



▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

만도 204320

이제 17년 이후를 주목해야 할 시점

- ✓ 어려운 대외 영업환경 (중국 현대차 부진, 미국 GM 생산조정, 비우호적 환율 방향성)에 따른 실적우려, 지난 3개월 17년 순이익 컨센서스 -11% 조정되며 충분히 반영
- ✓ 이제 1) 단기우려 회복 (중국 현대차 판매회복·미국 GM 생산재개), 2) 장기성장 밀거름 발현 (현대차 ADAS 범용화·Geely 판매신장 및 새 브랜드 출범)에 주목할 시점
- ✓ 기존 적정 PER (ADAS Peer 평균)을 18년 높은 이익성장을 반영한 1yr forward EPS에 적용해 적정주가를 295,000원으로 상향 (EPS YoY 성장률: 17E -8%, 18E +40%)

Buy

적정주가 (12개월)	295,000 원
현재주가 (6.12)	257,000 원
상승여력	+14.8%
KOSPI	2,357.87pt
시가총액	24,136억원
발행주식수	939만주
유동주식비율	68.37%
외국인비중	42.96%
52주 최고/최저가	287,000원 / 208,500원
평균거래대금	173.2억원
주요주주(%)	
한라홀딩스 외 16인	30.32
국민연금	9.90
Schroder Investment	8.29
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	4.05 10.30 13.47
상대주가	1.79 -10.04 0.21

주가그래프



단기 우려에서 장기 성장으로 가치평가 프레임을 조정해야 할 시기

16년 8월 이후 만도의 기업가치는 주당 25만원 전후로 등락을 거듭하며 정체국면을 이어왔다. 이는 기대를 모았던 ADAS 매출확대가 현대·기아차 외 타OE 수주지연으로 소강상태를 보이며 17년·18년 순이익 컨센서스가 더 이상 개선되지 못했고, 오히려 17년 3월 이후 현대차 중국판매 부진과 GM 미국 생산량 축소 이슈 발현으로 실현 이익에 대한 눈높이가 낮아졌기 때문이다 (그림 1-3 참고).

최근 3개월 -11% 이익추정 하향조정의 근거로 작용됐던 우려가 정점을 지나고 있는 지금, 만도의 기업가치 평가 프레임은 이들 우려의 완화와 장기 성장동력의 발현에 초점을 맞출 필요가 있다. 적정주가 산정은 기존 적정 PER 산출로직 (ADAS Peers 평균)을 유지하며, 18년 이익성장 반영을 위해 적용 EPS를 17년 연간에서 2H17 이후 1yr forward로 변경한다. 이를 통해 적정주가를 29.5만원으로 상향한다.

가까워지는 우려의 완화, 가시성 높아지는 장기성장 동력

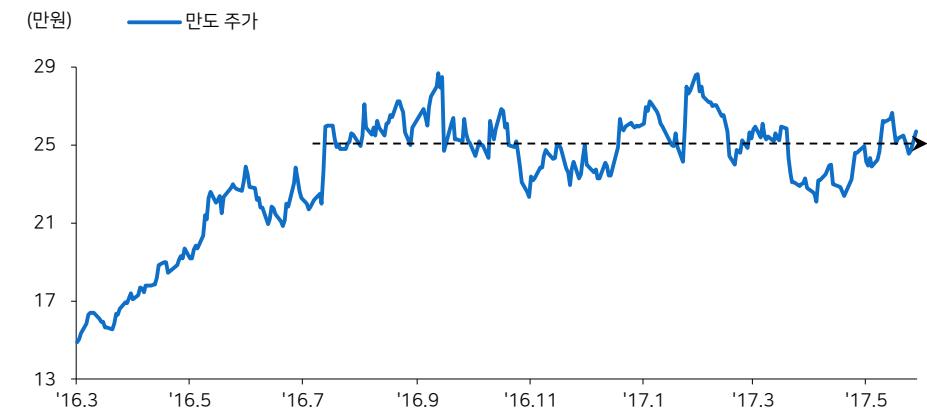
중국: 지난 12년 센카쿠 이슈를 겪은 일본업체는 정치갈등이 1년 이상 지속됐음에도 6개월의 단기 판매부진 이후 회복을 실현했다. 이는 일시적 소비심리 악화가 누적된 브랜드 가치로 회귀함을 의미한다. 실제로 부품업체 cross-check에서 지난 2개월 30%에 그쳤던 목표 가동률이 이달 50% 수준까지 회복됐음을 확인했다.

ADAS: 지난 5월 현대차 ADAS 개발실장은 3년내 ADAS 조기 범용화를 언급했다. ADAS 패키지 판가가 매년 5%씩 하락하고, 만도의 공급점유율이 매년 5%씩 감소해도 향후 5년 만도의 ADAS 매출성장은 연평균 54%에 이를 전망이다. 실제로 지난 1Q17 만도는 현대차그룹 ADAS 포함 총 5.5조원의 신규수주를 기록했으며, 이는 타OE 수주확보가 다소 더디더라도 높은 이익성장이 지속될 수 있는 근거이다.

Geely: 기존 브랜드의 고성장과 별개로 올해 판매가 시작되는 신규 글로벌 브랜드 Lync&co가 20년까지 출범시킬 5개 라인업 중 4개에 대한 공급계약이 완료되었다.

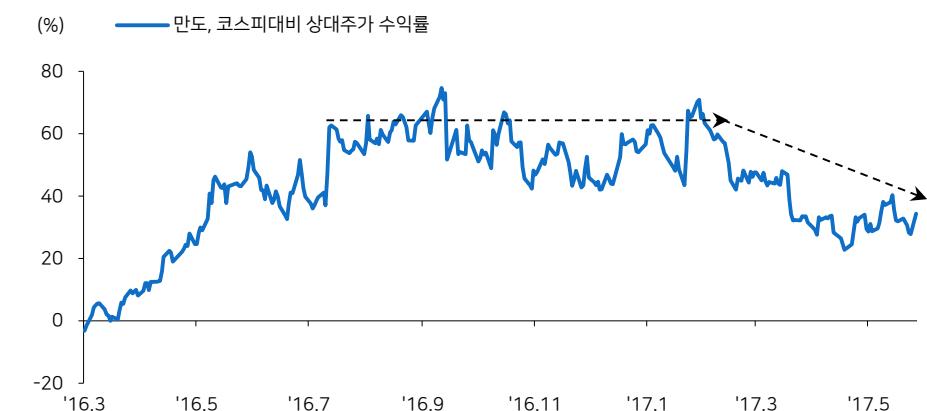
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	5,299	266	126	13,395	-10.7	145,426	19.2	1.8	7.0	10.2	204.6
2016	5,866	305	199	21,243	58.6	161,323	12.1	1.6	6.6	13.9	194.7
2017E	5,828	292	183	19,509	-8.2	171,392	13.2	1.5	6.4	11.7	185.2
2018E	6,631	373	256	27,252	39.7	194,359	9.4	1.3	5.4	14.9	177.5
2019E	7,143	408	284	30,280	11.1	219,198	8.5	1.2	4.9	14.6	162.9

그림1 16년 8월 이후 주당 25만원 내외에서 정체된 모습을 보이고 있는 만도의 기업가치



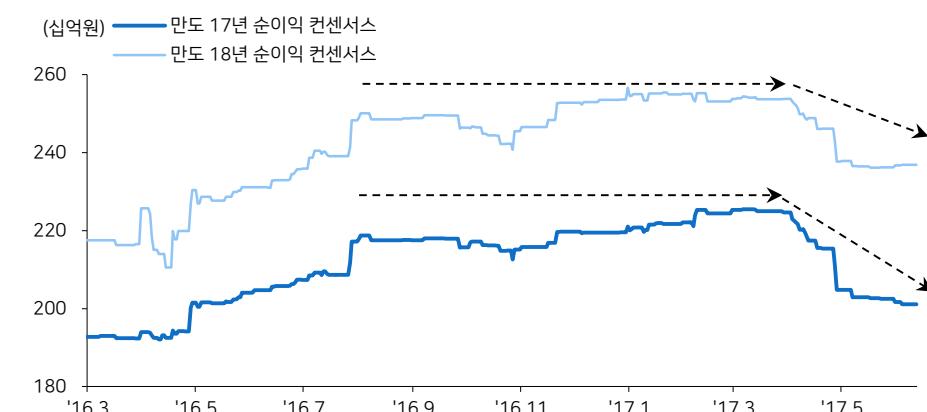
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 특히 KOSPI 대비 상대주가 수익률은 17년 2월 이후 Underperform을 기록 중



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 이 같은 기업가치 흐름은 16년 8월 이후 달성가능 이익 기대감의 정체 및 하향 조정에 근거



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 그러나 중국 우려는 과거 일본업체들의 사례와 같이 점진적 완화 기조가 시작될 전망



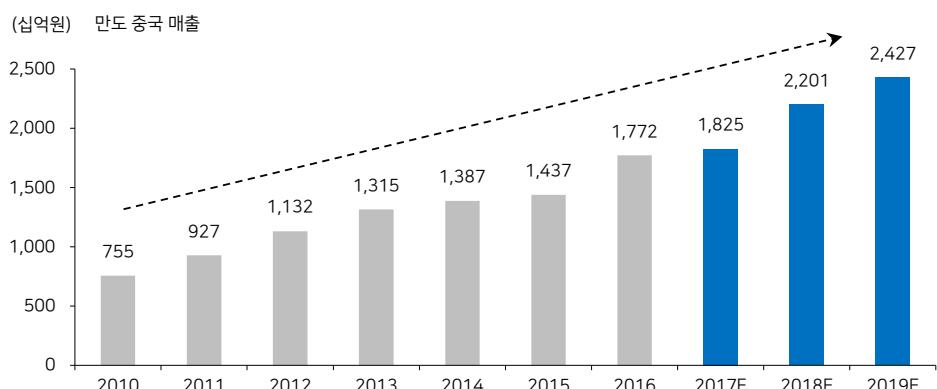
자료: Marklines, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 일본업체들의 판매는 정치갈등의 지속에도 6개월 만에 기존 수준을 회복한 바 있음

13.03.10	중국, 센카쿠 이슈 발생 이후 처음으로 관변 대표단 일본 파견
13.03.18	아베, 센카쿠 중국도발 우려로 자위대 대응능력 향상 추진
13.04.04	중국, 센카쿠 이유로 한중일 정상회담 연기 요구
13.04.23	일본 극우파 센카쿠 접근, 중국 전투기 수십대 주변 상공 출동
13.04.26	일본, 중국에 센카쿠 핫라인 타진
13.05.09	센카쿠 부근 양국 군사 대치와 충돌 가능성 고조
13.05.23	센카쿠에 이어 오키나와에서도 영토분쟁 갈등 고조
13.05.23	일본 자위대, 센카쿠 근처 레이더 기지 건설 예정
13.06.25	일본, 센카쿠서 예측불가 사태 발생 가능성 담은 방위백서 발간
13.06.30	중국, 정상회담 조건으로 센카쿠문제 양보 요구

자료: 언론 종합, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 17년 정체 국면을 보일 만도의 중국 매출은 18년 이후 다시 성장세로 전환될 예정



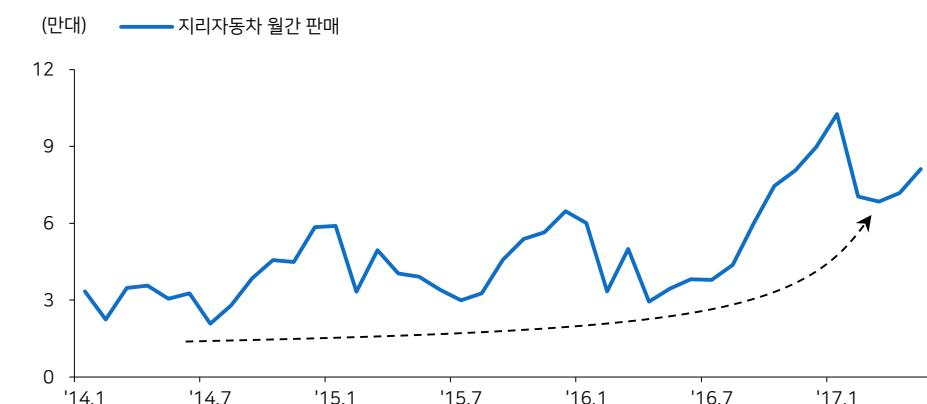
자료: 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 매년 ADAS ASP -5% 감소, 만도의 공급점유율 -5%p 하락을 가정해도 ADAS 매출 향후 5년간 연평균 +54.5% 성장 가능

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	비고
현대차 글로벌 판매 (천대)	4,635	4,980	5,200	5,300	5,400	
기아차 글로벌 판매 (천대)	2,901	3,120	3,300	3,500	3,600	
현대/기아차 합산 글로벌 판매 (천대)	7,536	8,100	8,500	8,800	9,000	
(YoY 성장률, %)		7.5	4.9	3.5	2.3	
ADAS 적용가능 주요시장 판매비중	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	
ADAS 적용가능 차량 중 ADAS 채택율	9.3%	19.3%	34.3%	59.3%	84.3%	현대/기아차 ADAS 패키지 소형차량까지 확대 목표
ADAS 적용 차량 글로벌 판매비중	8.0%	16.6%	29.5%	51.0%	72.5%	
현대/기아차 ADAS 채택 글로벌 판매볼륨 (천대)	603	1,345	2,508	4,488	6,525	
ADAS 패키지 대당 납품가 (백만원)	1.20	1.14	1.08	1.03	0.98	규모의 경제 효과로 매년 ASP 5% 인하 가정
현대/기아차 ADAS 부품매입 총액 (조원)	0.7	1.5	2.7	4.6	6.4	
모비스 점유율	40.0%	45.0%	50.0%	55.0%	60.0%	
만도 점유율	60.0%	55.0%	50.0%	45.0%	40.0%	만도의 공급점유율 매년 5%p 감소 가정
만도 ADAS 매출 (조원)	0.4	0.8	1.4	2.1	2.6	향후 5년 매출 CAGR 55.7% 전망

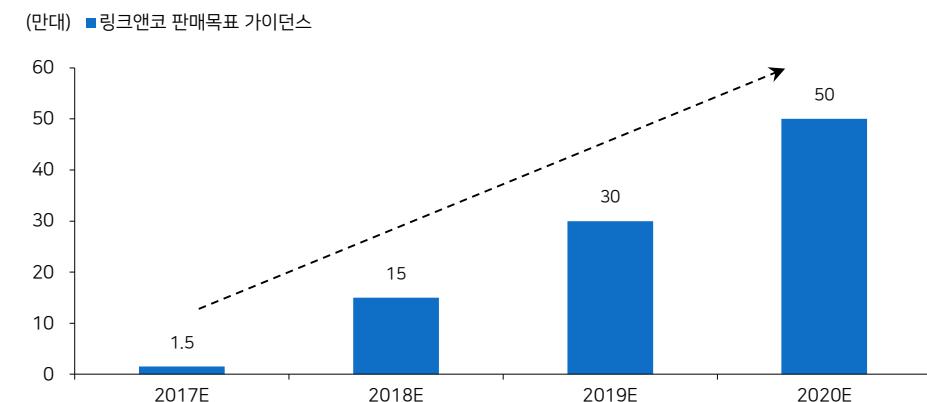
자료: 만도, 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 높은 성장세를 이어가고 있는 Geely 월간 판매추이



자료: Marklines, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 출시될 5개 라인업 중 만도가 4개에 부품 공급 계약을 체결한 Geely의 신규 브랜드 Lync&co



자료: 지리자동차, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 중국 현대차 판매부진, 비우호적 환율 등 어려운 대외 영업환경의 영향으로 부진할 2Q17 실적

(십억원)	2Q16	1Q17	2Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	1,440	1,430	-1.5	-0.8	1,418	-3.6	1,471
영업이익	65	60	-6.8	0.0	60	-8.6	66
세전이익	52	48	8.2	18.4	57	-5.2	60
순이익	43	33	-8.0	20.8	39	-7.4	43
영업이익률(%)	4.5	4.2			4.3		4.5
세전이익률(%)	3.6	3.3			4.0		4.1
순이익률(%)	3.0	2.3			2.8		2.9

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 그러나 단기 영업환경 부진 해소와 장기 성장동력이 발현될 18년은 높은 이익성장 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,828	6,010	-3.0	6,631	6,458	2.7
영업이익	292	309	-5.3	373	353	5.7
세전이익	264	282	-6.5	359	328	9.4
순이익	183	201	-8.9	256	237	8.1
영업이익률(%)	5.0	5.1	-0.1p	5.6	5.5	0.2p
세전이익률(%)	4.5	4.7	-0.2p	5.4	5.1	0.3p
순이익률(%)	3.1	3.3	-0.2p	3.9	3.7	0.2p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 기존 이익추정치 큰 변동 없이 유지, 우려에서 성장으로 가치평가의 초점이 이전될 시기

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정		5,866	5,828
매출액 - 기존 추정		5,866	5,779
% change	0.0%	0.8%	3.6%
영업이익 - 신규 추정		305	292
영업이익 - 기존 추정		305	287
% change	0.0%	1.9%	2.7%
세전이익 - 신규 추정		279	264
세전이익 - 기존 추정		279	265
% change	0.0%	-0.4%	2.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정		199	183
지배주주 순이익 - 기존 추정		199	183
% change	0.0%	0.2%	2.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정		21,243	19,509
EPS (우선주 포함) - 기존 추정		21,243	19,462
% change	0.0%	0.2%	2.0%

자료: 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,366	1,440	1,357	1,703	1,430	1,418	1,404	1,575	5,866	5,828	6,631
(% YoY)	7.7	9.0	6.2	19.0	4.7	-1.5	3.5	-7.5	10.7	-0.7	13.8
OP	56	65	75	109	60	60	79	93	305	292	373
(% YoY)	-6.1	-1.4	18.9	41.3	7.9	-6.8	4.9	-14.8	14.8	-4.1	27.4
RP	52	52	62	113	48	57	72	87	279	264	359
(% YoY)	25.1	-7.2	45.5	86.0	-8.4	8.2	17.0	-22.9	38.7	-5.5	36.1
NP	40	43	42	75	33	39	50	61	199	183	256
(% YoY)	46.0	11.8	64.5	116.2	-17.6	-8.0	18.3	-18.3	58.6	-8.2	39.7
OP margin (%)	4.1	4.5	5.5	6.4	4.2	4.3	5.6	5.9	5.2	5.0	5.6
RP margin (%)	3.8	3.6	4.5	6.6	3.3	4.0	5.1	5.5	4.8	4.5	5.4
NP margin (%)	2.9	3.0	3.1	4.4	2.3	2.8	3.6	3.9	3.4	3.1	3.9

자료: 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 Global ADAS Peer Group (JD Power 선정)의 17년·18년 평균 PER 12.8배를 적용 밸류에이션으로 적용

(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	17.1	11.2	10.5	15.2	8.9	1.1	1.0	4.2	3.7	10.2	10.1
Autoliv	SW	11.2	17.1	15.3	(9.4)	10.5	2.5	2.3	8.1	7.3	14.1	14.7
Continental	GE	50.7	12.2	11.1	11.1	9.7	2.4	2.1	6.2	5.5	20.6	19.7
Delphi	GB	26.0	12.9	11.9	5.3	9.2	6.6	5.1	8.8	8.1	57.6	46.0
Denso	JN	39.2	13.0	11.1	15.8	7.6	1.0	1.0	5.3	4.6	8.2	8.5
Gentex	US	6.1	13.8	13.1	9.4	10.1	2.6	2.4	7.1	6.3	19.4	19.1
Hella	GE	6.3	12.6	11.4	12.6	10.2	2.0	1.8	5.3	4.8	16.3	16.1
Magna	CA	19.6	7.9	7.0	10.5	12.6	1.4	1.3	5.0	4.6	20.9	21.0
Mobileye	IS	15.6	59.5	39.5	128.1	50.8	14.5	10.5	47.6	30.2	30.0	32.1
Valeo	FR	18.6	14.0	12.0	10.6	14.9	3.0	2.6	6.5	5.8	22.8	22.5
Wabco	US	7.6	20.5	17.5	6.5	14.4	8.2	7.1	12.7	11.9	41.0	40.9
현대모비스	SK	25.6	8.2	7.4	(1.2)	10.0	0.8	0.7	5.4	4.9	10.5	10.4
글로벌 Peers 평균			13.5	12.1	9.6	11.1	3.1	2.6	7.0	6.4	20.6	20.7
만도	SK	2.4	13.2	9.4	(8.2)	39.7	1.5	1.3	6.4	5.4	11.7	14.9

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 1yr forward EPS 기준 적정주가 29.5만원을 제시하며, 투자의견 Buy로 상향

적정 PER, ADAS Peer Group의 17년·18년 평균 PER (배, a)	12.8배
만도 1yr forward EPS (원, b)	23,106원
Fair Value (원, c = a x b)	295,762원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	295,000원
현재 주가 (6월 12일 기준 종가)	257,000원
괴리를 (%)	14.8%

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,299	5,866	5,828	6,631	7,143
매출액증가율 (%)	16.3	10.7	-0.7	13.8	7.7
매출원가	4,548	5,005	4,976	5,643	6,078
매출총이익	751	861	852	988	1,064
판매비와관리비	485	556	559	615	656
영업이익	266	305	292	373	408
영업이익률 (%)	5.0	5.2	5.0	5.6	5.7
금융수익	-46	-33	-14	-13	-11
종속/관계기업관련손익	-79	53	71	80	90
기타영업외손익	61	-46	-86	-80	-89
세전계속사업이익	201	279	264	359	398
법인세비용	72	69	70	92	102
당기순이익	130	210	193	267	297
지배주주지분 순이익	126	199	183	256	284

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	218	350	669	513	581
당기순이익(손실)	201	279	206	267	297
유형자산감가상각비	198	201	215	230	243
무형자산상각비	27	28	38	47	55
운전자본의 증감	-2,155	-1,704	2,023	-572	-365
투자활동 현금흐름	-249	-366	-671	-445	-512
유형자산의 증가(CAPEX)	-270	-336	-350	-350	-350
투자자산의 감소(증가)	75	23	-63	-58	-50
재무활동 현금흐름	71	4	-1	-44	-54
차입금증감	-612	-242	-70	3	5
자본의증가	0	0	0	0	1
현금의증가	39	-15	-10	24	15
기초현금	160	200	185	175	199
기말현금	200	185	175	199	214

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946	2,101	2,023	2,302	2,479
현금및현금성자산	200	185	175	199	214
매출채권	1,242	1,405	1,340	1,525	1,643
재고자산	321	336	334	380	410
비유동자산	2,213	2,363	2,567	2,764	2,933
유형자산	1,784	1,900	2,035	2,155	2,261
무형자산	157	197	264	321	371
투자자산	122	120	119	135	146
자산총계	4,160	4,464	4,590	5,065	5,413
유동부채	1,936	1,753	1,760	2,005	2,105
매입채무	963	1,051	1,044	1,188	1,280
단기차입금	192	165	157	159	162
유동성장기부채	472	141	141	142	144
비유동부채	858	1,196	1,221	1,235	1,249
사채	299	449	449	453	458
장기차입금	273	534	550	550	550
부채총계	2,794	2,949	2,981	3,240	3,354
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	962	602	602	602	602
기타포괄이익누계액					
이익잉여금	131	654	749	964	1,198
비지배주주지분	231	217	217	217	217
자본총계	1,366	1,515	1,610	1,825	2,059

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	56,426	62,465	62,057	70,602	76,056
EPS(지배주주)	13,395	21,243	19,509	27,252	30,280
CFPS	21,272	19,662	18,617	21,181	22,817
EBITDAPS	52,212	56,818	58,136	69,258	75,261
BPS	145,426	161,323	171,392	194,359	219,198
DPS	4,800	5,000	5,500	6,750	6,750
배당수익률(%)	1.9	1.9	2.1	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	19.2	12.1	13.2	9.4	8.5
PCR	6.9	5.6	5.5	4.5	4.1
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EBITDA	4,903	5,336	5,460	6,504	7,068
EV/EBITDA	7.0	6.6	6.4	5.4	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	13.9	11.7	14.9	14.6
EBITDA 이익률	2.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	204.6	194.7	185.2	177.5	162.9
금융비용부담률	7.3	6.5	6.7	5.9	5.5
이자보상배율(X)	0.7	0.8	0.8	1.0	1.0
매출채권회전율(X)	4.7	4.4	4.2	4.6	4.5
재고자산회전율(X)	16.4	17.8	17.4	18.6	18.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 13일 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 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	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	
2017.06.13	기업브리프	Buy	295,000	김준성	