

2017.4.28



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월) **260,000 원**  
 현재주가 (4.27) **240,000 원**  
 상승여력 **+8.3%**

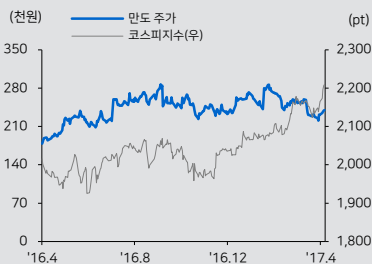
KOSPI 2,209.46pt  
 시가총액 22,539억원  
 발행주식수 939만주  
 유동주식비율 68.35%  
 외국인비중 41.79%  
 52주 최고/최저가 287,000원 / 178,500원  
 평균거래대금 173.2억원

## 주요주주(%)

한라홀딩스 외 16인 30.32  
 국민연금 9.90  
 Schroder Investment 8.29

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월  
 절대주가 -4.76 -5.14 34.45  
 상대주가 -7.57 -16.33 27.56

## 주가그래프



## 만도 204320

## 대외 경영환경 악화

- ✓ ADAS 매출성장과 신규수주 확보는 on-track
- ✓ 그러나 현대차·기아차 중국 판매부진 심화, GM의 북미공장 가동중단, 비우호적 환율 방향성 지속 등 어려운 영업환경에 따른 영향으로 17년 달성가능 지배주주 순이익 규모는 시장기대치를 -16.2% 하회할 전망
- ✓ ADAS Peer Group의 17년 평균 PER 13.5배를 조정 이익추정치에 적용해 적정주가를 기존 280,000원에서 260,000원으로 하향

## 심화되고 있는 대외 경영환경 악화 요인들 (중국 현대차·미국 GM·환율)

실적 Review: 영업이익 607억원 (+8.4% YoY)으로 지난 2월 4Q16 실적발표 이후 -14.5% 낮아진 시장기대치에 부합했다. 연결 영업이익의 약 80% 내외를 구성하고 있는 중국시장 수익성이 전방 고객사인 현대차·기아차의 현지판매 부진 (각각 -14.4% YoY, -45.0% YoY)을 근거로 전년동기 대비 축소되며 분기실적에 대한 눈높이가 낮아져왔던 상황이다. 실제로 1Q17 중국시장 영업이익률은 1Q16 10.4%에서 약 8-9% 수준으로 줄어든 것으로 추정된다.

17년 연간 영업이익 추정치 -1.2% 하향: 대외 경영환경이 어려운 상황이다. 먼저 주력 고객사인 현대차·기아차의 중국 판매부진이 1Q17 대비 2Q17에 더욱 확대되며, Geely의 선전에도 현지 매출 축소 및 수익성 Mix 악화가 예상된다. 또한 미국 GM의 2Q17-3Q17에 걸친 10주 공장 가동중단 (21개 중 15개 가동중단)으로, 연간 연결 매출에 -1.0% 내외 YoY 감소 영향을 줄 전망이다. 비우호적 환율 방향성도 현재 진행형이며, 이에 따라 연간 영업이익은 시장기대치를 -11.2% 하회할 예정이다.

17년 연간 순이익 추정치 -3.5% 하향: 이번 실적 컨퍼런스를 통해 만도는 연간 유효세율 약 27%내외의 가이던스를 제시했다. 또한 비우호적 환율로 외화자산 평가손실도 추가반영될 예정이다. 이에 근거한 연간 지배주주 순이익은 시장기대치를 -16.2% 하회하는 1,838억원을 기록할 전망이다.

## 이익추정치 조정 반영해 적정주가 260,000 원으로 하향

1Q17 연결매출 중 ADAS 비중은 5.9%였으며, 신규 수주 중 ADAS 비중은 6.0%로 성장성을 이어가고 있다. 다만, 어려운 대외 영업환경이 부각되며 실현 가능이익 수준은 하향조정이 불가피하다. 글로벌 ADAS Peer Group의 평균 17E PER 13.5배를 조정 이익추정치에 적용해 적정주가를 260,000원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	4,555	255	159	14,994	52.2	116,930	17.3	2.2	22.8	3.3	250.3
2015	5,299	266	126	13,395	-10.7	145,426	19.4	1.8	7.0	10.2	204.6
2016	5,866	305	199	21,243	58.6	161,323	11.3	1.5	6.3	13.9	194.7
2017E	5,779	287	183	19,462	-8.4	176,786	12.3	1.4	6.2	11.5	175.4
2018E	6,402	363	251	26,731	37.4	199,126	9.0	1.2	5.2	14.2	182.1

표1 만도 1Q17 Review, 현대차-기아차 중국 판매부진을 반영 낮아진 이익 기대치에 부합하는 분기실적 기록

(십억원)	1Q16	4Q16	1Q17P						
			발표치	% YoY	% QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	1,366	1,703	1,433	4.8	-15.9	1,395	2.7	1,398	2.5
영업이익	56	109	61	8.4	-44.6	60	1.1	61	-0.5
세전이익	52	113	49	-6.2	-56.7	47	4.2	54	-9.3
순이익	40	75	32	-19.3	-57.0	34	-6.2	40	-20.0
영업이익률 (%)	4.1	6.4	4.2			4.3		4.4	
세전이익률 (%)	3.8	6.6	3.4			3.4		3.9	
순이익률 (%)	2.9	4.4	2.2			2.4		2.9	

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 어려운 대외 경영환경 요인의 심화로 17년 이익추정치 시장기대치를 하회할 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,779	6,055	-4.6	6,402	6,488	-1.3
영업이익	287	323	-11.2	363	361	0.5
세전이익	262	298	-12.0	357	339	5.3
순이익	183	218	-16.2	251	247	1.6
영업이익률 (%)	5.0	5.3	-0.4p	5.7	5.6	0.1p
세전이익률 (%)	4.5	4.9	-0.4p	5.6	5.2	0.3p
순이익률 (%)	3.2	3.6	-0.4p	3.9	3.8	0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 중국 판매부진, GM 공장가동 중단, 비우호적 환율, 높아진 법인세 반영 이익추정치 하향

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	5,866	5,779	6,402
매출액 - 기존 추정	5,866	5,960	6,644
% change	0.0%	-3.0%	-3.6%
영업이익 - 신규 추정	305	287	363
영업이익 - 기존 추정	305	290	356
% change	0.0%	-1.2%	2.0%
세전이익 - 신규 추정	279	262	357
세전이익 - 기존 추정	279	265	350
% change	0.0%	-0.9%	1.9%
지배주주 순이익 - 신규 추정	199	183	251
지배주주 순이익 - 기존 추정	199	190	254
% change	0.0%	-4.0%	-1.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	21,243	19,462	26,731
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	21,243	20,282	27,065
% change	0.0%	-4.0%	-1.2%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,366	1,440	1,357	1,703	1,433	1,402	1,361	1,583	5,866	5,779	6,402
(% YoY)	7.7	9.0	6.2	19.0	4.8	-2.6	0.3	-7.0	10.7	-1.5	10.8
OP	56	65	75	109	61	61	76	89	305	287	363
(% YoY)	-6.1	-1.4	18.9	41.3	8.4	-5.8	1.4	-18.3	14.8	-5.9	26.5
RP	52	52	62	113	49	57	71	85	279	262	357
(% YoY)	25.1	-7.2	45.5	86.0	-6.2	9.2	15.5	-24.7	38.7	-6.0	36.1
NP	40	43	42	75	32	40	50	60	199	183	251
(% YoY)	46.0	11.8	64.5	116.2	-19.3	-6.8	18.9	-19.0	58.6	-8.4	37.4
OP margin (%)	4.1	4.5	5.5	6.4	4.2	4.4	5.6	5.6	5.2	5.0	5.7
RP margin (%)	3.8	3.6	4.5	6.6	3.4	4.1	5.2	5.4	4.8	4.5	5.6
NP margin (%)	2.9	3.0	3.1	4.4	2.2	2.9	3.7	3.8	3.4	3.2	3.9

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 조정 이익추정치에 Global Peer Group 17E 평균 PER 적용 적정주가 하향조정

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 ADAS Peer 밸류에이션을 적용	13.5배
만도 2017E EPS (원, b)	19,462원
Fair Value (원, c = a x b)	262,738원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>260,000원</b>
현재 주가 (4월 27일 기준 증가)	240,000원
<b>과리율 (%)</b>	<b>+8.3%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 Global ADAS Peer Group (JD Power 선정)의 17E 평균 PER은 13.5배 수준

(조원,배,%)			PER		EPS growth		PBR		EV/EBITDA		ROE	
Company	국가	Mkt Cap	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
Aisin Seiki	JN	15.9	11.8	10.8	12.0	9.5	1.2	1.1	4.3	4.0	10.2	10.4
Autoliv	SW	10.5	15.9	14.3	(6.5)	13.0	2.3	2.1	7.7	6.9	14.4	15.5
Continental	GE	50.4	12.2	11.6	9.8	9.3	2.5	2.1	6.2	5.6	20.3	19.2
Delphi	GB	24.2	12.1	11.1	4.0	9.7	5.9	4.6	8.3	7.6	56.4	44.2
Denso	JN	40.2	14.3	13.3	14.1	10.0	1.2	1.1	5.9	5.3	8.0	8.4
Gentex	US	6.7	15.2	14.3	9.5	10.4	2.9	2.6	7.9	7.0	19.4	19.1
Hella	GE	6.1	12.5	11.3	13.4	10.4	2.0	1.7	5.1	4.7	16.4	16.1
Magna	CA	17.7	7.3	6.4	6.9	14.8	1.3	1.1	4.9	4.4	20.9	21.2
Mobileye	IS	15.5	59.3	39.3	127.0	51.0	14.4	10.4	47.2	30.0	30.4	34.0
Valeo	FR	19.6	15.3	13.3	9.2	14.7	3.3	2.8	7.0	6.3	22.6	22.5
Wabco	US	7.2	18.6	17.3	6.5	14.4	7.7	6.9	12.2	11.3	41.0	40.9
현대모비스	SK	22.1	7.0	6.4	(0.1)	9.1	0.7	0.6	4.3	3.8	10.6	10.5
글로벌 Peers 평균			13.5	12.4	8.5	11.6	3.0	2.6	6.9	6.3	20.6	20.9
만도	SK	2.3	12.3	9.0	-8.4	37.4	1.4	1.2	6.2	5.2	11.5	14.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 만도 (204320)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	4,555	5,299	5,866	5,779	6,402
매출액증가율 (%)	-19.1	16.3	10.7	-1.5	10.8
매출원가	3,890	4,548	5,005	4,932	5,458
매출총이익	665	751	861	846	944
판매비와관리비	410	485	556	559	581
영업이익	255	266	305	287	363
영업이익률 (%)	5.6	5.0	5.2	5.0	5.7
금융수익	-41	-46	-33	-21	-17
종속/관계기업관련손익	-1	-79	53	82	110
기타영업외손익	2	61	-46	-85	-99
세전계속사업이익	216	201	279	262	357
법인세비용	56	72	69	70	95
당기순이익	160	130	210	192	261
지배주주지분 손이익	159	126	199	183	251

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	1,765	1,946	2,101	2,006	2,222
현금및현금성자산	160	200	185	173	192
매출채권	999	1,242	1,405	1,329	1,472
재고자산	325	321	336	331	367
비유동자산	2,082	2,213	2,363	2,566	3,053
유형자산	1,710	1,784	1,900	2,035	2,448
무형자산	128	157	197	264	321
투자자산	119	122	120	118	131
자산총계	3,846	4,160	4,464	4,572	5,275
유동부채	1,892	1,936	1,753	1,693	2,182
매입채무	891	963	1,051	1,035	1,147
단기차입금	360	192	165	157	157
유동성장기부채	351	472	141	141	141
비유동부채	856	858	1,196	1,219	1,223
사채	100	299	449	449	449
장기차입금	504	273	534	550	550
부채총계	2,748	2,794	2,949	2,912	3,405
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	962	962	602	602	602
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	40	131	654	799	1,009
비지배주주지분	54	231	217	217	217
자본총계	1,098	1,366	1,515	1,660	1,870

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	167	218	350	543	512
당기순이익(손실)	60	201	279	192	261
유형자산감가상각비	64	198	201	215	230
무형자산상각비	7	27	28	38	47
운전자본의 증감	216	-2,155	-1,704	621	-444
투자활동 현금흐름	-189	-249	-366	-515	-442
유형자산의 증가(CAPEX)	-131	-270	-336	-350	-350
투자자산의 감소(증가)	-50	75	23	-67	-58
재무활동 현금흐름	2	71	4	-39	-52
차입금증감	-35	-612	-242	-8	0
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	-13	39	-15	-11	19
기초현금	173	160	200	185	173
기말현금	160	200	185	173	192

## Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	48,503	56,426	62,465	61,532	68,169
EPS(지배주주)	14,994	13,395	21,243	19,462	26,731
CFPS	17,076	21,272	19,662	18,460	20,451
EBITDAPS	16,091	52,212	56,818	57,546	68,209
BPS	116,930	145,426	161,323	176,786	199,126
DPS	2,000	4,800	5,000	5,500	6,750
배당수익률(%)	0.8	1.8	2.1	2.3	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	17.3	19.4	11.3	12.3	9.0
PCR	20.6	7.0	5.3	5.2	4.3
PSR	1.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	2.2	1.8	1.5	1.4	1.2
EBITDA	1,511	4,903	5,336	5,404	6,406
EV/EBITDA	22.8	7.0	6.3	6.2	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	10.2	13.9	11.5	14.2
EBITDA 이익률	2.2	2.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	250.3	204.6	194.7	175.4	182.1
금융비용부담률	3.2	7.3	6.5	6.7	6.1
이자보상배율(x)	1.7	0.7	0.8	0.7	0.9
매출채권회전율(x)	1.7	4.7	4.4	4.2	4.6
재고자산회전율(x)	4.6	16.4	17.8	17.3	18.3

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 03월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 만도(204320) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.06.17	기업브리프	Hold	145,000	김준성	
2015.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	170,000	김준성	
2016.02.05	기업브리프	Hold	170,000	김준성	
2016.04.07	기업브리프	Hold	170,000	김준성	
2016.04.29	기업브리프	Hold	170,000	김준성	
2016.07.04	산업분석	Hold	190,000	김준성	
2016.07.28	기업브리프	Hold	190,000	김준성	
2016.10.04	기업브리프	Hold	220,000	김준성	
2016.10.28	기업브리프	Hold	220,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Hold	220,000	김준성	
2017.02.08	기업브리프	Trading Buy	280,000	김준성	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	김준성	