6 | -300.1 | -144.4 | -388.7 | -360.7 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -262.5 | -221.9 | -177.6 | -200.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가)    | 3.5    | -74.7  | 15.5   | 20.0   | 10.8   |
| 재무활동 현금흐름      | 10.0   | 114.7  | 71.4   | 13.6   | -23.8  |
| 차입금의 증감        | 32.3   | 164.0  | 126.9  | 13.6   | 13.8   |
| 자본의 증가         | 0.0    | 1.0    | 1.0    | 2.0    | 3.0    |
| 현금의 증가(감소)     | -1.1   | 87.7   | 356.1  | 17.4   | 130.6  |
| 기초현금           | 118.8  | 117.6  | 205.3  | 561.4  | 578.8  |
| 기말현금           | 117.6  | 205.3  | 561.4  | 578.8  | 709.4  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 1,972.7 | 2,109.8 | 2,407.0 | 2,663.1 | 3,079.4 |
| 현금및현금성자산  | 117.6   | 205.3   | 561.4   | 578.8   | 709.4   |
| 매출채권      | 1,348.9 | 1,345.4 | 1,334.0 | 1,479.2 | 1,702.5 |
| 재고자산      | 318.6   | 336.8   | 322.6   | 362.1   | 399.4   |
| 비유동자산     | 2,464.5 | 2,485.8 | 2,531.3 | 2,455.6 | 2,409.7 |
| 유형자산      | 1,943.0 | 1,946.6 | 2,039.4 | 1,984.1 | 1,928.9 |
| 무형자산      | 212.2   | 171.3   | 125.2   | 105.3   | 94.5    |
| 투자자산      | 110.5   | 142.6   | 157.9   | 153.3   | 169.1   |
| 자산총계      | 4,437.3 | 4,595.6 | 4,938.3 | 5,118.8 | 5,489.1 |
| 유동부채      | 1,835.8 | 1,756.8 | 2,031.6 | 2,003.5 | 2,112.3 |
| 매입채무      | 960.2   | 995.1   | 1,098.8 | 1,093.3 | 1,205.9 |
| 단기차입금     | 98.0    | 87.5    | 108.5   | 109.0   | 109.6   |
| 유동성장기부채   | 460.1   | 349.0   | 502.7   | 507.7   | 512.8   |
| 비유동부채     | 1,119.7 | 1,253.2 | 1,197.2 | 1,196.7 | 1,207.4 |
| 사채        | 498.5   | 747.9   | 548.5   | 554.0   | 559.5   |
| 장기차입금     | 323.7   | 377.3   | 518.7   | 521.3   | 523.9   |
| 부채총계      | 2,955.5 | 3,010.0 | 3,228.8 | 3,200.2 | 3,319.8 |
| 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   | 965.7   | 1,247.4 |
| 비지배주주지분   | 157.0   | 187.5   | 343.8   | 309.4   | 278.4   |
| 자본총계      | 1,481.8 | 1,585.6 | 1,709.6 | 1,918.6 | 2,169.4 |

## Key Financial Data

|                        | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 120,638 | 127,390 | 118,481 | 136,957 | 151,068 |
| EPS(지배주주)              | 2,250   | 2,354   | 123     | 4,961   | 6,587   |
| CFPS                   | 2,505   | 4,372   | 11,956  | 12,326  | 15,107  |
| EBITDAPS               | 9,990   | 11,056  | 8,401   | 13,787  | 15,652  |
| BPS                    | 31,556  | 33,767  | 36,407  | 40,859  | 46,199  |
| DPS                    | 500     | 500     | 0       | 800     | 1,000   |
| 배당수익률(%)               | 0.7     | 0.7     | 0.0     | 1.1     | 1.4     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 32.6    | 31.2    | 595.3   | 14.8    | 11.1    |
| PCR                    | 9.1     | 8.4     | 11.1    | 6.5     | 5.7     |
| PSR                    | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.5     |
| PBR                    | 2.3     | 2.2     | 2.0     | 1.8     | 1.6     |
| EBITDA                 | 469.1   | 519.2   | 394.5   | 647.4   | 735.0   |
| EV/EBITDA              | 10.0    | 9.2     | 11.5    | 7.0     | 6.0     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 7.3     | 7.2     | 0.4     | 12.8    | 15.1    |
| EBITDA 이익률             | 3.1     | 3.1     | 3.1     | 3.1     | 3.1     |
| 부채비율                   | 199.5   | 189.8   | 188.9   | 166.8   | 153.0   |
| 금융비용부담률                | 7.3     | 8.1     | 8.1     | 7.1     | 6.4     |
| 이자보상배율(x)              | 0.5     | 0.5     | 0.2     | 0.8     | 1.0     |
| 매출채권회전율(x)             | 4.1     | 4.4     | 4.2     | 4.6     | 4.5     |
| 재고자산회전율(x)             | 17.9    | 18.3    | 16.9    | 18.8    | 18.6    |

## 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    | 83.8% |
| 중립    | 16.3% |
| 매도    | 0.0%  |

2021년 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<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |       |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2019.05.27 | 산업분석  | Buy   | 41,000      | 김준성 | -22.6   | -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 | -       | -      |                |