



▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

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 기준 280,000원에서 260,000원으로 하향

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



| (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 |
| 매출액 | 1,366 | 1,703 | 1,433 | 4.8 | -15.9 | 1,395 | 2.7 | 1,398 |
| 영업이익 | 56 | 109 | 61 | 8.4 | -44.6 | 60 | 1.1 | 61 |
| 세전이익 | 52 | 113 | 49 | -6.2 | -56.7 | 47 | 4.2 | 54 |
| 순이익 | 40 | 75 | 32 | -19.3 | -57.0 | 34 | -6.2 | 40 |
| 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, 메리츠종금증권 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, 메리츠종금증권 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, 메리츠종금증권 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, 메리츠종금증권 리서치센터

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

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

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

| (조원, 배, %) | Company | 국가 | PER | | EPS growth | | PBR | | EV/EBITDA | | ROE | | |
|--------------|---------|------|---------|------|------------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|
| | | | Mkt Cap | 17E | 18E | 17E | 18E | 17E | 18E | 17E | 18E | 17E | |
| 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, 메리츠종금증권 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 순이익 | 159 | 126 | 199 | 183 | 251 |

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 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동부자산 | 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 |
| 비유동부자산 | 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 |

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 발생할 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 직전 1개월간 종가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 | |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 | |
| | 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 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) 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 | |