

2017. 10. 30



▲ 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) 355,000 원

현재주가 (10.30) 311,000 원

상승여력 14.1%

KOSPI 2,496.63pt

시가총액 29,207억원

발행주식수 939만주

유동주식비율 68.31%

외국인비중 41.56%

52주 최고/최저가 323,000원/221,000원

평균거래대금 139.2억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 15 인 30.32

국민연금 11.13

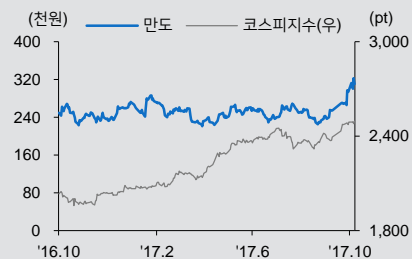
Schroder Investment Management 8.30

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 22.2 29.6 22.9

상대주가 16.1 14.7 -0.3

주가그래프



만도 204320

기업가치 개선 흐름 지속 전망

- ✓ 시장기대치에 부합하는 3Q17 분기실적 실현
- ✓ 중국 매출성장 (현대·기아차 회복 + 제2의 닝보 총칭공장 등장), ADAS 외형성장 및 수익성 개선 (현대·기아차 신차 채택율 증가 + 중국 로컬OE 신규매출 확대), 현대·기아차 플랫폼 수주의 매출인식으로 18년 EPS +48% YoY 전망
- ✓ 기존 밸류에이션 로직 (JD Power 선정 글로벌 ADAS 기업 18년 기준 평균 PER 13.1배)을 18년 이익추정치 (기준 17년)에 적용하며 적정주가 355,000원으로 상향

시장기대치에 부합하는 3Q17 분기실적 실현

3Q17 매출과 영업이익은 각각 1.35조원 (-0.5% YoY), 619억원 (-17.4%, 영업이익률 4.6%)으로 시장기대치에 부합했다. 연결 매출의 절반 가까이를 구성하는 중국·미국 매출 (16년 기준 49.5%)이 각각 현대·기아차 판매부진 및 GM 라인조정에 따른 가동률 하락으로 -6.5% YoY, -26.5% YoY 감소하며 연결 매출성장이 둔화됐으나, 9월 이후 현대·기아차 중국공장 가동률 회복, GM 라인조정 마무리와 판매개선이 실현되며 이에 따른 우려는 깊지 않다고 판단한다.

18년 +48% YoY 이익개선을 이끌 중국, ADAS, 플랫폼 통합

17년 중국 매출은 현대·기아차로의 매출감소 (-29% YoY)에도 불구하고 로컬OE 매출성장 (Geely +55% YoY)에 힘입어 전년 수준을 유지할 전망이다. 18년에는 기존 로컬OE 매출성장세가 유지되는 가운데, 1) 현대·기아차 판매회복, 2) 신규 대규모 로컬OE (장안기차 납품확대가 이뤄질 총칭공장 매출 +1,800억원 YoY)이 더해지며 높은 매출성장 실현 (17년 1.73조원 → 18년 2.32조원)이 예상된다.

3Q17 처음으로 전사 영업이익률 (4.6%)을 넘어선 ADAS 패키지 (5.0%)의 매출은 1) 18년 현대·기아차 신차 ADAS 채택 증가 (국내·북미 전방추돌방지시스템 의무장착), 2) 로컬OE들의 점진적 ADAS 장착 증가 (Geely·장성기차 매출발생 시작 및 신규 OE 수주 가능 (12개 업체 18년 신차부터 ESC 장착 확대))를 통해 고성장을 이어갈 전망이다 (향후 5년 연평균 매출성장 +28% 예상).

18년 이후 현대·기아차의 플랫폼 통합 (예: 울산공장 부품 공용화율 현재 45% → 20년 70%)에 따른 신규 수주 확대 (연간 신규수주 총액 16년 9조원 → 17년 13조원)가 이루어졌으며, 관련 매출인식이 18년부터 발현되기 시작할 예정이다.

중국 성장, ADAS 채택 증가, 플랫폼수주를 통한 외형성장과 수익성 믹스개선이 예상되며, 이에 따른 기업가치 개선 지속을 전망한다. 기존 적정 밸류에이션 (JD Power 선정 글로벌 ADAS 기업 평균 PER 13.1배)을 17년이 아닌 +48% YoY의 이익성장이 가능한 18년으로 전환해 적용하며, 적정주가를 355,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	5,299.2	265.6	125.8	13,395	-10.7	145,426	23.2	2.1	8.0	10.2	204.6
2016	5,866.4	305.0	199.5	21,243	58.6	161,323	14.6	1.9	7.5	13.9	194.7
2017E	5,784.9	271.5	172.8	18,404	-13.4	169,926	16.9	1.8	7.7	11.1	186.6
2018E	6,659.0	367.8	255.4	27,200	47.8	192,905	11.4	1.6	6.2	15.0	180.2
2019E	7,217.9	390.9	272.3	29,000	6.6	216,541	10.7	1.4	5.8	14.2	167.5

표1 3Q17 Review: 시장기대치에 부합하는 실적 실현

(십억원, %)	3Q16	2Q17	3Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	1,356.8	1,393.3	1,350.3	-0.5	-3.1	1,377.2	-2.0	1,349.7	0.0
영업이익	74.9	55.3	61.9	-17.4	11.9	69.4	-10.8	58.8	5.2
세전이익	61.5	49.7	57.1	-7.2	14.8	65.6	-13.0	53.3	7.1
순이익	42.4	33.2	38.9	-8.1	17.2	46.0	-15.4	37.5	3.9
영업이익률(%)	5.5	4.0	4.6			5.0		4.4	
세전이익률(%)	4.5	3.6	4.2			4.8		3.9	
순이익률(%)	3.1	2.4	2.9			3.3		2.8	

자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 18년 실적, 중국 성장·ADAS 채택 증가·플랫폼수주를 통해 시장기대치를 상회 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,784.9	5,807.3	-0.4	6,659.0	6,288.7	5.9
영업이익	271.5	266.3	1.9	367.8	331.9	10.8
세전이익	249.2	239.2	4.2	359.0	311.8	15.1
순이익	172.8	166.3	3.9	255.4	222.9	14.6
영업이익률(%)	4.7	4.6	0.1p	5.5	5.3	0.2p
세전이익률(%)	4.3	4.1	0.2p	5.4	5.0	0.4p
순이익률(%)	3.0	2.9	0.1p	3.8	3.5	0.3p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2017, 2018년 기존 이익 추정치 큰 변동 없이 유지

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	5,866.4	5,784.9	6,659.0
매출액 - 기존 추정	5,866.4	5,784.9	6,618.2
% change	0.0%	0.0%	0.6%
영업이익 - 신규 추정	305.0	271.5	367.8
영업이익 - 기존 추정	305.0	275.7	365.4
% change	0.0%	-1.5%	0.7%
세전이익 - 신규 추정	279.1	249.2	359.0
세전이익 - 기존 추정	279.1	253.4	354.6
% change	0.0%	-1.7%	1.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	199.5	172.8	255.4
지배주주 순이익 - 기존 추정	199.5	175.9	252.0
% change	0.0%	-1.7%	1.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	21,243	18,404	27,200
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	21,243	18,728	26,833
% change	0.0%	-1.7%	1.4%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,366.4	1,440.0	1,356.8	1,703.2	1,430.4	1,393.3	1,350.3	1,611.0	5,866.4	5,784.9	6,659.0
(% YoY)	7.7	9.0	6.2	19.0	4.7	-3.2	-0.5	-5.4	10.7	-1.4	15.1
OP	55.9	64.8	74.9	109.4	60.4	55.3	61.9	94.0	305.0	271.5	367.8
(% YoY)	-6.1	-1.4	18.9	41.3	7.9	-14.7	-17.4	-14.1	14.8	-11.0	35.5
RP	52.2	52.4	61.5	113.0	47.8	49.7	57.1	94.5	279.1	249.2	359.0
(% YoY)	25.1	-7.2	45.5	86.0	-8.4	-5.0	-7.2	-16.4	38.7	-10.7	44.1
NP	39.7	42.9	42.4	74.5	32.7	33.2	38.9	68.0	199.5	172.8	255.4
(% YoY)	46.0	11.8	64.5	116.2	-17.6	-22.6	-8.1	-8.8	58.6	-13.4	47.8
OP margin (%)	4.1	4.5	5.5	6.4	4.2	4.0	4.6	5.8	5.2	4.7	5.5
RP margin (%)	3.8	3.6	4.5	6.6	3.3	3.6	4.2	5.9	4.8	4.3	5.4
NP margin (%)	2.9	3.0	3.1	4.4	2.3	2.4	2.9	4.2	3.4	3.0	3.8

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 18년 EPS 추정치에 ADAS Global Peer Group의 18년 평균 PER 13.1배 적용하여 355,000원으로 적정주가 상향 조정

적정 밸류에이션 PER (배, a) – ADAS Global Peer Group의 18년 평균 PER	13.1배
만도 2018E EPS (원, b)	27,200원
Fair Value (원, c = a x b)	356,314원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	355,000원
현재 주가 (10월 27일 기준 종가)	311,000원
괴리율 (%)	14.1%

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,299.2	5,866.4	5,784.9	6,659.0	7,217.9
매출액증가율 (%)	16.3	10.7	-1.4	15.1	8.4
매출원가	4,548.1	5,005.4	4,928.3	5,660.1	6,142.4
매출총이익	751.1	861.0	856.7	998.8	1,075.5
판매비와관리비	485.5	556.0	585.2	631.0	684.6
영업이익	265.6	305.0	271.5	367.8	390.9
영업이익률 (%)	5.0	5.2	4.7	5.5	5.4
금융수익	-46.4	-33.0	-12.5	-14.3	-11.8
종속/관계기업관련손익	-78.6	52.8	50.3	100.0	120.0
기타영업외손익	60.6	-45.8	-60.1	-94.5	-116.0
세전계속사업이익	201.2	279.1	249.2	359.0	383.0
법인세비용	71.6	69.0	64.4	91.5	97.7
당기순이익	129.6	210.1	184.8	267.5	285.4
지배주주지분 순이익	125.8	199.5	172.8	255.4	272.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,946.4	2,100.9	2,008.1	2,311.5	2,505.5
현금및현금성자산	199.8	184.7	173.5	199.8	216.5
매출채권	1,242.2	1,405.1	1,330.5	1,531.6	1,660.1
재고자산	321.2	336.4	331.8	381.9	413.9
비유동자산	2,213.4	2,363.5	2,566.2	2,764.4	2,934.9
유형자산	1,784.2	1,900.4	2,034.9	2,154.7	2,261.2
무형자산	157.1	196.6	263.6	321.2	370.7
투자자산	122.3	119.7	118.0	135.9	147.3
자산총계	4,159.8	4,464.4	4,574.3	5,075.9	5,440.5
유동부채	1,936.4	1,753.0	1,759.4	2,028.7	2,155.3
매입채무	963.0	1,051.2	1,036.6	1,193.2	1,293.4
단기차입금	192.4	165.4	157.2	158.7	161.9
유동성장기부채	472.4	141.1	141.1	142.5	143.9
비유동부채	857.7	1,196.3	1,219.1	1,235.5	1,251.5
사채	299.3	449.0	449.0	453.5	458.0
장기차입금	273.4	534.0	550.1	550.1	550.1
부채총계	2,794.1	2,949.3	2,978.5	3,264.3	3,406.8
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	962.2	601.8	601.8	601.8	601.8
기타포괄이익누계액					
이익잉여금	131.2	654.2	735.0	950.8	1,172.8
비지배주주지분	230.6	217.3	217.3	217.3	217.3
자본총계	1,365.8	1,515.1	1,595.8	1,811.7	2,033.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	217.6	350.2	722.7	503.3	564.9
당기순이익(손실)	201.2	279.1	211.1	267.5	285.4
유형자산감가상각비	197.7	200.8	215.5	230.3	243.5
무형자산상각비	27.0	27.8	38.0	47.4	55.5
운전자본의 증감	-2,155.3	-1,703.6	2,515.5	-622.7	-398.2
투자활동 현금흐름	-248.6	-366.2	-705.8	-432.9	-493.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-270.0	-336.5	-350.0	-350.0	-350.0
투자자산의 감소(증가)	75.0	22.7	-45.8	-57.6	-49.5
재무활동 현금흐름	71.1	3.9	-23.1	-44.2	-54.3
차입금증감	-612.4	-242.1	15.6	3.0	4.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
현금의증가	39.4	-15.1	-11.1	26.2	16.8
기초현금	160.4	199.8	184.7	173.5	199.8
기말현금	199.8	184.7	173.5	199.8	216.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	564,258	624,652	615,980	709,049	768,564
EPS(지배주주)	13,395	21,243	18,404	27,200	29,000
CFPS	21,272	19,662	18,479	21,271	23,057
EBITDAPS	52,212	56,818	55,900	68,734	73,451
BPS	145,426	161,323	169,926	192,905	216,541
DPS	4,800	5,000	5,500	6,750	6,750
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.8	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	23.2	14.6	16.9	11.4	10.7
PCR	8.3	6.8	6.9	5.5	5.1
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
EBITDA	490.3	533.6	525.0	645.5	689.8
EV/EBITDA	8.0	7.5	7.7	6.2	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	13.9	11.1	15.0	14.2
EBITDA 이익률	2.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	204.6	194.7	186.6	180.2	167.5
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	4.7	4.5
재고자산회전율(x)	16.4	17.8	17.3	18.7	18.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 30일 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 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.17	산업분석	Buy	170,000	김준성	-5.1	3.5	
2016.02.05	기업브리프	Hold	170,000	김준성	-6.9	3.5	
2016.04.07	기업브리프	Hold	170,000	김준성	-5.8	7.1	
2016.04.29	기업브리프	Hold	170,000	김준성	2.1	40.6	
2016.07.04	산업분석	Hold	190,000	김준성	17.0	25.5	
2016.07.28	기업브리프	Hold	190,000	김준성	31.5	51.1	
2016.10.04	기업브리프	Hold	220,000	김준성	15.3	20.0	
2016.10.28	기업브리프	Hold	220,000	김준성	14.3	22.0	
2016.11.16	산업분석	Hold	220,000	김준성	13.4	23.9	
2017.02.08	기업브리프	Trading Buy	280,000	김준성	-9.9	2.3	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	김준성	-4.8	2.5	
2017.06.13	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-16.0	-11.5	
2017.07.28	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-15.7	-8.6	
2017.10.11	산업분석	Buy	295,000	김준성	-13.7	9.5	
2017.10.30	기업브리프	Buy	355,000	김준성	-	-	