



기업분석 | 자동차/타이어

Analyst

유지웅

02. 3779 8886

jiwoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	81,000 원
현재주가	56,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(12/2)	2,945.27 pt
시가총액	26,437 억원
발행주식수	46,957 천주
52주 최고가 / 최저가	80,000 / 52,000 원
90일 일평균거래대금	230.43 억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률(21.12E)	1.1%
BPS(21.12E)	35,031 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -8.4%
	6개월 -6.3%
	12개월 -6.0%
주주구성	한라홀딩스 (외 6인) 30.3%
	국민연금공단 (외 1인) 10.9%
	만도우리사주 (외 1인) 1.1%

Stock Price



만도 (204320)

HL Klemove 인베스터 데이 후기

MMS와 HL Klemove와의 합병, 자율주행 전문 기업으로 출범

만도는 전일 진행된 Virtual Investor Day를 통해 HL Klemove(구 MHE)와 MMS(Mando Mobility Solution, 구 ADAS 사업부)의 합병을 발표했다. ADAS/사시에 공급되는 센서/ECU를 공급해온 MHE와 ADAS 사업부가 통합되며 사실상 자율주행 시스템/센서를 설계부터 생산까지 일원화된 법인이 출범하게 된 것이다. 신설 HL Klemove는 2021년 기준 매출액이 약 1.2조원으로 예상되는 가운데, 2026년 기준으로는 2.6조원으로 연평균 약 12.3%의 외형 증가세를 기록할 것으로 회사는 전망했다.

ADAS사업 분할배경: 인도, 중국에 이어 북미 R&D/제조 거점 확대

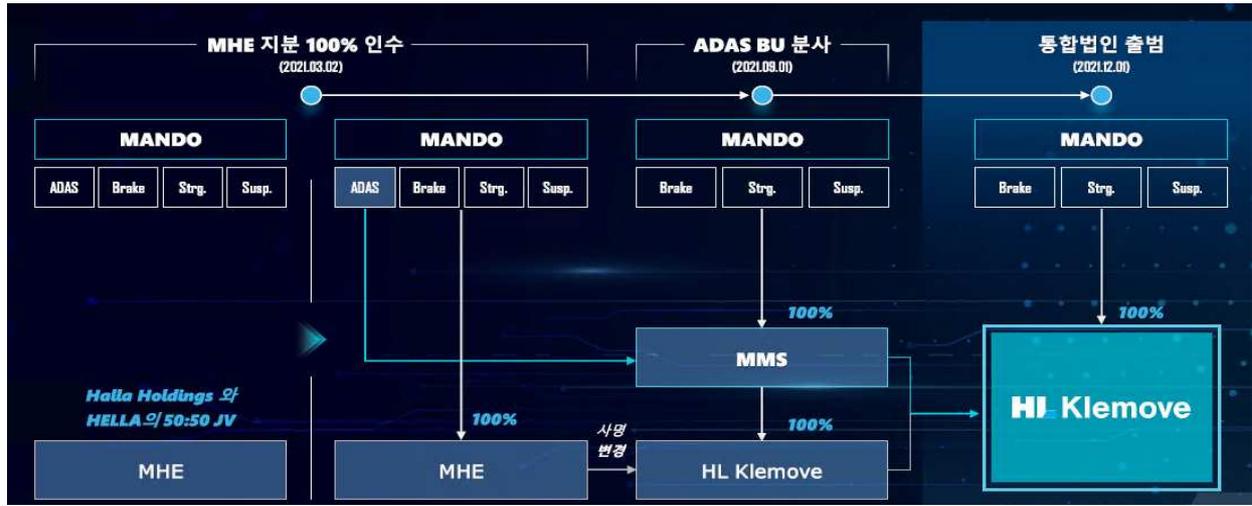
만도가 기존 ADAS 사업을 분할하게 된 배경은 크게 두가지로 설명된다. 첫째로 완전자율주행까지 개발을 목표로 하는 과정에서 부품업체들은 지속적으로 자본투자가 요구된다. HL Klemove는 전일 발표에서 향후 3년간 약 5,400억원의 투자금 집행 계획을 밝혔는데 (Capex 2,600억원, R&D 2,800억원), 연간 매출액 대비 4~5% 수준의 R&D비용을 집행해 온 만도에서는 자본배분의 효율성을 따졌을 때 법인의 분할이 필요할 수 밖에 없는 대목이다. 두번째로는 이를 기반으로 한 해외 Footprint 확보인데, 자동차 산업 특성상 자동차 업체들은 ADAS를 공급하는 Tier-1 업체들의 R&D 및 제조거점의 현지화를 요구한다. 만도는 MHE의 인수를 통해 파트너인 Hella社와 발생할 수 있는 간섭에서 최근 벗어난 상태이기 때문에 인도, 중국을 중심으로 R&D 거점을 확보해 22~23년에는 본격적으로 현지 OEM을 대상으로 공급이 시작되며, 나아가 24년에는 미국 내 현지공급을 전제로 하고 있기 때문에 이에 대한 투자금 확보가 필요하다. 한편 이러한 부문에 있어 필요한 자본조달은 IPO 및 전략적 투자유치 등이 거론되고 있는데, 전일 인베스터 데이에서 언급된 타임라인은 22년보다는 23년에 실시를 가정하고 있는 것으로 보여졌다.

Level4를 향하여: 자율주행 Full-software stack 전쟁의 시작

HL Klemove의 현재 상당부분은 주로 현대차그룹으로 공급되고 있으며, 주로 제네시스 등 상위 라인업에 집중적으로 공급되고 있다. 현재의 타임라인은 2022년 말 부터는 고성능 AP가 탑재되는 DCU(또는 APCU) 공급을 목표로 하고 있으며 이를 통해 Level3 수준의 퍼포먼스 구현이 가능해진다. HL Klemove의 주요 전략은 Level3 까지의 콘텐츠를 최대한 공급하며 발생한 현금흐름을 통해 차세대인 Level4를 대응하는 방향이다. HL Klemove의 경우 그룹사 차원에서 인지-판단-제어 전 영역에 걸친 포트폴리오 대응이 가능한 가운데, 현대차그룹과의 협업을 통해 3세대 통합제어기(~1,000Tops 연산성능)까지 대응이 예상되고 있어 글로벌 유수 Tier-1들과 비등한 수준에서 경쟁이 가능한 위치에 있다. 한편 최근 들어서는 Qualcomm, Nvidia등 반도체 업체들이 직접 이러한 완전자율주행 full-software stack 공급을 위해 통합제어기 시장에 진출하고 있는 상황인 만큼 만도의 자율주행 사업 독립법인 출범은 국내 자동차 산업의 큰 변곡점이 지나고 있음을 의미할 뿐 아니라 Valuation 상으로도 큰 상향요인으로 작용할 것으로 기대된다.

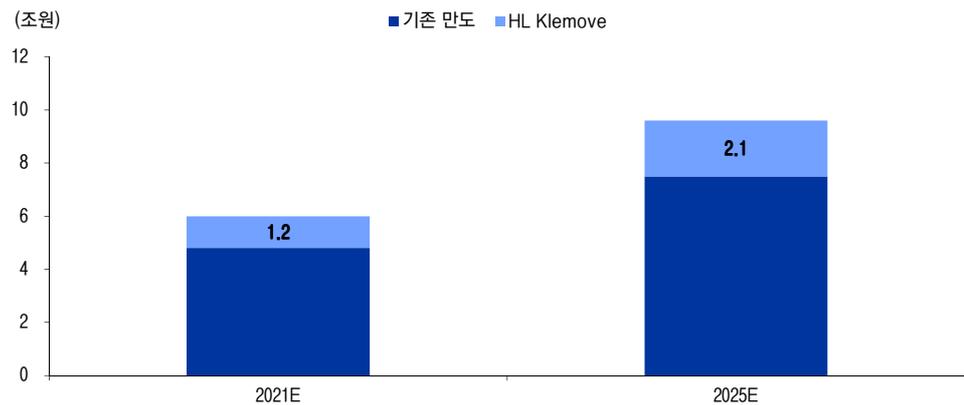


그림1 통합 HL Klemove 의 출범: 자율주행 전문업체로 기존 사시 사업과 완전독립 사업체로 전환



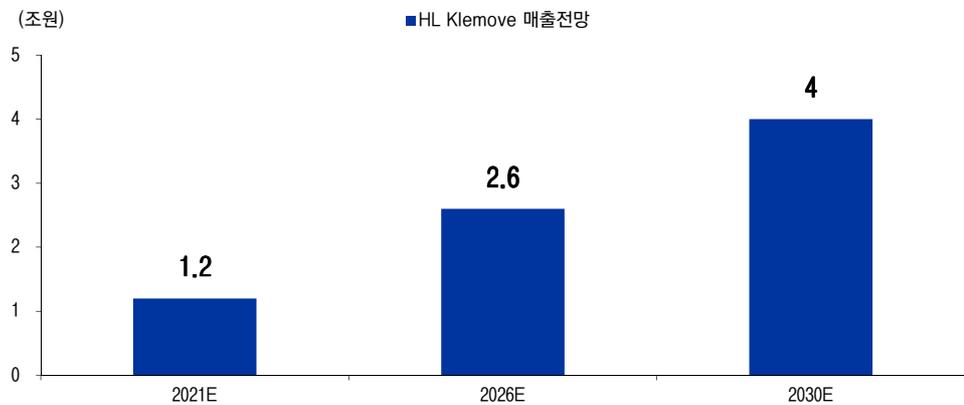
자료: HL Klemove, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 만도 연간 2021년 → 2025년 매출 가이드스: 21년 6조원 → 25년 9.6조원/CAGR 12.3%



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 HL Klemove 매출 전망: 2026~2030년은 Inorganic 성장 포함시 4조원매출 초과 가능



자료: HL Klemove, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 자율주행 단계별 Contents per vehicle: Level4 에서 고성능 AP 를 포함한 DCU 탑재로 부가가치 급상승



자료: HL Klemove, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 자율주행 Level 별 센서/시스템 Detail: 4D 이미지 레이다/ 모빌아이 EyeQ6/ AP/ 솔리드 스테이트 Lidar 도입

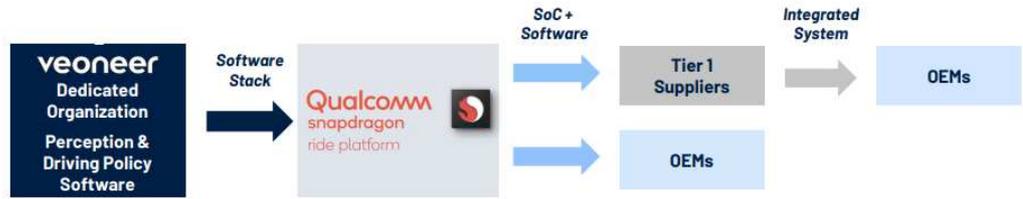
		L1/L2	L2+	L3	L3+/L4
Radar	Front	Mid range	Long range	High resolution range	High resolution 4D Imaging
	Corner	2 Short range	4 Short range	Mid range	High resolution long range
Camera	Front	Mid range (1.7M)	High resolution long range (8M)		
	Surround	Satellite wide FOV camera			
In-Cabin Sensor		In-Cabin Radar / In-Cabin Camera			
ADJU/APCU	Driving	Single MCU(~10 *TOPS)	MCU+AP (~20 TOPS)	MCU+AP (~50 TOPS)	MCU+AP (~1,000 TOPS)
	Parking	MCU+AP (~20 TOPS)	MCU +AP (~50 TOPS)		
Lidar		High resolution solid state lidar			

Under Production
Developing, order secured (SOP:~' 22.4Q)
Advanced development (SOP : ' 24/25~)

*TOPS: Trillion Operations per Second

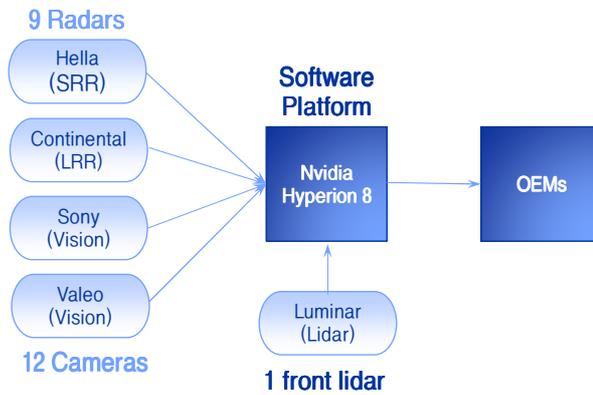
자료: HL Klemove, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 Qualcomm 의 Veoneer 인수



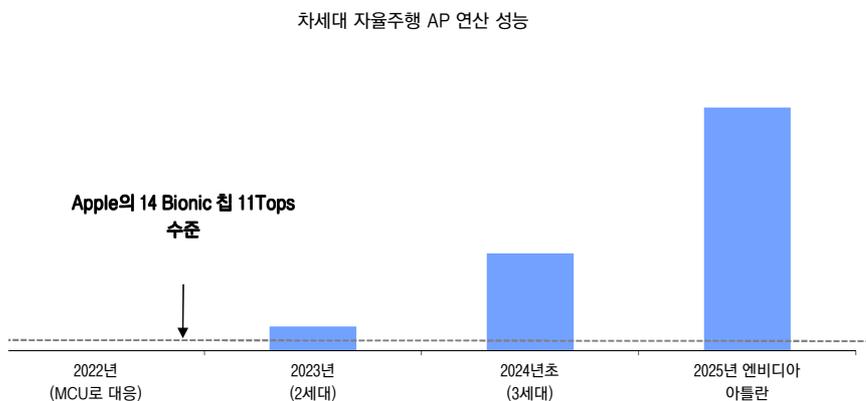
자료: Veoneer, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 엔비디아의 하이퍼리온 8: 센서까지 통합제공



자료: Nvidia, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 엔비디아의 아틀란: 1,000TOPs 까지 연산 가능 (~ 24년까지는 현대차 사용 AP 성능)



자료: Nvidia, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 목표주가 산정: TP 81,000 원 유지: Target P/E 18x

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	204	2022년 기준
EPS	(원)	4,336	2022년 기준
Target P/E	(배)	18.0	
Target Price	(원)	81,000	
현재주가	(원)	56,300	
Upside	(%)	43.8	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 만도 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액 계	5,564	1,501	1,488	1,436	1,604	6,029	1,522	1,595	1,522	1,752	6,391
한국	3,010	828	681	590	648	2,747	603	676	608	703	2,590
중국	1,273	349	350	357	458	1,513	381	401	405	504	1,690
로컬 OE	649	176	176	146	224	722	191	190	185	242	807
글로벌 OE	625	172	174	188	234	768	190	211	220	262	883
북미	1,081	308	255	277	336	1,177	348	357	357	368	1,430
기타	744	249	202	212	246	909	270	245	232	270	1,017
인도	436	161	129	145	169	604	171	163	157	183	673
유럽 + 기타	280	88	73	67	77	304	99	82	76	87	344
ADAS 매출액	773	188	196	164	204	752	218	228	190	237	872
ADAS 매출액 비중(%)	13.9	12.5	13.2	11.4	12.7	12.5	14.3	14.3	12.5	13.5	13.6
매출원가	4,894	1,283	1,254	1,224	1,355	5,116	1,314	1,366	1,309	1,499	5,488
매출원가율(%)	88.0	85.4	84.3	85.3	84.5	84.9	86.3	85.6	86.0	85.6	85.9
판관비	581	146.8	156.8	158.5	168.4	630	141.5	148.3	141.5	163.0	594
판관비율(%)	10.5	9.8	10.5	11.0	10.5	10.5	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
영업이익	88.6	71.8	76.7	53.2	80.5	282.2	66.7	80.6	71.2	90.1	308.6
영업이익률(%)	1.6	4.8	5.2	3.7	5.0	4.7	4.4	5.1	4.7	5.1	4.8
영업외손익	-24.3	-3.7	25.5	-21.4	-7.6	-7.1	-6.6	-7.5	-3.7	-6.4	-24.1
금융 및 기타손익	-27.5	-3.6	24.4	-21.8	-8.2	-9.1	-7.0	-8.2	-4.4	-7.2	-26.7
지분법 손익	3.1	-0.1	1.1	0.4	0.6	2.0	0.4	0.7	0.7	0.8	2.6
세전이익	0.4	68.1	102.2	31.8	72.9	275.1	60.1	73.1	67.5	83.7	284.4
당기순이익	13.9	52.1	80.4	26.0	55.4	213.9	45.7	55.6	51.3	63.6	216.2
지배주주지분 순익	5.8	49.1	78.2	22.6	52.2	202.1	43.1	52.3	48.3	59.9	203.6
YoY(%)											
매출액 계	-7.0	14.6	46.8	-4.4	-7.7	8.4	1.4	7.2	6.0	9.3	6.0
한국	-9.9	8.4	25.0	-25.4	-28.8	-8.7	-27.2	-0.7	3.0	8.5	-5.7
중국	-4.5	89.6	14.7	10.7	-0.8	18.9	9.1	14.6	13.4	10.0	11.7
북미	-7.0	-4.4	80.5	-8.9	7.3	8.8	13.0	39.8	28.9	9.4	21.5
기타	-14.2	16.3	145.6	7.2	-1.5	22.2	8.5	21.5	9.6	9.6	11.9
인도	-17.3	27.8	267.8	22.7	8.0	38.6	6.0	26.3	8.0	8.0	11.4
유럽 + 기타	-17.6	-0.2	54.3	-15.7	18.5	8.9	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
ADAS	6.9	1.0	27.9	-22.8	-8.0	-2.8	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
영업이익	-59.2	288.1	적전	-18.9	0.2	218.6	-7.1	5.0	33.8	11.9	9.3
지배주주지분 순익	-94.8	489.2	적전	-38.7	-28.4	흑전	-12.3	-33.1	113.5	14.8	0.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,110	2,407	2,323	2,775	2,894
현금 및 현금성자산	205	561	707	1,106	1,297
매출채권 및 기타채권	1,374	1,354	1,142	1,158	1,096
재고자산	337	323	298	327	309
기타유동자산	194	169	176	183	191
비유동자산	2,465	2,531	2,533	2,535	2,487
관계기업투자등	69	83	86	89	93
유형자산	1,947	2,039	1,995	1,954	1,866
무형자산	171	125	157	184	208
자산총계	4,574	4,938	4,856	5,311	5,381
유동부채	1,757	2,032	1,953	2,216	2,069
매입채무 및 기타채무	1,160	1,261	1,230	1,545	1,461
단기금융부채	446	619	565	507	437
기타유동부채	152	152	158	165	171
비유동부채	1,253	1,197	1,186	1,180	1,180
장기금융부채	1,153	1,092	1,077	1,067	1,063
기타비유동부채	101	105	109	113	118
부채총계	3,010	3,229	3,139	3,396	3,250
지배주주지분	1,512	1,438	1,645	1,842	2,059
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	755	722	910	1,108	1,324
비지배주주지분(연결)	74	72	72	72	72
자본총계	1,586	1,510	1,717	1,914	2,131

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2020E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	273	409	496	748	497
당기순이익(손실)	176	14	214	226	249
비현금수익비용가감	386	395	76	253	251
유형자산감가상각비	245	254	234	228	222
무형자산상각비	55	52	20	24	27
기타현금수익비용	85	89	-179	2	1
영업활동 자산부채변동	-236	0	206	269	-3
매출채권 감소(증가)	-6	273	212	-16	62
재고자산 감소(증가)	-18	-21	25	-29	18
매입채무 증가(감소)	36	-171	-31	314	-83
기타자산, 부채변동	-248	-81	0	0	0
투자활동 현금	-300	-142	-255	-253	-200
유형자산처분(취득)	-214	-157	-190	-187	-134
무형자산 감소(증가)	-10	-20	-51	-51	-51
투자자산 감소(증가)	0	20	-2	-2	-2
기타투자활동	-76	14	-12	-12	-12
재무활동 현금	115	90	-95	-96	-107
차입금의 증가(감소)	150	113	-69	-68	-74
자본의 증가(감소)	-34	-23	-26	-28	-33
배당금의 지급	34	23	26	28	33
기타재무활동	-1	0	0	0	0
현금의 증가	88	356	146	399	191
기초현금	118	205	561	707	1,106
기말현금	205	561	707	1,106	1,297

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2020E	2022E	2023E
매출액	5,982	5,564	6,029	6,481	6,703
매출원가	5,148	4,894	5,116	5,558	5,710
매출총이익	834	670	913	924	993
판매비 및 관리비	616	581	630	603	641
영업이익	219	89	282	321	352
(EBITDA)	519	394	536	573	602
금융손익	-41	-57	-34	-27	-27
이자비용	49	45	41	40	39
관계기업등 투자손익	-7	3	2	3	3
기타영업외손익	5	-30	25	0	0
세전계속사업이익	176	5	275	297	328
계속사업법인세비용	58	-9	61	71	79
계속사업이익	118	14	214	226	249
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	118	14	214	226	249
지배주주	111	6	202	213	235
총포괄이익	141	-9	214	226	249
매출총이익률 (%)	13.9	12.0	15.1	14.3	14.8
영업이익률 (%)	3.7	1.6	4.7	5.0	5.3
EBITDA마진률 (%)	8.7	7.1	8.9	8.8	9.0
당기순이익률 (%)	2.0	0.2	3.5	3.5	3.7
ROA (%)	2.5	0.1	4.1	4.2	4.4
ROE (%)	7.6	0.4	13.1	12.2	12.0
ROIC (%)	5.3	2.3	8.3	10.2	12.0

주요 투자지표

	2019	2020	2020E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	15.0	476.9	13.1	12.4	11.3
P/B	1.1	1.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.8	9.8	6.6	5.4	4.7
P/CF	2.9	6.8	9.1	5.5	5.3
배당수익률 (%)	1.4	0.9	1.1	1.2	1.4
성장성 (%)					
매출액	5.6	-7.0	8.4	7.5	3.4
영업이익	10.7	-59.4	218.2	13.7	9.7
세전이익	24.8	-97.1	5,193.7	7.9	10.6
당기순이익	4.7	-88.3	1,443.2	5.5	10.6
EPS	4.6	-94.8	3,391.3	5.1	10.6
안정성 (%)					
부채비율	189.8	213.8	182.8	177.4	152.5
유동비율	120.1	118.5	119.0	125.2	139.8
순차입금/자기자본(x)	84.9	74.3	52.8	22.9	8.0
영업이익/금융비용(x)	4.5	2.0	6.9	8.0	9.1
총차입금 (십억원)	1,598	1,711	1,642	1,574	1,500
순차입금 (십억원)	1,346	1,122	906	438	172
주당지표(원)					
EPS	2,354	123	4,304	4,526	5,004
BPS	32,193	30,626	35,031	39,235	43,847
CFPS	11,970	8,705	6,165	10,197	10,653
DPS	500	550	600	700	800

만도 목표주가 추이		투자의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비		
		2015.11.09	변경	유지음											
		2020.01.07	Buy	45,000	-13.3		-25.7								
		2020.03.11	Buy	40,000	-34.1		-47.6								
		2020.04.07	Buy	30,000	-4.7		-17.8								
		2020.07.13	Buy	28,000	-2.9		-14.0								
		2020.07.31	Buy	38,000	-11.1		-20.4								
		2020.09.14	Buy	41,000	-4.1		-12.9								
		2020.10.30	Buy	43,000	80.0		17.5								
		2021.01.11	Buy	90,000	-11.1		-16.3								
		2021.02.04	Buy	110,000	-31.1		-39.2								
		2021.04.13	Buy	90,000	-26.4		-30.1								
		2021.05.03	Buy	80,000	-10.5		-19.2								
		2021.06.08	Buy	98,000	-25.1		-36.0								
		2021.10.05	Buy	81,000											

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 유지웅)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)