



2017/10/30

만도(204320)

만도의 신고가가 주는 교훈, 실적 안정성과 미래

■ 3Q17 Review – 영업이익률 4.6%로 양호

3분기 만도의 매출액은 전년동기비 0.5% 감소한 1.35조의 매출액, 영업이익은 OPM 4.6% 수준인 619억원을 기록했다. 이는 우리 추정치 1.33조를 소폭 상회하는 매출액이며, 영업이익은 추정치 540억원을 13.8% 넘어서는 수준이다. 3분기 중국에서 현대, 기아의 판매부진과 계절적 비수기 영향에도 불구하고, ①글로벌 업체로의 매출처 다변화와 ②고부가 ADAS 빠른 성장, ③우호적 환율이 만들어낸 건강한 실적으로 판단된다. 특히 대부분 부품사들이 완성차 부진으로 큰 충격을 받은 중국에서, 로컬업체인 길리, 장안, 장성 등으로 매출처를 다변화하며 완충작용을 해낸 것은 높게 평가할 수 있다. 또 신차에 ADAS 장착률이 높아지며 Active safety platform 판매가 늘고 있다는 점도 고무적이다. 지역별로는 국내가 전년동기비 10.8% 증가한 7,786억, 북미가 GM의 프로그램 종료로 26.5% 감소한 2,051억원, 중국이 현대, 기아의 생산부진에도 불구하고 6.5%감소한 3,729억원을 기록했다. 인도를 포함한 기타시장은 13.3% 증가한 1,169억원이었다. 다시 한번 매출처 다변화와 ADAS부품 수익 기여도의 중요성을 깨닫게 해 준 3분기 실적으로 평가할 수 있다.

■ 4Q17 Preview - 3분기 견고함에 현대, 기아의 생산성 회복 기대

생산의 계절적 성수기에 접어들고 신차믹스가 커지면서 회복관점으로 본다. 우리는 실적에 발목을 잡았던 현대, 기아차의 글로벌 생산량을 3분기 175.7만대에서 17.1% 증가한 205.9만대로 추정하고 있다. 특히 중국에서 현대는 3분기대비 54% 증가한 29만대, 기아는 77% 증가한 14.7만대로 예상하는 만큼 중국외형과 수익이 커질 것으로 본다. 최신 부품이 장착된 G70도 본격 생산되면서 고부가가치 ADAS 비중도 확대될 것으로 본다. 4분기 만도의 매출은 전년동기비 6.5% 감소한 1.59조, 영업이익은 작년의 High base로 인해 27.8% 감소한 790억원(OPM 5.0%)으로 전망한다. 연간 컨센서스를 충족하는 수준에서 나을 것으로 가정한 것이다.

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

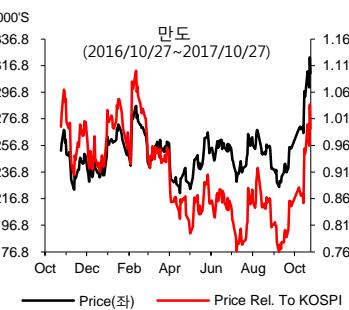
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	360,000원
종가(2017/10/27)	311,000원

Stock Indicator

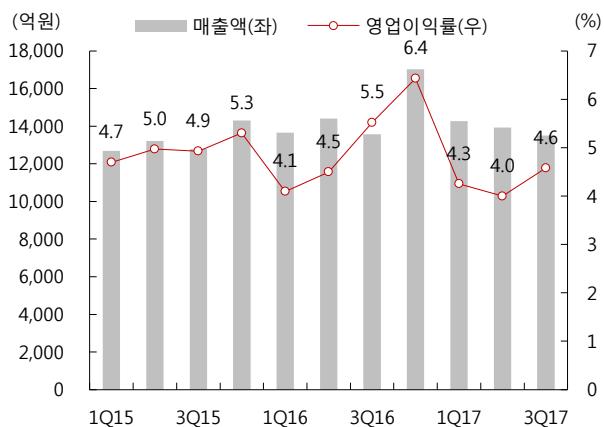
자본금	47십억원
발행주식수	939만주
시가총액	2,921십억원
외국인지분율	41.7%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	16,372원
BPS(2017E)	167,036원
ROE(2017E)	10.1%
52주 주가	221,000~323,000원
60일평균거래량	53,019주
60일평균거래대금	13.9십억원

Price Trend



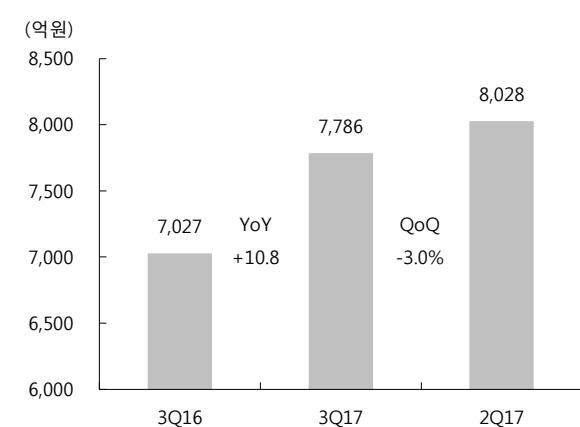
COMPANY BRIEF

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – OPM 4.6%로 양호



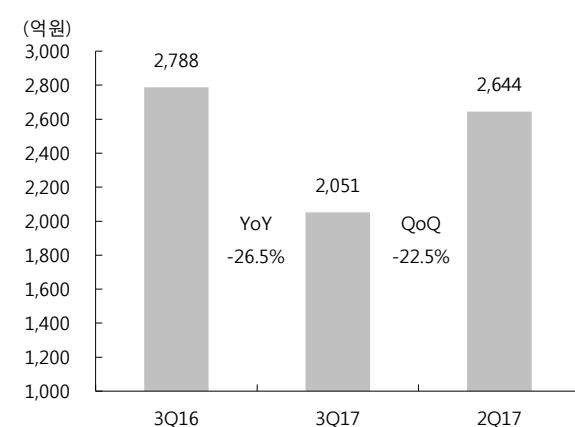
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 2> 국내 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



자료: 만도, 하이투자증권

<그림 3> 북미 매출액 및 전기, 저년동기비 증감률



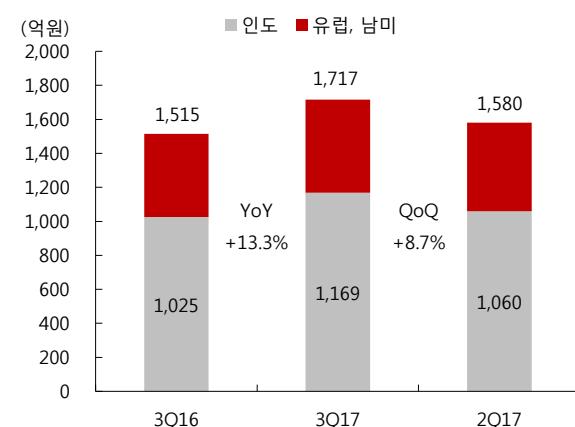
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 4> 중국 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



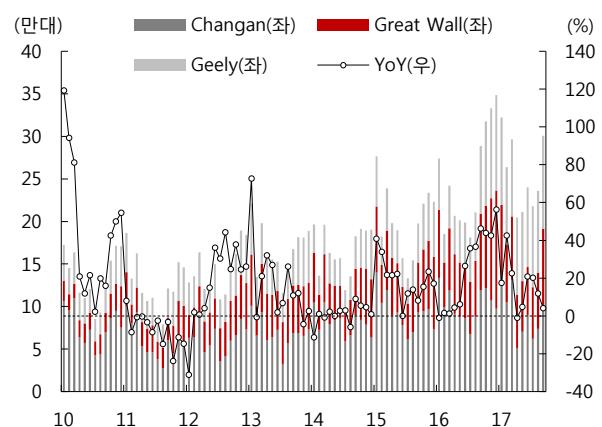
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 5> 기타시장 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



자료: 만도, 하이투자증권

<그림 6> 중국 주요 고객사 판매 및 전년동기비 증감률



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<표 1> 17년 3분기 실적 및 17년 4분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	YoY	QoQ	4Q17E	YoY
매출액	13,568	17,032	14,304	13,931	13,503	-0.5%	-3.1%	15,919	-6.5%
매출원가	11,492	14,241	12,273	11,966	11,492	0.0%	-4.0%	13,531	-5.0%
%	84.7	83.6	85.8	85.9	85.1	0.4%p	-0.8%p	85.0	-0.9%p
판관비	1,327	1,697	1,427	1,413	1,393	5.0%	-1.4%	1,598	-5.9%
%	9.8	10.0	10.0	10.1	10.3	0.5%p	0.2%p	10.0	-0.1%p
영업이익	749	1,094	604	553	619	-17.4%	11.9%	790	-27.8%
%	5.5	6.4	4.2	4.0	4.6	-0.9%p	0.6%p	5.0	1.0%p
영업외이익	-133	36	-125	-55	-48	적자지속	적자지속	-80	적자전환
%	-1.0	0.2	-0.9	-0.4	-0.4	0.6%p	0.0%p	-0.5	-0.1%p
세전이익	615	1,130	478	497	571	-7.2%	14.8%	710	-37.1%
%	4.5	6.6	3.3	3.6	4.2	-0.3%p	0.7%p	4.5	0.9%p
법인세	165	345	127	137	144	-12.8%	5.4%	185	-46.5%
%	26.8	30.6	26.5	27.5	25.2	-1.6%p	-2.3%p	26.0	-1.5%p
당기순이익	450	785	352	350	427	-5.2%	22.1%	526	-33.0%
%	3.3	4.6	2.5	2.5	3.2	-0.2%p	0.7%p	3.3	0.8%p
지배주주	424	745	327	332	389	-8.1%	17.2%	489	-34.4%
%	3.1	4.4	2.3	2.4	2.9	-0.2%p	0.5%p	3.1	0.7%p

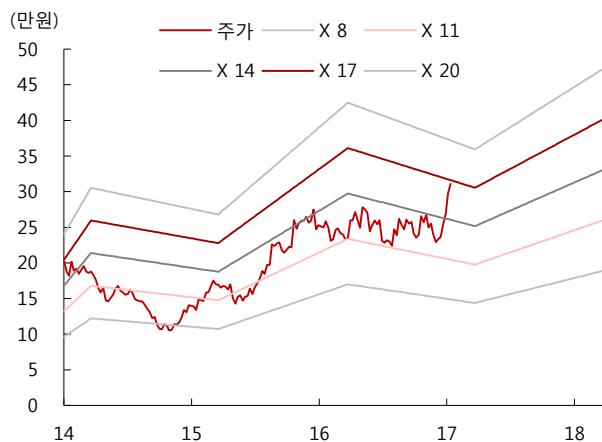
자료: 만도, 하이투자증권

투자전략

High multiple의 常數化. 36만원으로 상향

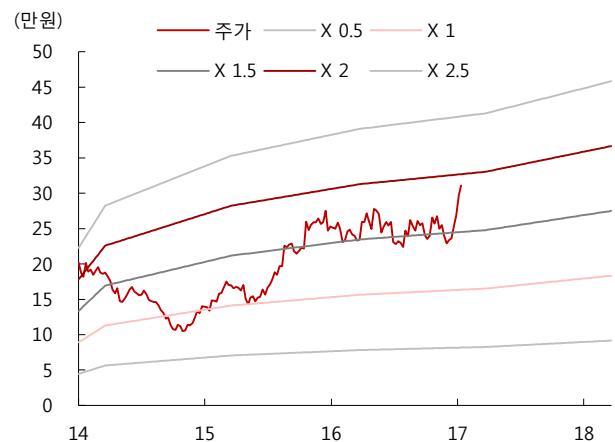
만도는 한국자동차산업이 동반여려움을 겪었던 3분기에 사상최고가 경신을 지속하고 있다. 주가결정 변수 중 실적(Earning)은 매출처 다변화와 고부가가치 제품 믹스확대가, 주가배수(Multiple)는 자율주행, 전기차와 관련된 미래성장동력이 강한 상승 모멘텀을 만들어주고 있다. 이러한 배경에는 글로벌 자동차주의 상승 모멘텀을 접목할 몇 안되는 한국적용 대상이라는 점이 깔려있다. 높은 멀티플은 자동차산업의 패러다임 변화가 진행되는 가운데 상수로 굳어질 것 같다. 최근 현대차의 모빌아이 제휴설도 기존 거래관계를 가지고 있던 만도에 유리한 방향이다. 결국 실적이 관건이다. 18년 기준 EPS 20,100원에 18배의 Target Multiple을 반영해 목표주가를 36만원으로 상향한다. 이는 중국 THAAD 문제가 발생하기 전 목표주가 32만원보다 12.5% 상향된 수준이다.

<그림 7> 만도 PER Band – 19 배 수준



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 8> 만도 PBR Band – 1.9 배 수준



자료: Quantwise, 하이투자증권

질의응답

1. 지난 분기 실적발표에서 현대차향 중국 매출 하반기 가이던스가 -30%였는데, 이번 실적발표 중 4분기 20% 감소를 가정하셨다. 3분기에 중국에서 현대기아차향 매출이 어땠는지 말씀 부탁드린다.

→ 현대기아차 중국 매출은 3분기만 보면 전년동기비 34% 감소했다. 4분기부터는 현대기아차가 신차를 출시할 예정이고, 실제로 사드 영향도 감소하고 있어서 4분기에는 전년동기비 20%정도 매출이 감소하는 것으로 가정했다.

2. 수주에 대해서 기대감이 큰 상황인데 매출로 연결되는 시점과 내년 매출 가이던스 부탁드린다.

→ 아직 사업계획을 확정하지 못했다. 11월말정도 되면 확정될 것 같다. 중장기 사업계획에 따르면 연평균 7%정도 성장하는 것으로 되어 있다. 올해 같은 경우 현대기아차의 중국 상황 때문에 베이스가 낮은 상황이므로 내년에도 이정도의 매출 성장을 예상한다.

3. 중국에서 전장제품들의 수주 가능성 있는지 궁금하다. 또한 ADAS쪽은 어떤 식으로 마케팅하고 있는지, IDB 쪽도 수주 가능성도 있는지 총체적으로 답변 부탁드린다.

→ 그룹 전체적으로 보면 전장제품 비중이 43%정도 된다. 그러나 중국만 보면 전장제품 비중이 25%정도이다. 그 이유는 중국 로컬 OEM이 상대적으로 컨벤션널 제품이 많기 때문이다. 당사의 수주 프로파일을 보면 로컬 OEM 쪽 전장부품 공급이 확대되고 있다. 큰 이유는 연비 때문이다. 연비 규제가 거의 매년 3%씩 타이트하게 진행되고 있다. 예를 들어 중국 로컬 OEM이 유압식 스티어링을 EPS로 바꾸게 되면 연비를 3%정도 개선 가능하다. 스티어링은 Must have 아이템이기 때문에 다른 아이템에 비해 비교적 합리적인 솔루션으로 채택된다. 그렇기 때문에 전장제품이 지속적으로 늘어날 것으로 기대한다. 또한 내년부터 China NCAP의 일부 규정이 변경되어 ESC와 AEB가 100점 만점에 15점으로 배정된다. 이에 따라 중국 로컬 OEM 도 ESC, ADAS 장착을 늘릴 수 밖에 없는 상황이다. ESC는 이미 중국 로컬 OEM에 수주했고 ADAS는 동남기차에서 수주 받았다. 올해와 내년까지 주요 중국 주요 로컬 OEM인 지리, 장안, 장성으로부터 ADAS 수주를 목표로 하고 있다. IDB 관련해서는 이미 국내 고객으로부터는 수주했고, 내년 중국에 출시 예정이다. IDB는 중국 로컬 OEM에서 필요는 인지하고 있지만 아직 가격이 비싸서 망설이고 있는 상황이다. IDB도 연비가 15%정도 좋아지는 효과가 있기 때문에 궁극적으로 중국 로컬 OEM이 채택할 확률이 높다고 본다.

4. 현대기아차가 내년부터 전방 충돌방지 장치를 기본으로 장착하겠다고 밝혔다. 내년 ADAS부문 성장에 어느정도 영향을 미칠지 답변 부탁드린다.

→ 기존에 ADAS 매출 성장을 연평균 27~8%로 설명드린 바 있다. 그 때는 현대기아차의 발표가 있기 전 수치였기 때문에 업사이드가 있다고 판단한다. 북미, 한국은 신차에 ADAS가 기본으로 채택되지만 아직 다른 차량들은 옵션 베이스이기 때문에 정확한 예측이 어렵다. 다만 매분기 ADAS 매출 성장 속도 및 수익성 개선 속도는 예상보다 높게 나오고 있다. 내년에도 상당히 좋은 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

5. 최근 현대차와 모빌아이가 접촉 중이다. 만도는 모빌아이가 한국에서의 파트너로 이야기할 정도의 관계인데, 현대차가 엔비디아가 아닌 모빌아이와 제휴를 맺으면 만도 입장에서 이득이 되는 부분이 있는지 답변 부탁드린다.

→ 현대차와 모빌아이의 관계라 자세한 상황을 알지 못한다. 만도는 모빌아이로부터 카메라 센서 이미지칩을 구매하는 고객이다. 당사가 카메라 센서를 공급할 때 모빌아이의 칩을 쓴다. 자율주행이 레벨4, 5로 변화가 되면 센서 만으로는 부족하다고 느끼기 때문에 AI, 디지털맵 등이 추가되어야 할 것이다. 이런 기회를 모색하는 것이 만도 실리콘밸리 오피스이다. 당사는 엔비디아, 인텔의 솔루션 등 다양한 옵션을 검토 중이다. 파트너쉽이나 스타트업에 대한 투자도 많이 생각하는 중이다. 조금 명확한 결과가 나오면 공유하도록 하겠다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

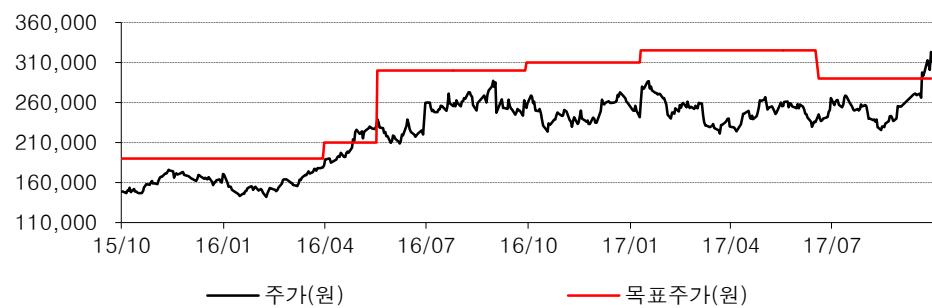
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		2,101	2,575	2,892	3,264	매출액		5,866	5,766	6,106	6,386
현금 및 현금성자산		185	949	1,182	1,486	증가율(%)		10.7	-1.7	5.9	4.6
단기금융자산		17	17	18	18	매출원가		5,005	4,926	5,211	5,443
매출채권		1,428	1,067	1,124	1,169	매출총이익		861	839	895	943
재고자산		336	404	427	447	판매비와관리비		556	583	611	605
비유동자산		2,363	2,293	2,232	2,150	연구개발비		114	112	118	124
유형자산		1,900	1,863	1,831	1,774	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		197	169	145	124	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		4,464	4,868	5,124	5,414	영업이익		305	256	285	338
유동부채		1,753	1,910	1,974	2,027	증가율(%)		14.8	-15.9	11.0	18.7
매입채무		1,339	1,324	1,388	1,441	영업이익률(%)		5.2	4.4	4.7	5.3
단기차입금		165	165	165	165	이자수익		5	26	33	41
유동성장기부채		141	313	313	313	이자비용		38	47	48	50
비유동부채		1,196	1,326	1,376	1,426	지분법이익(손실)		5	5	4	6
사채		449	529	529	529	기타영업외손익		2	-17	-21	-22
장기차입금		534	584	634	684	세전계속사업이익		279	226	255	315
부채총계		2,949	3,237	3,350	3,453	법인세비용		69	59	64	79
지배주주지분		1,465	1,569	1,708	1,891	세전계속이익률(%)		4.8	3.9	4.2	4.9
자본금		47	47	47	47	당기순이익		210	166	191	236
자본잉여금		602	602	602	602	순이익률(%)		3.6	2.9	3.1	3.7
이익잉여금		654	761	903	1,089	지배주주귀속 순이익		199	154	189	233
기타자본항목		199	199	199	199	기타포괄이익		-3	-3	-3	-3
비지배주주지분		50	63	66	69	총포괄이익		207	164	189	234
자본총계		1,515	1,632	1,774	1,960	지배주주귀속총포괄이익		199	154	189	233

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		350	621	803	836
당기순이익		210	166	191	236
유형자산감가상각비		15	16	16	16
무형자산상각비		28	28	24	20
지분법관련손실(이익)		5	5	4	6
투자활동 현금흐름		-366	-157	-157	-127
유형자산의 처분(취득)		-336	-180	-180	-150
무형자산의 처분(취득)		-72	-	-	-
금융상품의 증감		12	-1	0	0
재무활동 현금흐름		4	247	-6	-6
단기금융부채의증감		-13	-	-	-
장기금융부채의증감		150	50	50	50
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-45	-47	-47	-47
현금및현금성자산의증감		-15	764	233	304
기초현금및현금성자산		200	185	949	1,182
기말현금및현금성자산		185	949	1,182	1,486

주요투자지표		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		21,243	16,372	20,084	24,805
BPS		155,957	167,036	181,827	201,340
CFPS		25,822	21,081	24,334	28,660
DPS		5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)					
PER		11.0	19.0	15.5	12.5
PBR		1.5	1.9	1.7	1.5
PCR		9.1	14.8	12.8	10.9
EV/EBITDA		9.5	11.8	10.4	8.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		14.3	10.1	11.5	12.9
EBITDA 이익률		5.9	5.2	5.3	5.9
부채비율		194.7	198.3	188.9	176.2
순부채비율		71.8	38.3	24.9	9.6
매출채권회전율(x)		4.3	4.6	5.6	5.6
재고자산회전율(x)		17.8	15.6	14.7	14.6

자료 : 만도, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(만도)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-28	Buy	210,000	6개월	-0.8%	10.2%
2016-06-15	Buy	300,000	6개월	-17.8%	-4.3%
2016-10-27	Buy	310,000	6개월	-20.0%	-12.1%
2017-02-07	Buy	325,000	6개월	-22.9%	-11.8%
2017-07-17	Buy	290,000	1년	-11.6%	11.4%
2017-10-30	Buy	360,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 고태봉, 강동욱](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-