

2018. 2. 7



▲ 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) 365,000 원

현재주가 (2.6) 286,000 원

상승여력 27.6%

KOSPI 2,453.31pt

시가총액 26,859억원

발행주식수 939만주

유동주식비율 68.34%

외국인비중 41.22%

52주 최고/최저가 339,500원/221,000원

평균거래대금 158.2억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 11 인 30.30

국민연금 10.77

Schroder Investment Management 7.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.1 11.3 18.4

상대주가 -1.3 8.7 0.3

주가그래프



만도 204320

4Q17 Review: 확인될 성장의 방향성

- ✓ 지난 12월 이후 추가조정된 주요 근거였던 중국, 최악의 국면을 벗어나는 중
- ✓ 오는 3월 이후 현대차그룹의 본격적인 중국 판매회복과 지난해 매출방어 요인이었던 Geely의 판매성장 지속, Chang An에 대한 신규매출 확대로 18년 중국매출은 +21% YoY 증가하며, 연결손익 개선의 핵심근거로 작용할 수 있다고 판단
- ✓ 중국의 회복으로 신규 수주확대 (17년 12.5조원, +39% YoY)와 ADAS 매출성장 (18-20년 CAGR +29%)을 통한 중장기 기업가치 개선 가시성 더욱 확대될 전망

중국 가격재조정 이슈로 부진한 4Q17 분기 실적 기록

4Q17 매출과 영업이익은 각각 1.51조원 (-11% YoY), 635억원 (-42% YoY)로 시장기대치를 각각 -5%, -10% 하회했다. 4Q16의 높은 일회성 이익 기저효과로 큰 폭의 YoY 감익은 이미 예상됐던 바이나, 그 밖에 중국 가격재조정 이슈 발생과 미국 브레이크 리콜비용 (170억원)이 추가로 발생하며 부진한 실적이 발표됐다.

이미 반영된 중국 우려, 이제는 판매와 실적 개선 방향성에 주목할 시기

만도의 주가는 지난 9월 이후 현대차의 중국 판매회복 기조가 시작되며 3개월간 +38%의 상승 랠리를 실현했으나, 12월 이후 4Q17 실적부진 우려가 선반영되며 현재까지 -13% 하락했다. 이제 지난 4Q17 중국에서의 전방위적인 부품업체 가격재조정 우려는 일단락됐다는 판단이다. 정치이슈에 따른 YoY 판매감소 폭을 축소해가고 있는 현대차기아차는 오는 3월 이후 지속적인 판매회복세를 보이며, 18년 연간 판매 +30% YoY 실현이 가능할 전망이다. 또한 17년 현대차기아차가 -36% YoY의 판매감소를 보였음에도 중국 연간 매출감소 폭을 -7%로 방어할 수 있도록 기여한 Geely에 대한 매출성장 지속과 Chang An에 대한 신규 매출증대 (17년 510억원, 18년 1,870억원)는 18년에도 지속될 예정이다.

비록 부품발주 모델 교체 이슈로 18년 미국 매출은 YoY 정체가 예상되나, 이를 제외한 타 시장에서의 현대차그룹의 신차효과 개선, 신흥국 경기호조, 중국 기저효과에 따른 매출증가로 18년 연간 매출은 6.21조원 (+9% YoY), 영업이익 3,183억원 (281% YoY)의 호실적이 전망된다. 수주확대 (17년 신규수주 12.5조원, +39% YoY)에 근거한 매출성장 가시성 확대와 지속적으로 늘어나고 있는 ADAS 매출 (17년 매출 3,638억원, 영업이익률 4.0%, 18-20년 연평균 매출성장률 29%) 또한 중장기 기업가치 개선 방향성에 기여할 수 있다고 판단한다.

(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	21.4	2.0	7.5	10.2	204.6
2016	5,866.4	305.0	199.5	21,243	58.6	161,323	13.5	1.8	7.1	13.9	194.7
2017P	5,684.7	83.5	6.3	669	-96.9	151,732	427.5	1.9	11.5	0.4	224.9
2018E	6,213.3	318.3	220.6	23,487	3,410.6	175,786	12.2	1.6	6.5	14.3	201.3
2019E	6,969.5	379.9	264.3	28,140	19.8	198,934	10.2	1.4	5.7	15.0	188.7

표1 만도 4Q17 실적 Review: 중국 가격재조정 이슈로 부진한 4Q17 분기 실적 기록

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,510.1	1,703.2	-11.3	1,350.9	11.8	1,588.2	-4.9	1,599.2	-5.6
영업이익	63.5	109.4	-42.0	-95.6	-166.4	70.5	-9.9	80.4	-21.0
세전이익	44.6	113.0	-60.6	-122.7	-136.3	63.0	-29.3	70.6	-36.9
순이익	35.3	74.5	-52.6	-95.0	-137.2	56.7	-37.7	54.7	-35.4
영업이익률(%)	4.2	6.4		-7.1		4.4		5.0	
순이익률(%)	2.3	4.4		-7.0		3.6		3.4	

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 18년·19년 실적, 중국회복 및 신흥국 매출성장 지속으로 시장 기대치를 상회할 전망

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,213.3	6,203.0	0.2	6,969.5	6,644.9	4.9
영업이익	318.3	321.5	-1.0	379.9	365.0	4.1
세전이익	313.7	298.0	5.3	374.4	342.0	9.5
순이익	220.6	214.3	2.9	264.3	246.4	7.3
영업이익률(%)	5.1	5.2	-0.1p	5.5	5.5	0.0p
세전이익률(%)	5.0	4.8	0.2p	5.4	5.1	0.2p
순이익률(%)	3.6	3.5	0.1p	3.8	3.7	0.1p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 다만, 18년 미국 매출정체 국면을 반영해 EPS 추정치는 기존 대비 조정

(십억원)	2017P	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,684.7	6,213.3	6,969.5
매출액 - 기존 추정	5,777.6	6,575.5	7,107.9
% change	-1.6%	-5.5%	-1.9%
영업이익 - 신규 추정	83.5	318.3	379.9
영업이익 - 기존 추정	106.4	341.1	387.8
% change	-21.5%	-6.7%	-2.1%
세전이익 - 신규 추정	19.4	313.7	374.4
세전이익 - 기존 추정	51.5	329.6	381.4
% change	-62.3%	-4.8%	-1.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	6.3	220.6	264.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	25.5	229.8	268.9
% change	-75.4%	-4.0%	-1.7%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	669.0	23,486.9	28,140.0
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,719.1	24,472.7	28,628.3
% change	-75.4%	-4.0%	-1.7%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017P	2018E	2019E
매출액	1,430.4	1,393.3	1,350.9	1,510.1	1,472.3	1,584.8	1,512.7	1,643.6	5,684.7	6,213.3	6,969.5
(% YoY)	4.7	-3.2	-0.4	-11.3	2.9	13.7	12.0	8.8	-3.1	9.3	12.2
OP	60.4	55.3	-95.6	63.5	66.4	81.6	82.2	88.1	83.5	318.3	379.9
(% YoY)	7.9	-14.7	-227.6	-42.0	10.0	47.6	-186.0	38.8	-72.6	281.1	19.3
RP	47.8	49.7	-122.7	44.6	65.5	80.2	81.3	86.8	19.4	313.7	374.4
(% YoY)	-8.4	-5.0	-299.4	-60.6	36.8	61.3	-166.3	94.7	-93.0	1,515.5	19.3
NP	32.7	33.2	-95.0	35.3	45.6	56.4	57.4	61.2	6.3	220.6	264.3
(% YoY)	-17.6	-22.6	-324.1	-52.6	39.5	69.7	-160.5	73.1	-96.9	3,410.6	19.8
OP margin (%)	4.2	4.0	-7.1	4.2	4.5	5.1	5.4	5.4	1.5	5.1	5.5
RP margin (%)	3.3	3.6	-9.1	3.0	4.4	5.1	5.4	5.3	0.3	5.0	5.4
NP margin (%)	2.3	2.4	-7.0	2.3	3.1	3.6	3.8	3.7	0.1	3.6	3.8

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	5,299.2	5,866.4	5,684.7	6,213.3	6,969.5
매출액증가율 (%)	16.3	10.7	-3.1	9.3	12.2
매출원가	4,548.1	5,005.4	5,010.3	5,307.9	5,938.0
매출총이익	751.1	861.0	674.4	905.3	1,031.5
판매관리비	485.5	556.0	590.9	587.0	651.6
영업이익	265.6	305.0	83.5	318.3	379.9
영업이익률	5.0	5.2	1.5	5.1	5.5
금융손익	-46.4	-33.0	-41.8	-15.5	-12.5
종속/관계기업손익	-78.6	52.8	33.9	60.0	90.0
기타영업외손익	60.6	-45.8	-56.2	-49.1	-83.0
세전계속사업이익	201.2	279.1	19.4	313.7	374.4
법인세비용	71.6	69.0	-0.3	78.4	93.6
당기순이익	129.6	210.1	19.8	235.3	280.8
지배주주지분 순이익	125.8	199.5	6.3	220.6	264.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	217.6	350.2	543.0	459.6	501.4
당기순이익(손실)	201.2	279.1	15.0	235.3	280.8
유형자산상각비	197.7	200.8	210.0	219.9	228.7
무형자산상각비	27.0	27.8	32.7	40.5	47.3
운전자본의 증감	-2,155.3	-1,703.6	875.1	-496.3	-710.0
투자활동 현금흐름	-248.6	-366.2	-527.6	-445.2	-428.7
유형자산의증가(CAPEX)	-270.0	-336.5	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	75.0	22.7	-67.4	-54.5	-47.7
재무활동 현금흐름	71.1	3.9	-54.6	-1.2	-53.8
차입금의 증감	-612.4	-242.1	-105.6	4.1	5.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
현금의 증가(감소)	39.4	-15.1	-42.5	13.2	18.9
기초현금	160.4	199.8	184.7	142.1	155.3
기말현금	199.8	184.7	142.1	155.3	174.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	1,946.4	2,100.9	2,114.5	2,311.1	2,592.4
현금및현금성자산	199.8	184.7	142.1	155.3	174.2
매출채권	1,242.2	1,405.1	1,421.2	1,553.3	1,742.4
재고자산	321.2	336.4	341.1	372.8	418.2
비유동자산	2,213.4	2,363.5	2,515.0	2,663.4	2,800.9
유형자산	1,784.2	1,900.4	1,990.4	2,070.6	2,141.9
무형자산	157.1	196.6	258.9	313.4	361.1
투자자산	122.3	119.7	116.0	126.8	142.2
자산총계	4,159.8	4,464.4	4,629.5	4,974.5	5,393.3
유동부채	1,936.4	1,753.0	1,959.6	2,181.4	2,330.2
매입채무	963.0	1,051.2	1,018.6	1,113.3	1,248.8
단기차입금	192.4	165.4	132.4	133.7	136.4
유동성장기부채	472.4	141.1	282.1	285.0	287.8
비유동부채	857.7	1,196.3	1,244.9	1,142.3	1,194.8
사채	299.3	449.0	404.1	408.1	412.2
장기차입금	273.4	534.0	453.9	453.9	453.9
부채총계	2,794.1	2,949.3	3,204.5	3,323.7	3,525.1
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	564.2	790.1	1,007.5
비지배주주지분	230.6	217.3	217.3	217.3	217.3
자본총계	1,365.8	1,515.1	1,425.0	1,650.9	1,868.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	564,258	624,652	605,308	661,590	742,117
EPS(지배주주)	13,395	21,243	669	23,487	28,140
CFPS	21,272	19,662	15,133	16,540	18,553
EBITDAPS	52,212	56,818	34,732	61,618	69,837
BPS	145,426	161,323	151,732	175,786	198,934
DPS	4,800	5,000	1,000	6,750	6,750
배당수익률(%)	1.7	1.7	0.3	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	13.5	427.5	12.2	10.2
PCR	7.7	6.3	10.8	5.6	5.0
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	2.0	1.8	1.9	1.6	1.4
EBITDA	490.3	533.6	326.2	578.7	655.9
EV/EBITDA	7.5	7.1	11.5	6.5	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	13.9	0.4	14.3	15.0
EBITDA 이익률	2.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	204.6	194.7	224.9	201.3	188.7
금융비용부담률	7.3	6.5	6.0	5.6	5.0
이자보상배율(x)	0.7	0.8	0.2	0.9	1.1
매출채권회전율(x)	4.7	4.4	4.0	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	16.4	17.8	16.8	17.4	17.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 이용하시는분은 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	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 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)	
2016.04.07	기업브리프	Hold	170,000	김준성	-6.5	7.1	
2016.04.29	기업브리프	Hold	170,000	김준성	7.3	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	-10.3	-8.0	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	365,000	김준성	-18.1	-7.0	
2018.02.07	기업브리프	Buy	365,000	김준성	-	-	