

**자동차부품**


02 3770 5587  
 jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>330,000원 (M)</b>
현재주가 (4/26)	<b>216,500원</b>
상승여력	<b>52%</b>

시가총액	20,332억원
총발행주식수	9,391,424주
60일 평균 거래대금	197억원
60일 평균 거래량	81,644주
52주 고	339,500원
52주 저	211,500원
외인지분율	37.91%
주요주주	한라홀딩스 외 9 인 30.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.9)	(21.3)	(9.6)
상대	(9.3)	(18.1)	(19.4)
절대(달러환산)	(7.9)	(22.5)	(5.9)

## 1Q18 Review: ADAS 성장성 유효

### 예상한 수준만큼 부진했던 1분기 실적

만도 1분기 매출·영업이익은 1.35조원(YoY-5.6%), 437억원(YoY-27.6%)으로 컨센서스를 -4.2%, /-21.0%를 하회하였다. 분기순이익은 266억원(YoY-25.6%, 컨센서스 대비 25.1% 하회)를 시현하였다. 실적 부진은 ① 현대차·한국GM 완성차업체 판매부진에 따른 매출감소 ② 원화강세에 따른 수익성 훼손, ③ 1·2월 THAAD 판매감소 영향 지속으로 중국지역 수익 감소 등으로 요약된다. 중국로컬업체 향 매출은 전년대비 13% 증가하며 안정적인 성장세를 지속하고 있으나, 국내지역 한국GM·이란수출 감소, 북미지역 GM 프로그램 종료 영향 등으로 매출이 역성장하였다. ADAS 매출은 934억원으로 전체 매출 대비 6.9%를 기록하였다.

### 2Q18 실적 턴어라운드 시작, 하반기 실적 개선 가속화

1분기 실적은 시장 기대치를 하회하였으나, 2분기 이후 실적 상향조정에 따라 연간 실적은 당사 기준 전망치를 무난하게 달성할 것으로 전망한다. 2분기 중국, 하반기 북미지역을 중심으로 실적이 개선될 전망이다. 1분기 중국공장가동률은 70% 중후반이나 3월부터 HMG 판매량 호조로 공장가동률이 80%대로 상승하였다. 2분기에도 신차효과 등으로 HMG 판매개선세가 지속될 전망으로 중국지역의 매출 및 수익성이 개선될 것으로 예상한다. 또한, GM 프로그램 종료 및 아웃소싱 방법변경으로 매출이 역성장한 북미지역도 하반기부터 GM 신규 프로그램으로 시작으로 상반기 매출감소를 회복하며 연간 기준으로 2017년과 유사한 수준의 매출을 시현할 것으로 전망된다.

### 싼타페를 통해 중장기 ADAS 성장성 검증

3월 출시된 신형싼타페 구매 고객의 약 70%가 ADAS 옵션(현대스마트 센서, 105만원)을 채택하고 있다. 시장기대치 대비 일반소비자의 부분자율주행 기능에 대한 수용도가 높은 것으로 해석된다. 2018년 이후 현대차그룹에서 출시되는 신형 차량의 경우 FCA 기본 장착에 따라 2020년 ADAS 채택률이 50%에 달할 것으로 기대하였다. 그러나 신형 차종 구매 고객들의 ADAS 옵션에 대한 높은 선호도를 고려시 ADAS 채택률은 기대 대비 보다 빠르게 확대될 것으로 전망한다. 특히, 2019년부터 현대차 세단 신차사이클 도래함에 따라 2020년 ADAS 채택률은 65%에 달할 것으로 기대한다. 또한, ADAS 제품군의 경우, 기존 부품 대비 마진이 높은 것으로 추정되어, ADAS 매출 확대와 더불어 수익성 개선이 함께 전개될 것으로 전망된다.

**Quarterly earning forecasts**

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,497	-5.6	-10.6	14,084	-4.2
영업이익	437	-27.6	-31.2	553	-21.0
세전계속사업이익	384	-19.8	-13.6	493	-22.2
지배순이익	248	-24.0	-26.6	355	-30.1
영업이익률 (%)	3.2	-1.0 %pt	-1.0 %pt	3.9	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-0.5 %pt	-0.4 %pt	2.5	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)**

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,664	56,847	59,489	64,090
영업이익	3,050	835	2,636	3,291
지배순이익	1,995	48	1,442	1,895
PER	10.0	519.9	14.1	10.7
PBR	1.4	1.8	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.9	11.4	6.3	5.4
ROE	14.3	0.3	10.1	12.0

자료: 유안타증권

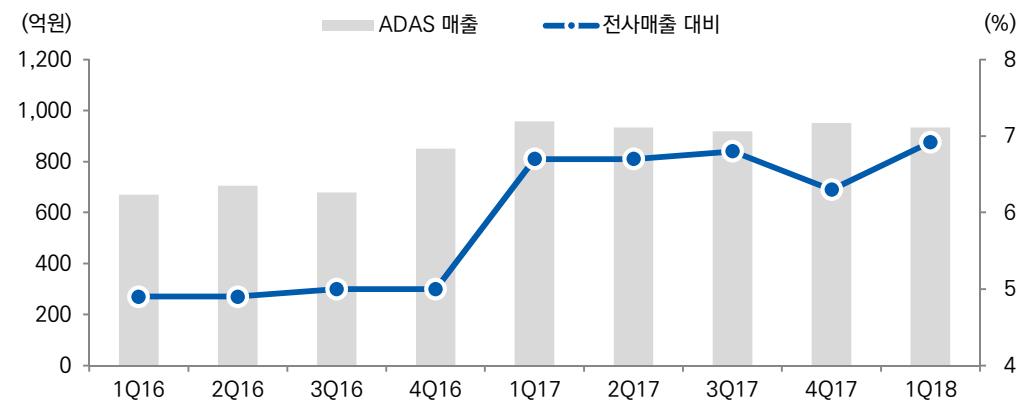
[표 1] 만도 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	14,304	13,933	13,509	15,101	13,497	15,410	14,857	15,726	56,847	59,489
YoY Growth(%)	4.7%	-3.2%	-0.4%	-11.3%	-5.6%	10.6%	10.0%	4.1%	-3.1%	4.6%
영업이익	604	553	-956	635	437	668	708	823	835	2,636
YoY Growth(%)	7.9%	-14.7%	적전	-42.0%	-27.6%	20.9%	흑전	29.6%	-72.6%	215.6%
영업외손익	-125	-55	-271	-28	-53	-173	-194	-157	355	-577
세전이익	478	497	-1,227	444	384	495	514	666	193	2,059
YoY Growth(%)	-8.4%	-5.0%	적전	-60.7%	-19.8%	-0.4%	흑전	49.9%	-93.1%	968.7%
당기순이익	352	360	-916	386	266	376	390	505	183	1,537
YoY Growth(%)	-14.9%	-20.4%	적전	-50.8%	-24.3%	4.2%	흑전	30.8%	-91.3%	742.0%
영업이익률	4.2%	4.0%	-7.1%	4.2%	3.2%	4.3%	4.8%	5.2%	1.5%	4.4%
YoY Change(%)	0.1%p	-0.5%p	-12.6%p	-2.2%	-1.0%	0.4%	11.8%	1.0%	-3.7%	3.0%
당기순이익률	2.5%	2.6%	-6.8%	2.6%	2.0%	2.4%	2.6%	3.2%	0.3%	2.6%
YoY Change(%)	-0.6%p	-0.6%p	-10.1%p	-2.0%	-0.5%	-0.1%	9.4%	0.7%	-3.3%	2.3%

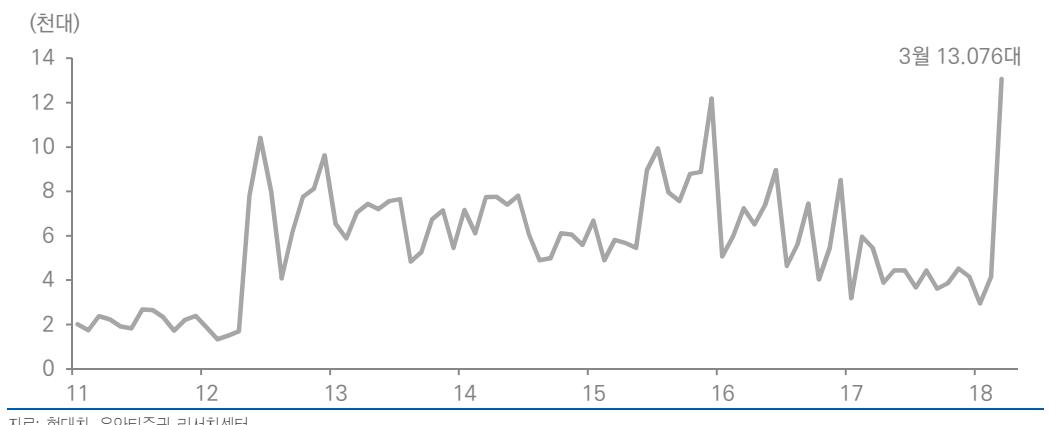
자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 만도 ADAS 매출액 및 전사매출 대비 비중 추이



자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 싼타페 국내판매량 추이



자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 쌍타페 ADAS 풀패키지 가격 및 주요 기능

구분	주요 기능
현대스마트센스 1,050,000원 <sup>ii</sup>	스마트 크루즈 컨트롤(Stop & Go 포함) 전방 차량 출발 알림 고속도로 주행 보조 후측방 충돌방지 보조 후측방 충돌 경고 후방 교차 충돌방지 보조 후방 교차 충돌 경고 안전 하차 보조 후석 승객 알림 전자식 파킹 브레이크(EPB : Auto Hold 기능 내장)

자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 현대차 신차 사이클별 출시 모델 현황: 2019년 세단 중심의 신차사이클 도래로 ADAS 채택률 확대 전망

	2004	2005	2006	2007	2008
Sedan	Sonata NF	Verna MC Grandeur TG	Avante HD	i30 FD	Genesis(BH)
SUV	Tucson(JM)	SantaFe(CM)	Veracruz EN		
	2009	2010	2011	2012	2013
Sedan	Sonata(YF) Equus(VI)	Avante(MD) Accent(RB) Grandeur HG	Veloster(FS)		G80
SUV	Tucson(LM)			SantaFe(DM)	
xEV			BlueOn		Grandeur HEV
	2014	2015	2016	2017	2018
Sedan	Sonata(LF)	Avante(AD) G90(HI)	i30(PD) Grandeur(IG)	G70	벨로스터
SUV		Tucson(TL)		코나	SantaF(TM)
xEV		Sonata PHEV	아이오닉 HEV/EV	아이오닉 PHEV	FCEV

자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

## 만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,664	56,847	59,489	64,090	68,660
매출원가	50,054	50,122	51,278	54,838	58,368
매출총이익	8,610	6,725	8,211	9,252	10,292
판관비	5,560	5,890	5,575	5,961	6,762
영업이익	3,050	835	2,636	3,291	3,530
EBITDA	5,336	3,286	5,242	6,012	6,350
영업외순익	-259	-643	-577	-635	-623
외환관련순익	69	-121	62	14	-7
이자순익	-325	-313	-447	-432	-426
관계기업관련순익	53	33	31	32	33
기타	-56	-241	-224	-249	-224
법인세비용차감전순이익	2,791	193	2,059	2,656	2,907
법인세비용	690	10	522	642	702
계속사업순이익	2,101	183	1,537	2,015	2,205
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,537	2,015	2,205
지배지분순이익	1,995	48	1,442	1,895	2,074
포괄순이익	2,072	-462	1,537	2,015	2,205
지배지분포괄이익	1,975	-563	1,874	2,457	2,689

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	21,009	20,211	23,484	24,380	25,914
현금및현금성자산	1,847	1,188	2,830	2,267	2,384
매출채권 및 기타채권	14,277	14,445	15,606	16,788	17,935
재고자산	3,364	3,134	3,604	3,882	4,152
비유동자산	23,635	24,300	25,421	26,131	26,842
유형자산	19,004	19,053	19,717	20,237	20,787
관계기업등 지분관련자산	577	600	600	600	600
기타투자자산	619	591	852	885	918
자산총계	44,644	44,510	48,906	50,511	52,756
유동부채	17,530	19,536	19,169	19,621	19,652
매입채무 및 기타채무	13,394	12,801	13,932	14,885	15,416
단기차입금	1,654	1,007	2,507	2,007	1,507
유동성장기부채	1,411	1,643	1,643	1,643	1,643
비유동부채	11,963	10,852	13,941	13,464	13,976
장기차입금	5,340	4,751	6,213	6,213	6,713
사채	4,490	2,992	4,592	4,092	4,092
부채총계	29,493	30,388	33,110	33,085	33,629
지배지분	14,647	13,517	15,096	16,606	18,177
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,542	6,044	7,392	8,903	10,474
비지배지분	504	605	700	820	951
자본총계	15,151	14,123	15,796	17,426	19,127
순차입금	10,889	11,827	11,749	11,312	11,195
총차입금	12,900	13,399	14,963	13,963	13,963

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,502	2,769	3,638	4,219	4,119
당기순이익	2,101	183	1,537	2,015	2,205
감가상각비	2,008	2,096	2,136	2,214	2,284
외환손익	-38	-23	-62	-14	7
종속,관계기업관련손익	-53	-33	-31	-32	-33
자산부채의 증감	-1,704	-1,935	-473	-484	-873
기타현금흐름	1,187	2,481	532	521	530
투자활동 현금흐름	-3,662	-3,774	-3,466	-3,398	-3,498
투자자산	110	-6	-6	-6	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,365	-2,857	-2,800	-2,734	-2,834
유형자산 감소	77	29	29	29	29
기타현금흐름	-484	-940	-689	-688	-687
재무활동 현금흐름	39	410	1,377	-1,768	-1,007
단기차입금	-134	-558	-1,498	-500	-500
사채 및 장기차입금	711	1,507	3,062	-500	500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-548	-542	-94	-384	-504
기타현금흐름	10	3	-94	-384	-504
연결범위변동 등 기타	-31	-64	94	384	504
현금의 증감	-151	-659	1,643	-563	117
기초 현금	1,998	1,847	1,188	2,830	2,267
기말 현금	1,847	1,188	2,830	2,267	2,384
NOPLAT	3,050	835	2,636	3,291	3,530
FCF	-487	-1,550	1,300	1,999	1,791

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

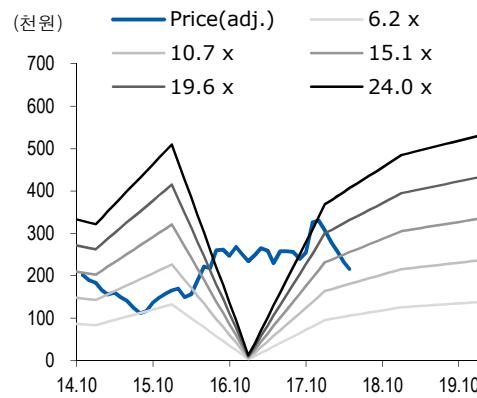
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	21,243	509	15,354	20,178	22,083
BPS	156,399	144,339	161,192	177,325	194,092
EBITDAPS	56,818	34,985	55,814	64,015	67,615
SPS	624,652	605,308	633,444	682,428	731,097
DPS	5,000	1,000	2,400	3,000	3,000
PER	10.0	519.9	14.1	10.7	9.8
PBR	1.4	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.9	11.4	6.3	5.4	5.1
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3

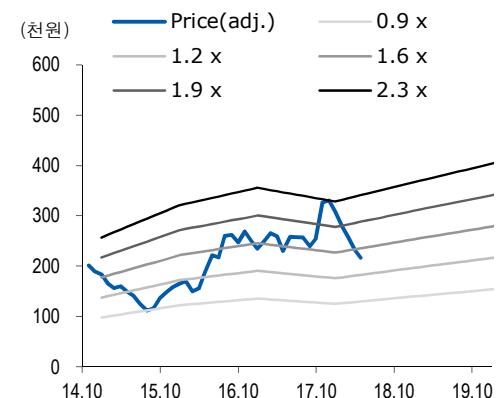
  

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.7	-3.1	4.6	7.7	7.1
영업이익 증가율 (%)	14.8	-72.6	215.6	24.9	7.2
지배순이익 증가율 (%)	58.6	-97.6	2,915.0	31.4	9.4
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.8	14.4	15.0
영업이익률 (%)	5.2	1.5	4.4	5.1	5.1
지배순이익률 (%)	3.4	0.1	2.4	3.0	3.0
EBITDA 마진 (%)	9.1	5.8	8.8	9.4	9.2
ROIC	9.3	3.1	7.4	8.9	9.1
ROA	4.6	0.1	3.1	3.8	4.0
ROE	14.3	0.3	10.1	12.0	11.9
부채비율 (%)	194.7	215.2	209.6	189.9	175.8
순차입금/자기자본 (%)	74.3	87.5	77.8	68.1	61.6
영업이익/금융비용 (배)	8.0	2.4	5.4	6.7	7.1

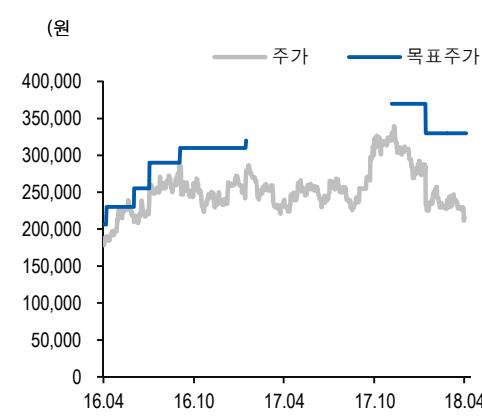
## P/E band chart



## P/B band chart



## 만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-04-27	BUY	330,000	1년			
2018-02-07	BUY	330,000	1년			
2017-11-30	BUY	370,000	1년	-19.84	-8.24	담당자변경
2017-02-08	BUY	320,000	1년	-18.65	2.03	
2016-09-28	BUY	310,000	1년	-19.43	-8.06	
2016-07-28	BUY	290,000	1년	-10.11	-1.03	
2016-06-27	BUY	255,000	1년	-13.32	-6.47	
2016-05-02	BUY	230,000	1년	-7.25	3.91	
2015-12-03	BUY	206,000	1년	-21.21	-8.50	

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.