

2017. 7. 28



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 295,000 원

현재주가 (7.27) 250,500 원

상승여력 +17.8%

KOSPI 2,443.24pt

시가총액 23,526억원

발행주식수 939만주

유동주식비율 68.37%

외국인비중 42.48%

52주 최고/최저가 287,000원 / 221,000원

평균거래대금 139.6억원

## 주요주주(%)

한라홀딩스 외 15인 30.32

국민연금공단 9.02

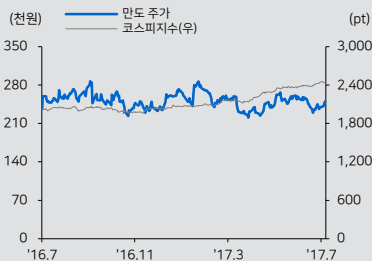
자사주 8.29

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.79 -3.47 5.92

상대주가 -3.47 -22.23 3.20

## 주가그래프



## 만도 204320

## 확대 일로의 신규 수주

- ✓ 현대차 중국 가동률 하락으로 기대치 하회 2Q17 실적 기록. 다만, 로컬 OEM 매출 성장 (+22% YoY) 지속으로 주요 부품사 중 분기실적 훼손 폭 가장 제한적일 전망
- ✓ 단기 실적부진 불구, 장기 매출성장을 담보할 신규 수주는 기대치를 상회하는 확대 일로. 이는 현대차그룹의 ADAS 범용화 계획에 따른 동반성장과 플랫폼 통합 과정에서 공급점유율 확대에 근거 (16년 연간 신규수주 9조원 → 1H17 9.5조원)
- ✓ 매출 증가·수익성 개선을 통한 18E EPS +46% 성장으로 기업가치 개선 지속될 전망

## 중국에 발목 잡힌 아쉬운 2Q17 실적

2Q17 매출과 영업이익은 각각 1.39조원 (-3.3% YoY), 557억원 (-13.9%, 영업이익률 4.0%)으로 시장기대치를 각각 -1.5%, -7.1% 하회했다. 이는 지주회사·사업회사로의 분할 이후 제대로 된 YoY 매출성장 비교가 가능해진 4Q15 이후 첫 번째 매출 감소였으며, 가장 낮은 영업이익률 기록이다. 이 같은 실적부진은 중국 매출의 절반 가까이를 구성해왔던 현대차 중국 가동률 하락에 근거하고 있으며, 산업 내 대부분 업체에게 공통적으로 나타나고 있는 현상이다. 다만, 만도는 성장을 거듭하고 있는 중국 로컬 OEM에 대한 매출확대 지속 (2Q17 중국 전체 매출 -22.3% YoY vs. 로컬 OEM 매출 +22% YoY, Geely에 대한 매출 +105% YoY)을 통해 손익 악화의 폭을 주요 부품업체 중 가장 많이 방어했다고 판단한다.

## 확대 일로의 신규 수주, 그 원천은 ADAS 채택증가와 공급점유율 확대

아쉬운 단기 실적에도 불구, 중장기 매출성장을 담보할 신규 수주는 기존 사업계획을 넘어 확대 일로이다. 지난해 연간 9조원에 그쳤던 신규 수주는 1H17 이미 9.5조원 (1Q17 5.5조원, 2Q17 4.0조원)을 실현했고, 올해 총 수주는 기존 목표했던 12조원을 크게 상회할 전망이다. 기대 이상의 신규 수주는 현대차그룹 ADAS 장착 범용화 및 플랫폼 통합 계획과 궤를 같이 한다. 현재 7% 수준으로 추정되는 현대차 아차 ADAS 채택률은 향후 5년내 70%까지 늘어날 전망이며, 이에 따라 만도의 신규 수주 9.5조원 중 ADAS의 비중은 현재 ADAS 매출비중 5%를 상회하는 17%이다. 또한 18년 시작될 신차 cycle을 맞아 현대차그룹은 9년만의 플랫폼 통합 (부품 공용화)을 추진 중이며, 기존 6개 플랫폼 중 약 50%의 공급점유율을 기록했던 만도는 축소될 플랫폼에서 더 높은 점유율을 확보할 전망이다. 새로운 신차 cycle에서의 공급점유율 확대는 지속적으로 수주 규모를 레벨업 시킬 수 있는 근거이다.

지속적인 매출 증가와 수익성 개선이 시작될 18년 +46% EPS 성장을 예상하며, ADAS Peers 12.2배 (18E EPS 기준)에 준한 기업가치 개선이 이어질 전망이다.

(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	18.7	1.7	6.8	10.2	204.6
2016	5,866	305	199	21,243	58.6	161,323	11.8	1.5	6.4	13.9	194.7
2017E	5,785	277	172	18,354	-13.6	170,302	13.6	1.5	6.5	11.1	186.0
2018E	6,618	365	251	26,754	45.8	192,853	9.3	1.3	5.3	14.7	179.4
2019E	7,192	397	278	29,562	10.5	217,075	8.5	1.2	4.9	14.4	166.4

표1 2Q17 Review: 중국에 발목 잡힌 아쉬운 분기 실적

(십억원, %)	2Q16	1Q17	2Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	1,440	1,430	1,393	-3.3	-2.6	1,418	-1.8	1,414	-1.5
영업이익	65	60	56	-13.9	-7.7	60	-7.1	60	-7.1
세전이익	52	48	50	-5.3	3.7	57	-13.0	55	-9.8
순이익	43	33	32	-25.2	-1.8	39	-17.7	38	-15.5
영업이익률(%)	4.5	4.2	4.0			4.2		4.2	
세전이익률(%)	3.6	3.3	3.6			4.0		3.9	
순이익률(%)	3.0	2.3	2.3			2.8		2.7	

자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 중국 영향이 클 17년은 기대치 하회 예상되나 18년에는 기대치 상회 실적 기록 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,785	5,918	-2.2	6,618	6,393	3.5
영업이익	277	290	-4.6	365	344	6.2
세전이익	248	260	-4.6	354	317	11.5
순이익	172	184	-6.3	251	228	10.2
영업이익률(%)	4.8	4.9	-0.1p	5.5	5.4	0.1p
세전이익률(%)	4.3	4.4	-0.1p	5.3	5.0	0.4p
순이익률(%)	3.0	3.1	-0.1p	3.8	3.6	0.2p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2H17, 2018년 기존 이익 추정치 큰 변동 없이 유지

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	5,866	5,785	6,618
매출액 - 기존 추정	5,866	5,828	6,631
% change	0.0%	-0.7%	-0.2%
영업이익 - 신규 추정	305	277	365
영업이익 - 기존 추정	305	292	373
% change	0.0%	-5.4%	-2.0%
세전이익 - 신규 추정	279	248	354
세전이익 - 기존 추정	279	264	359
% change	0.0%	-5.9%	-1.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	199	172	251
지배주주 순이익 - 기존 추정	199	183	256
% change	0.0%	-5.9%	-1.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	21,243	18,354	26,754
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	21,243	19,509	27,252
% change	0.0%	-5.9%	-1.8%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,366	1,440	1,357	1,703	1,430	1,393	1,377	1,584	5,866	5,785	6,618
(% YoY)	7.7	9.0	6.2	19.0	4.7	-3.3	1.5	-7.0	10.7	-1.4	14.4
OP	56	65	75	109	60	56	71	89	305	277	365
(% YoY)	-6.1	-1.4	18.9	41.3	7.9	-13.9	-4.6	-18.5	14.8	-9.3	32.1
RP	52	52	62	113	48	50	66	85	279	248	354
(% YoY)	25.1	-7.2	45.5	86.0	-8.4	-5.3	6.5	-24.8	38.7	-11.2	42.6
NP	40	43	42	75	33	32	47	61	199	172	251
(% YoY)	46.0	11.8	64.5	116.2	-17.6	-25.2	10.1	-18.3	58.6	-13.6	45.8
OP margin (%)	4.1	4.5	5.5	6.4	4.2	4.0	5.2	5.6	5.2	4.8	5.5
RP margin (%)	3.8	3.6	4.5	6.6	3.3	3.6	4.8	5.4	4.8	4.3	5.3
NP margin (%)	2.9	3.0	3.1	4.4	2.3	2.3	3.4	3.8	3.4	3.0	3.8

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

## 만도 (204320)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,299	5,866	5,785	6,618	7,192
매출액증가율 (%)	16.3	10.7	-1.4	14.4	8.7
매출원가	4,548	5,005	4,937	5,632	6,121
매출총이익	751	861	848	986	1,072
판매비와관리비	485	556	571	621	675
영업이익	266	305	277	365	397
영업이익률 (%)	5.0	5.2	4.8	5.5	5.5
금융수익	-46	-33	-11	-10	-7
종속/관계기업관련손익	-79	53	52	80	90
기타영업외손익	61	-46	-70	-82	-89
세전계속사업이익	201	279	248	354	390
법인세비용	72	69	65	90	100
당기순이익	130	210	183	263	291
지배주주지분 순이익	126	199	172	251	278

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946	2,101	2,008	2,297	2,497
현금및현금성자산	200	185	174	199	216
매출채권	1,242	1,405	1,331	1,522	1,654
재고자산	321	336	332	380	412
비유동자산	2,213	2,363	2,566	2,764	2,934
유형자산	1,784	1,900	2,035	2,155	2,261
무형자산	157	197	264	321	371
투자자산	122	120	118	135	147
자산총계	4,160	4,464	4,574	5,061	5,431
유동부채	1,936	1,753	1,756	2,015	2,142
매입채무	963	1,051	1,037	1,186	1,289
단기차입금	192	165	157	159	162
유동성장기부채	472	141	141	142	144
비유동부채	858	1,196	1,219	1,234	1,251
사채	299	449	449	453	458
장기차입금	273	534	550	550	550
부채총계	2,794	2,949	2,975	3,250	3,392
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	962	602	602	602	602
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	131	654	739	950	1,178
비지배주주지분	231	217	217	217	217
자본총계	1,366	1,515	1,599	1,811	2,039

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	218	350	663	505	568
당기순이익(손실)	201	279	196	263	291
유형자산감가상각비	198	201	215	230	243
무형자산상각비	27	28	38	47	55
운전자본의 증감	-2,155	-1,704	2,054	-594	-409
투자활동 현금흐름	-249	-366	-666	-436	-496
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	-11	25	17
기초현금	160	200	185	174	199
기말현금	200	185	174	199	216

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	564,258	624,652	615,980	704,710	765,837
EPS(지배주주)	13,395	21,243	18,354	26,754	29,562
CFPS	21,272	19,662	18,479	21,141	22,975
EBITDAPS	52,212	56,818	56,452	68,473	74,056
BPS	145,426	161,323	170,302	192,853	217,075
DPS	4,800	5,000	5,500	6,750	6,750
배당수익률(%)	1.9	2.0	2.2	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	18.7	11.8	13.6	9.3	8.5
PCR	6.7	5.5	5.5	4.4	4.1
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
EBITDA	4,903	5,336	5,302	6,431	6,955
EV/EBITDA	6.8	6.4	6.5	5.3	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	13.9	11.1	14.7	14.4
EBITDA 이익률	2.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	204.6	194.7	186.0	179.4	166.4
금융비용부담률	7.3	6.5	6.1	5.3	4.9
이자보상배율(x)	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1
매출채권회전율(x)	4.7	4.4	4.2	4.6	4.5
재고자산회전율(x)	16.4	17.8	17.3	18.6	18.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 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, 이종현)

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	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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 06월 30일 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	<p>(원)</p> <p>— 만도 주가 — 적정주가</p> <p>350,000 280,000 210,000 140,000 70,000 0</p> <p>'15.7 '16.1 '16.7 '17.1 '17.7</p>
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	
2017.07.28	기업브리프	Buy	295,000	김준성	