



## BUY(Maintain)

목표주가: 230,000원(상향)

주가(4/28): 182,000원

시가총액: 17,092억원

## 자동차/기계

Analyst 최원경

02) 3787-5036

heavychoi@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/28)		2,000.93pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	182,000원	102,000원
등락률	0.00%	78.43%
수익률	절대	상대
1M	13.0%	12.0%
6M	21.7%	24.3%
1Y	19.0%	27.7%

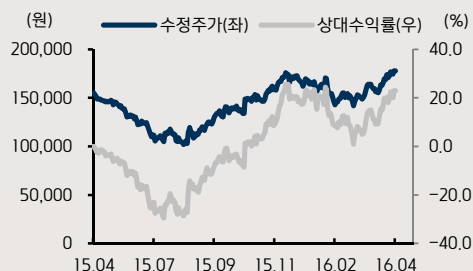
## Company Data

발행주식수	9,391천주
일평균 거래량(3M)	70천주
외국인 지분율	23.91%
배당수익률(16E)	2.75%
BPS(16E)	141,416원
주요 주주	한라홀딩스 30.40%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	52,992	55,413	61,830	66,951
보고영업이익(억원)	2,656	2,784	3,199	3,565
EBITDA(억원)	4,903	4,513	4,929	3,565
세전이익(억원)	2,012	2,609	2,938	3,303
순이익(억원)	1,296	1,680	1,892	2,127
지배주주지분(억원)	1,258	1,680	1,892	2,127
EPS(원)	13,395	17,890	20,145	22,651
증감율(%)YoY)	164.6	33.6	12.6	12.4
PER(배)	12.4	10.2	9.0	8.0
PBR(배)	1.2	1.3	1.1	N/A
EV/EBITDA(배)	5.3	6.1	5.6	4.8
보고영업이익률(%)	5.0	5.0	5.2	5.3
핵심영업이익률(%)	5.0	5.0	5.2	5.3
ROE(%)	10.5	12.3	12.9	27.3
순부채비율(%)	73.9	77.1	66.9	N/A

## Price Trend



## 만도 (204320)

## 1Q16 실적 Review



동사의 1분기 영업이익은 시장 기대치 및 당사 추정치를 다소 하회했지만, 주력 시장인 중국의 고성장세 지속 및 인도의 빠른 성장, 미래 먹거리인 ADAS의 높은 성장을 확인할 수 있었다. 유일한 문제인 완성차의 국내 출하도 2분기부터 회복될 것으로 기대되어 동사의 수익성은 2분기부터 빠르게 개선될 수 있을 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q16 실적 Review

동사의 1분기 매출액은 1조 3,663억원으로 전년 대비 7.7% 성장하여 시장 기대치 및 당사 추정치를 크게 상회했다. 현대, 기아차의 국내 공장 출하 감소로 국내 매출이 7.1% 감소했지만 중국 매출이 15.4%yoy, 인도를 포함한 기타 지역 매출이 34.3%yoy 급증했기 때문이다. 특히 중국 Lcoal향 매출은 30.8%yoy나 증가했고, 중국 GM향 매출도 15%yoy 가량 증가했다. 중국 현대차, 기아차향 매출도 증가세를 기록한 것으로 알려지고 있다. 인도 매출 또한 31.8%yoy 성장하면 기타 지역 매출 성장을 견인했다. 원/달러 환율이 상승한 점도 매출 성장에 기여했지만 환율에 따른 매출 성장 기여도는 25%~30% 수준이었던 것으로 판단된다. 한편, 영업이익은 554억원을 기록하여 시장 기대치 및 당사 추정치를 하회했는데, 이는 현대, 기아차의 출하 감소로 한국 매출이 감소하면서 한국 지역의 영업이익률이 2.3%에서 1.4%로 하락했기 때문이다.

헤알화 약제로 적자를 지속하던 브라질 가야바만도, 만도브로제 등의 브라질 법인과 터키 법인이 흑자로 돌아서면서 지분법수익도 전년 동기 36억원 적자에서 15억원 흑자로 반전되었다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 이후 빠른 실적 개선 기대

1분기 국내 완성차 업체들의 출하 부진에도 불구하고 동사는 주력 시장인 중국에서의 고성장을 지속했고, 두자릿수 마진도 유지했다. 1분기에 ADAS 관련 매출도 전년 대비 160%나 급증하여 매출 비중도 3%에서 4.7%로 크게 증가했다. 2분기 이후에도 중국의 고성장, 인도의 고성장세는 지속될 것으로 판단되고 국내도 완성차의 신차 출시 및 SUV 비중 증가, 공장 출하 증가세 회복 등의 요인으로 수익성이 개선될 것으로 판단된다. 또한 1분기 수주는 2.7조원에 달해 연간 수주 목표 8조원 달성은 어렵지 않을 것으로 판단된다. 1분기 영업이익이 시장 기대치에는 다소 미달했지만 매출은 예상외로 높은 증가율을 보였고, 2분기 이후 회복을 감안하면 연간 매출 목표 5.5조원은 초과 달성도 가능하다고 판단되며, 영업이익률 목표 5.0~5.1%도 달성 가능성이 낮지 않다고 생각된다. 16년 예상 EPS에 13X를 적용하여 목표주가를 23만원으로 상향한다.

## 만도 1Q16 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P	YoY	QoQ	당사추정치	Diff(%)	Consensus	Diff(%)
매출액	1,269	1,431	1,366	7.7%	-4.5%	1,327	3.0%	1,287	6.2%
영업이익	60	77	55	-7.1%	-28.5%	62	-10.6%	58	-4.6%
세전이익	42	61	52	24.1%	-14.7%	57	-9.1%	48	8.3%
순이익	27	37	41	48.7%	10.1%	36	13.3%	35	17.7%
영업이익률	4.7%	5.4%	4.1%	-0.6%p	-1.4%p	4.7%	-0.6%p	4.5%	0.5%p
세전이익률	3.3%	4.2%	3.8%	0.5%p	-0.5%p	4.3%	-0.5%p	3.7%	-0.1%p
순이익률	2.2%	2.6%	3.0%	0.8%p	0.4%p	2.7%	0.3%p	2.7%	-0.3%p

자료: 만도, 키움증권, fnguide

## 만도 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
매출액	1,269	1,321	1,278	1,431	1,366	1,381	1,336	1,457	5,299	5,541
영업이익	60	66	63	77	55	73	68	82	266	278
세전이익	42	56	42	61	52	71	66	73	201	261
순이익	27	39	26	37	41	56	52	57	130	205
영업이익률	4.7%	5.0%	4.9%	5.4%	4.1%	5.3%	5.1%	5.6%	5.0%	5.0%
세전이익률	3.3%	4.3%	3.3%	4.2%	3.8%	5.1%	4.9%	5.0%	3.8%	4.7%
순이익률	2.2%	2.9%	2.1%	2.6%	3.0%	4.0%	3.9%	3.9%	2.4%	3.7%

자료: 만도, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액		17,214	52,992	55,413	61,830
매출원가		14,871	45,481	47,503	52,911
매출총이익		2,343	7,511	7,910	8,919
판매비및일반관리비		1,551	4,855	5,126	5,719
영업이익(보고)		793	2,656	2,784	3,199
영업이익(핵심)		793	2,656	2,784	3,199
영업외손익		-191	-645	-175	-262
이자수익		34	72	0	0
배당금수익		0	2	0	0
외환이익		280	481	120	0
이자비용		147	386	322	322
외환손실		254	624	0	0
관계기업지분손익		-60	-79	60	60
투자및기타자산처분손익		-10	-19	0	0
금융상품평가및기타금융이익		28	-8	0	0
기타		-63	-84	-34	0
법인세차감전이익		601	2,012	2,609	2,938
법인세비용		122	716	929	1,046
유효법인세율 (%)		20.3%	35.6%	35.6%	35.6%
당기순이익		479	1,296	1,680	1,892
지배주주지분순이익(억원)		475	1,258	1,680	1,892
EBITDA		1,511	4,903	4,513	4,929
현금순이익(Cash Earnings)		1,198	3,543	3,409	3,621
수정당기순이익		464	1,313	1,680	1,892
증감율(% YoY)					
매출액		N/A	207.8	4.6	11.6
영업이익(보고)		N/A	235.2	4.8	14.9
영업이익(핵심)		N/A	235.2	4.8	14.9
EBITDA		N/A	224.5	-8.0	9.2
지배주주지분 당기순이익		N/A	164.6	33.6	12.6
EPS		N/A	164.6	33.6	12.6
수정순이익		N/A	182.9	27.9	12.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름		1,671	2,176	3,468	3,327
당기순이익		601	2,012	1,680	1,892
감가상각비		644	1,977	2,000	2,000
무형자산상각비		75	270	-271	-271
외환손익		73	162	-120	0
자산처분손익		13	24	0	0
지분법손익		60	79	-60	-60
영업활동자산부채 증감		216	-2,155	-549	-648
기타		-12	-191	788	414
투자활동현금흐름		-1,895	-2,486	-3,200	-3,200
투자자산의 처분		-499	750	0	0
유형자산의 처분		34	48	0	0
유형자산의 취득		-1,307	-2,700	-3,200	-3,200
무형자산의 처분		-221	-611	0	0
기타		99	26	0	0
재무활동현금흐름		25	711	-470	0
단기차입금의 증가		-353	-6,124	0	0
장기차입금의 증가		435	5,107	0	0
자본의 증가		0	0	0	0
배당금지급		0	-187	-470	0
기타		-57	1,916	0	0
현금및현금성자산의순증가		-125	394	-201	127
기초현금및현금성자산		1,729	1,604	1,998	1,796
기말현금및현금성자산		1,604	1,998	1,796	1,924
Gross Cash Flow		1,455	4,332	4,018	3,975
Op Free Cash Flow		198	-572	764	1,081

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산		17,647	19,464	19,150	21,301
현금및현금성자산		1,604	1,998	1,796	1,924
유동금융자산		1,458	280	268	277
매출채권및유동채권		11,336	13,974	12,887	14,379
재고자산		3,249	3,212	4,199	4,721
기타유동비금융자산		0	0	0	0
비유동자산		20,818	22,134	23,298	24,546
장기매출채권및기타비유동채권		374	448	413	461
투자자산		1,185	1,223	1,223	1,223
유형자산		17,104	17,842	19,042	20,242
무형자산		1,276	1,571	1,571	1,571
기타비유동자산		879	1,051	1,050	1,050
자산총계		38,465	41,598	42,448	45,847
유동부채		18,924	19,364	18,701	20,077
매입채무및기타유동채무		11,411	12,179	11,544	12,881
단기차입금		3,628	1,924	1,924	1,924
유동성장기차입금		3,508	4,724	4,724	4,724
기타유동부채		377	538	509	549
비유동부채		8,559	8,577	10,028	10,159
장기매입채무및비유동채무		418	389	369	412
사채및장기차입금		6,035	5,726	5,726	5,726
기타비유동부채		2,106	2,461	3,932	4,020
부채총계		27,483	27,941	28,729	30,236
자본금		470	470	470	470
주식발행초과금		9,622	9,622	9,622	9,622
이익잉여금		401	1,312	3,367	5,259
기타자본		85	-178	-178	-178
지배주주지분자본총계		10,578	13,219	13,281	15,173
비지배주주지분자본총계		403	438	438	438
자본총계		10,981	13,658	13,719	15,611
순차입금		10,108	10,095	10,577	10,450
총차입금		13,170	12,373	12,373	12,373

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

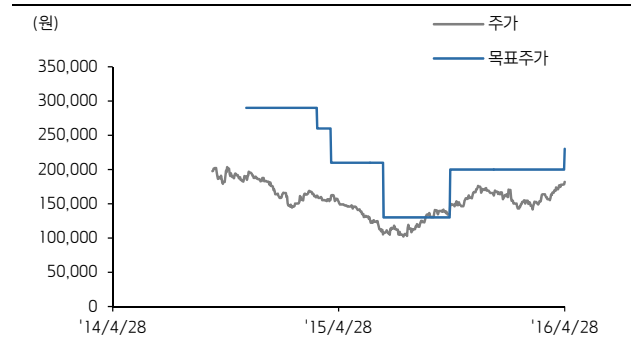
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
주당 지표(원)					
EPS		5,061	13,395	17,890	20,145
BPS		112,636	140,761	141,416	161,561
주당 EBITDA		16,091	52,212	48,059	52,480
CFPS		12,751	37,723	36,303	38,558
DPS		2,000	4,800	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER		36.3	12.4	10.2	9.0
PBR		1.6	1.2	1.3	1.1
EV/EBITDA		18.2	5.3	6.1	5.6
PCFR		14.4	4.4	5.0	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)		4.6	5.0	5.0	5.2
영업이익률(핵심)		4.6	5.0	5.0	5.2
EBITDA margin		8.8	9.3	8.1	8.0
순이익률		2.8	2.4	3.0	3.1
자기자본이익률(ROE)		4.4	10.5	12.3	12.9
투하자본이익률(ROIC)		3.8	11.8	11.2	12.0
안정성(%)					
부채비율		250.3	204.6	209.4	193.7
순차입금비율		92.1	73.9	77.1	66.9
이자보상배율(배)		5.4	6.9	8.7	9.9
활동성(배)					
매출채권회전율		1.5	4.2	4.1	4.5
재고자산회전율		5.3	16.4	15.0	13.9
매입채무회전율		1.5	4.5	4.7	5.1

- 당사는 4월 28일 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.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
만도	2014-11-30	Buy(Initiate)	290,000원
(204320)	2015-03-25	Buy(Maintain)	260,000원
	2015-04-16	Buy(Maintain)	210,000원
	2015-07-10	Buy(Maintain)	130,000원
	2015-07-27	Buy(Maintain)	130,000원
	2015-10-26	Buy(Maintain)	200,000원
	2016-01-15	Buy(Maintain)	200,000원
	2016-04-29	Buy(Maintain)	230,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%