

만도 (204320)

1분기는 하회. 2분기 이후 증익 국면

주가는 추가 조정보다 현 수준 등락 예상

만도에 대한 투자 의견 Neutral을 유지한 가운데, 중국 사업의 둔화를 감안하여 적정 P/E를 하향하고(기존 15.3배→14.6배) 목표주가도 28만원으로 조정한다. 1분기 실적은 주요 고객사의 출하 부진과 원화 강세 등의 영향으로 기대치를 하회할 것이다. 다만, 2분기 이후로는 낮은 기저와 미국/유럽/인도 내 기수주분의 매출화 등으로 영업이익 기준 증익 국면에 진입하고, 중국 로컬OE 등 거래선의 확대와 ADAS 매출액의 고성장 등 중장기 성장 요인은 긍정적이다. 이를 감안할 때, 주가는 추가적인 조정보다 현 수준에서 등락을 보일 것으로 예상된다. 현재 주가는 2018년 기준 P/E 12배 대로 동종업체 대비 30% 이상, 과거 평균 대비 20%의 Premium에서 거래 중이다. 한편, 2월 6일 이사회에서 결정한 1/5 주식분할(액면가 5,000원→1,000원)은 3월 30일 주주총회를 통과할 경우 진행되는데, 5월 2일부터 4일까지 3일간 매매거래가 정지된 후 5월 8일 신주권이 상장될 것이다.

1Q18 Preview: 영업이익률 4.0% 전망

1분기 실적은 시장 기대치를 다소 하회할 전망이다(영업이익 기준 -6%). 매출액/영업이익은 전년 동기 대비 각각 2%/7% 감소한 1,40조원/558억원(영업이익률 4.0%, -0.2%p (YoY))으로 전망한다. 실적이 하락하는 가장 큰 이유는 주요 고객사들의 중국/미국 출하가 예상보다 부진하기 때문이다. 미국에서는 시장수요 감소와 경쟁심화로 만도의 주요 고객사인 현대/기아/GM의 판매가 10%/2%/3% (YoY) 감소하고, 중국에서는 지리차의 판매는 30% (YoY) 증가하지만 현대/기아의 합산 판매는 경쟁심화의 영향으로 12% (YoY) 감소할 전망이다. 반면, 인도/유럽에서는 현대/기아의 출하증가와 신규 고객사의 영입 등으로 성장할 것이다. 1분기 영업이익률은 0.2%p (YoY) 하락하는데, 외환 축소로 인해 역 레버리지 효과와 더불어 전년 동기 대비 원화 강세로 수출 채산성이 하락하고, 상대적으로 마진이 좋은 중국 매출액이 하락하면서 Mix에 부정적이기 때문이다.

2018년 전망: 2분기 이후 증익 국면 진입

2018년 매출액/영업이익은 5%/226% 증가한 5.96조원/2,724억원(영업이익률 4.6%)으로 전망한다. 구체적으로 2분기 이후 낮은 기저와 고객사 회복으로 영업이익 기준으로 증익 국면으로 진입할 것이다. 중국에서는 3월 이후 낮은 기저와 신차 투입으로 현대/기아의 출하가 개선되는 가운데, 지리차는 Link&Co 브랜드 투입 등으로 양호한 성장세가 유지될 것이다. 미국에서는 상반기까지 부진하지만, 하반기부터는 현대/기아의 신형 산타페/투싼/K3 등 신차가 투입되고, GM의 신형 SUV 수주분이 매출화되면서 개선될 것이다. 인도에서는 현대/기아/스즈키 등의 출하가 증가하고, 유럽에서는 폭스바겐/BMW/볼보 등으로 납품이 증가할 전망이다. 장기 성장동력인 ADAS 매출액도 증가할 것이다. ADAS 매출액은 2017년 약 3,610억원 수준이었었는데, 2018년에는 신형 K9과 산타페 등에 AEB(Autonomous Emergency Braking)와 기타 시스템이 장착되면서 4,170억원(+16%)으로 늘어날 것이다. ADAS 부문만의 이익률도 4.3%에서 5.0% 수준에 근접할 전망이다.

Earnings Preview

Neutral

| TP(12M): 280,000원(하향) | CP(3월 22일): 239,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,496.02
52주 최고/최저(원)	339,500/221,000
시가총액(십억원)	2,249.2
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	9,391.4
60일 평균 거래량(천주)	78.2
60일 평균 거래대금(십억원)	20.1
18년 배당금(예상, 원)	4,100
18년 배당수익률(예상, %)	1.71
외국인지분율(%)	38.80
주요주주 지분율(%)	
한라홀딩스 외 11 인	30.30
국민연금	10.77
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.2) 1.3 (6.1)
상대	(6.4) (3.1) (18.4)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	6,075.4	6,513.1
영업이익(십억원)	293.0	335.6
순이익(십억원)	203.4	239.3
EPS(원)	20,662	24,082
BPS(원)	168,336	187,467

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,866.4	5,684.7	5,963.0	6,272.3	6,523.2
영업이익	십억원	305.0	83.5	272.4	300.3	323.4
세전이익	십억원	279.1	19.3	232.3	258.5	284.8
순이익	십억원	199.5	4.8	162.9	181.3	199.7
EPS	원	21,243	509	17,345	19,302	21,262
증감률	%	58.6	(97.6)	3,307.7	11.3	10.2
PER	배	11.04	605.78	13.81	12.41	11.26
PBR	배	1.50	2.14	1.49	1.36	1.24
EV/EBITDA	배	6.28	12.60	6.25	5.75	5.31
ROE	%	14.32	0.34	11.40	11.50	11.56
BPS	원	156,515	144,489	160,836	176,038	192,800
DPS	원	5,000	1,000	4,100	4,500	5,000



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하

02-3771-7794

asdfhijkl@hanafn.com

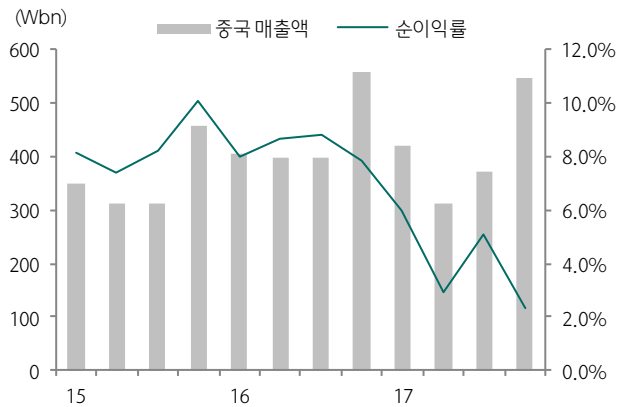
표 1. 만도 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17P	18F	19F
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,406	1,466	1,426	1,665	5,866	5,685	5,963	6,272
YoY	5	(3)	0	(11)	(2)	5	6	10	11	(3)	5	5
한국	766	803	779	817	781	827	763	883	3,150	3,165	3,254	3,351
중국	419	311	373	547	417	384	438	614	1,763	1,649	1,853	2,012
미국	276	264	205	199	220	238	236	238	1,131	944	932	979
기타	144	158	172	182	159	167	177	188	609	656	690	736
연결조정	(174)	(143)	(177)	(234)	(171)	(150)	(187)	(258)	(787)	(728)	(766)	(806)
영업이익	60	55	(96)	64	56	67	58	92	305	84	272	300
YoY	8	(15)	적전	(42)	(8)	22	흑전	44	15	(73)	226	10
영업이익률 (%)	4.2	4.0	(7.1)	4.2	4.0	4.6	4.0	5.5	5.2	1.5	4.6	4.8
세전이익	48	50	(123)	44	52	64	54	63	279	19	232	258
세전이익률 (%)	3.3	3.6	(9.1)	2.9	3.7	4.4	3.8	3.8	4.8	0.3	3.9	4.1
순이익	35	36	(92)	39	39	48	40	47	210	18	174	194
순이익률 (%)	2.5	2.6	(6.8)	2.6	2.8	3.3	2.8	2.8	3.6	0.3	2.9	3.1
지배주주순이익	33	33	(95)	34	37	45	38	44	199	5	163	181

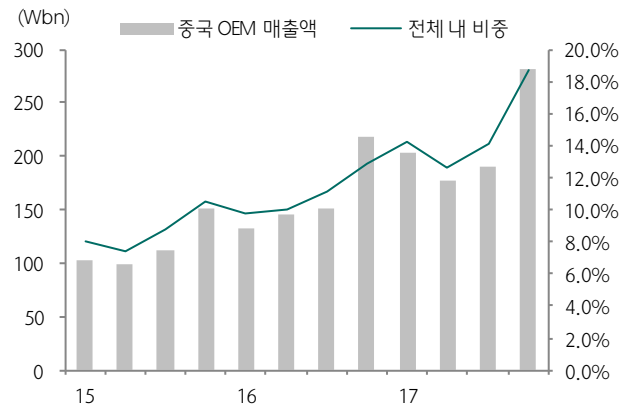
자료: 만도, 하나금융투자

그림 1. 중국 분기별 매출액과 순이익률 추이



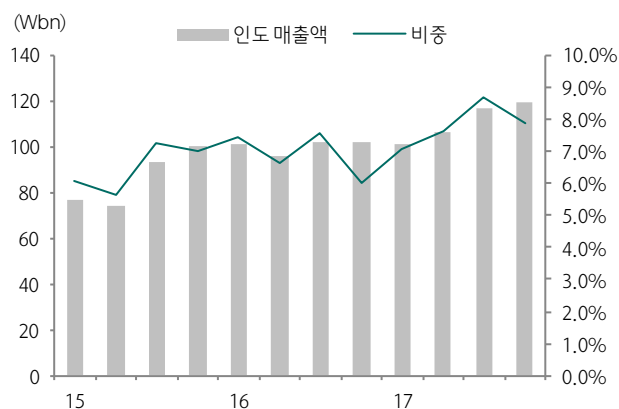
자료: 만도, 하나금융투자

그림 2. 중국 로컬 OEM 매출액과 비 중 추이



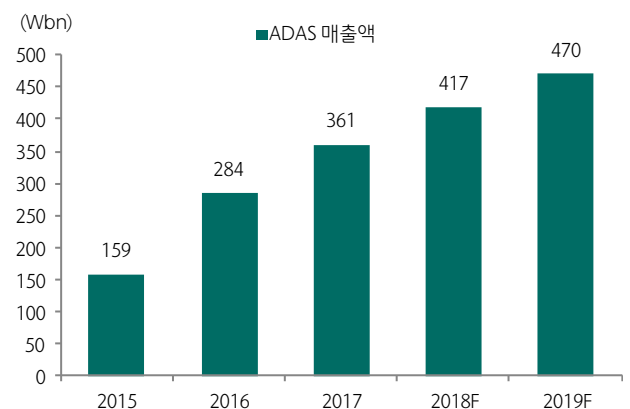
자료: 만도, 하나금융투자

그림 3. 인도 분기별 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

그림 4. ADAS 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

표 2. 주당 배당금과 기대 배당수익율 추이

구분	단위	14	15	16	17	18F	19F
지배주주 순이익	십억원	48	126	199	5	163	181
EPS	원	15,268	13,395	21,243	509	17,345	19,302
주당 배당금	원	2,000	4,800	5,000	1,000	4,100	4,500
배당성향	%	13	36	24	196	24	23
기대 배당수익률	%					1.7	1.9

자료: 만도, 하나금융투자

표3. 만도의 목표주가 산정

(단위: 배, 원)

구분	비중	적정 배수	적용 배수
ADAS	7%	30	2.1
중국 현대/기아/글로벌OE	15%	15	2.2
중국 로컬OE	16%	25	4.1
기타	62%	10	6.2
합산	100%		14.6
2018년 추정 EPS			19,302
목표주가			281,339
현재주가			239,500
상승여력			17%

주: 현재 주가는 3월 22일 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

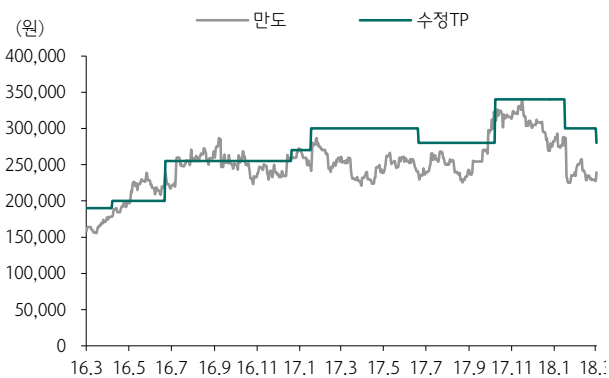
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,866.4	5,684.7	5,963.0	6,272.3	6,523.2
매출원가	5,005.4	5,012.2	5,075.4	5,332.4	5,534.6
매출총이익	861.0	672.5	887.6	939.9	988.6
판관비	556.0	589.0	615.3	639.6	665.2
영업이익	305.0	83.5	272.4	300.3	323.4
금융손익	(33.0)	(33.8)	(24.6)	(20.3)	(20.1)
중속/관계기업손익	5.3	3.3	4.9	5.1	6.1
기타영업외손익	1.8	(33.8)	(20.3)	(26.6)	(24.7)
세전이익	279.1	19.3	232.3	258.5	284.8
법인세	69.0	1.0	58.1	64.6	71.2
계속사업이익	210.1	18.3	174.2	193.9	213.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	210.1	18.3	174.2	193.9	213.6
비배주주지분	10.6	13.5	11.3	12.6	13.9
순이익					
지배주주순이익	199.5	4.8	162.9	181.3	199.7
지배주주지분포괄이익	197.5	(56.3)	212.5	236.5	260.5
NOPAT	229.6	79.1	204.3	225.2	242.6
EBITDA	533.6	328.6	524.5	553.7	577.8
성장성(%)					
매출액증가율	10.7	(3.1)	4.9	5.2	4.0
NOPAT증가율	34.2	(65.5)	158.3	10.2	7.7
EBITDA증가율	8.8	(38.4)	59.6	5.6	4.4
영업이익증가율	14.8	(72.6)	226.2	10.2	7.7
(지배주주)순이익증가율	58.6	(97.6)	3,293.8	11.3	10.1
EPS증가율	58.6	(97.6)	3,307.7	11.3	10.2
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	11.8	14.9	15.0	15.2
EBITDA이익률	9.1	5.8	8.8	8.8	8.9
영업이익률	5.2	1.5	4.6	4.8	5.0
계속사업이익률	3.6	0.3	2.9	3.1	3.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	21,243	509	17,345	19,302	21,262
BPS	156,515	144,489	160,836	176,038	192,800
CFPS	58,742	57,511	55,427	58,534	61,903
EBITDAPS	56,818	34,985	55,849	58,955	61,524
SPS	624,652	605,308	634,946	667,879	694,594
DPS	5,000	1,000	4,100	4,500	5,000
주가지표(배)					
PER	11.0	605.8	13.8	12.4	11.3
PBR	1.5	2.1	1.5	1.4	1.2
PCFR	4.0	5.4	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA	6.3	12.6	6.3	5.7	5.3
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
재무비율(%)					
ROE	14.3	0.3	11.4	11.5	11.6
ROA	4.6	0.1	3.6	3.9	4.2
ROIC	9.0	3.0	7.6	8.2	8.6
부채비율	194.7	215.2	189.1	170.5	154.6
순부채비율	72.4	83.7	60.8	49.0	38.0
이자보상배율(배)	8.0	2.4	8.1	10.1	12.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,100.9	2,021.1	2,156.0	2,229.4	2,335.1
금융자산	201.2	157.2	217.5	207.1	244.8
현금성자산	184.7	118.8	177.1	164.8	200.3
매출채권 등	1,427.7	1,444.5	1,506.4	1,584.6	1,648.0
재고자산	336.4	313.4	340.8	358.5	372.9
기타유동자산	135.6	106.0	91.3	79.2	69.4
비유동자산	2,363.5	2,430.0	2,403.3	2,457.2	2,511.2
투자자산	119.7	119.1	36.5	35.8	36.2
금융자산	61.9	59.1	36.5	35.8	36.2
유형자산	1,900.4	1,905.3	1,967.5	2,027.7	2,086.0
무형자산	196.6	222.7	216.4	210.9	206.1
기타비유동자산	146.8	182.9	182.9	182.8	182.9
자산총계	4,464.4	4,451.0	4,559.3	4,686.7	4,846.2
유동부채	1,753.0	1,953.6	2,000.5	2,045.2	2,083.7
금융부채	314.8	564.8	519.3	489.6	467.3
매입채무 등	1,339.4	1,280.1	1,373.9	1,445.1	1,502.9
기타유동부채	98.8	108.7	107.3	110.5	113.5
비유동부채	1,196.3	1,085.2	981.7	908.9	858.8
금융부채	983.5	775.1	656.3	567.2	500.4
기타비유동부채	212.8	310.1	325.4	341.7	358.4
부채총계	2,949.3	3,038.8	2,982.1	2,954.2	2,942.5
지배주주지분	1,464.7	1,351.8	1,505.2	1,648.0	1,805.5
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
자본조정	199.3	199.3	199.3	199.3	199.3
기타포괄이익누계액	(37.7)	(100.8)	(100.8)	(100.8)	(100.8)
이익잉여금	654.2	604.4	757.9	900.7	1,058.1
비배주주지분	50.4	60.5	71.9	84.5	98.3
자본총계	1,515.1	1,412.3	1,577.1	1,732.5	1,903.8
순금융부채	1,097.2	1,182.7	958.1	849.7	722.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	350.2	276.9	466.5	467.4	498.0
당기순이익	210.1	18.3	174.2	193.9	213.6
조정	310.5	452.1	259.2	266.5	275.0
감가상각비	228.6	245.0	252.1	253.4	254.4
외환거래손익	(3.8)	(2.3)	11.5	17.7	20.6
지분법손익	(13.6)	(3.3)	(4.9)	(5.1)	0.0
기타	99.3	212.7	0.5	0.5	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(170.4)	(193.5)	33.1	7.0	9.4
투자활동 현금흐름	(366.2)	(377.4)	(234.0)	(321.9)	(331.1)
투자자산감소(증가)	7.9	7.5	87.4	5.8	(0.4)
유형자산감소(증가)	(328.8)	(282.8)	(280.0)	(280.0)	(280.0)
기타	(45.3)	(102.1)	(41.4)	(47.7)	(50.7)
재무활동 현금흐름	3.9	41.0	(173.7)	(157.3)	(131.4)
금융부채증가(감소)	49.1	41.6	(164.3)	(118.8)	(89.1)
자본증가(감소)	(360.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	370.0	53.6	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(54.8)	(54.2)	(9.4)	(38.5)	(42.3)
현금의 증감	(15.1)	(65.9)	58.4	(12.4)	35.6
Unlevered CFO	551.7	540.1	520.5	549.7	581.4
Free Cash Flow	13.7	(8.8)	186.5	187.4	218.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

만도



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.3.23	Neutral	280,000		
18.2.6	Neutral	300,000		
17.10.29	BUY	340,000	-10.25%	-0.15%
17.7.11	BUY	280,000	-8.93%	15.36%
17.2.7	BUY	300,000	-16.20%	-4.50%
17.1.10	Neutral	270,000	-3.31%	0.93%
16.7.13	Neutral	255,000	-2.13%	12.55%
16.4.28	BUY	200,000	6.12%	19.50%
16.3.22	BUY	190,000	-12.14%	-6.05%
15.11.27	BUY	170,000	-5.91%	3.53%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	8.4%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2018년 3월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 3월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 3월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.