2018/04/27

만도(204320)

자동차/타이어 고태봉
(2122-9214) coolbong@hi-ib.com
자동차/타이어 강동욱
(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

낮아진 기대치, 더 낮아진 1분기 실적

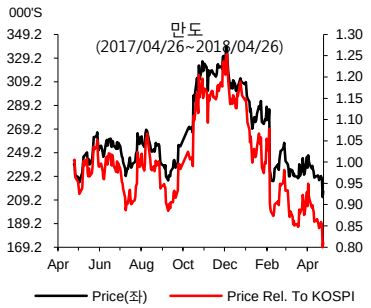
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	270,000원
종가(2018/04/26)	216,500원

Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	939만주
시가총액	2,033십억원
외국인지분율	37.5%
배당금(2017)	1,000원
EPS(2018E)	15,792원
BPS(2018E)	147,878원
ROE(2018E)	10.8%
52주 주가	211,500~339,500원
60일평균거래량	81,642주
60일평균거래대금	19.7십억원

Price Trend



■ 1Q18 Review – 낮아진 기대치, 영업이익률 3.2%

지난 4분기 실적발표 이후 연간 가이던스를 보수적으로 제시한 후 시장의 기대치가 많이 낮아진 상황이다. 현대, 기아차의 글로벌 생산량 감소와 중국에서의 수익성 하락, 미국 GM향 프로그램 축소 등도 부정적 영향을 끼쳤다. 납품처 다변화에도 불구, HMG의 부진을 극복하기 어려웠던 것으로 판단된다. 1분기 매출액은 전년동기비 5.6% 감소한 1.35조, 영업이익은 27.6% 감소한 437억원(OPM 3.2%)을 기록했다. 컨센서스 553억원, 우리 예상치 560억원(OPM 4.2%)도 하회한 수준이다. 부진의 원인으로는 ①수익의 최대원천인 중국에서 HMG가 30% 이상 하락하며 부진 영향을 받을 수 밖에 없었고, ②미국 GM의 승용 프로그램 축소 및 국내 한국GM 납품감소 영향, ③부진한 손익에서도 R&D 지출이 지속되며 상대적 부담이 커졌기 때문이다. 연간 OPM 가이던스 4.5%를 하회한 1분기 실적이었다.

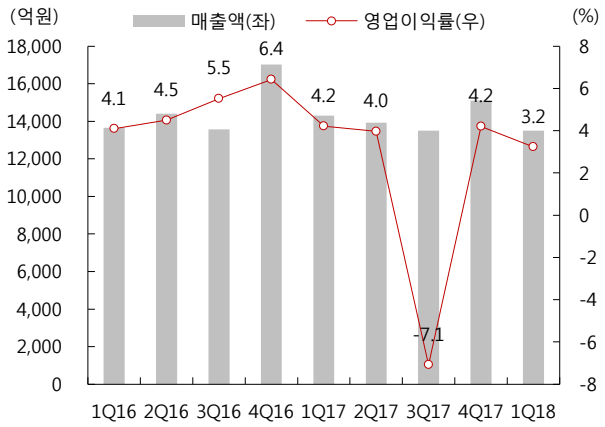
■ 2Q18 Preview – 중국 턴어라운드 기대감

2분기는 개선세를 기대한다. 이유는 ①수익의 대부분이 발생하는 중국에서 HMG의 턴어라운드 가능성이 매우 높고, ② 한국GM의 정상화가 예상되며. ③확실히 신차에 ADAS의 탑재율과 AEB 장착률이 높아질 수 밖에 없는 환경이고, 소비자들의 옵션선택율 역시 동반하여 높아지고 있다는 점 때문이다. 또 여전히 매출액 6조, 영업이익률 4.5%의 가이던스에 대한 자신감을 피력하고 있기도 하다. 우린 2분기 매출액을 전년동기비 3.6% 증가한 1.44조, 영업이익은 9.0% 증가한 602억원으로 전망한다.

■ 투자전략 – 낙폭 만회 요원, 목표가 27만원으로 하향

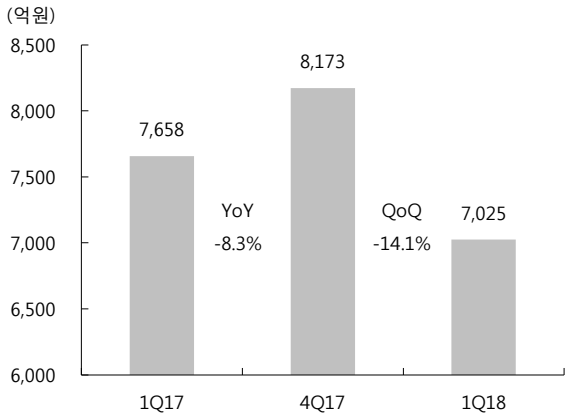
17년 4분기 실적발표시 보수적 가이던스로 주가가 큰 폭 하락을 보인 후 회복이 요원하다. 주가결정변수인 실적(E)과 주가배수(M)에서 긍정적인 변인을 찾아야 하는데, 완성차의 회복세가 더디다. 이미 미래에 선대응으로 M에서 높은 점수를 받은 터라, E에서 기대를 현실화시켜야 하는 부담이 남아있다. E에서의 회복이 우선, M에서 제자리를 찾는게 이후라는 생각이다. 연간 실적 조정에 따라 목표주가를 20% 하향한 27만원으로 조정한다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – 연간 가이던스 하회



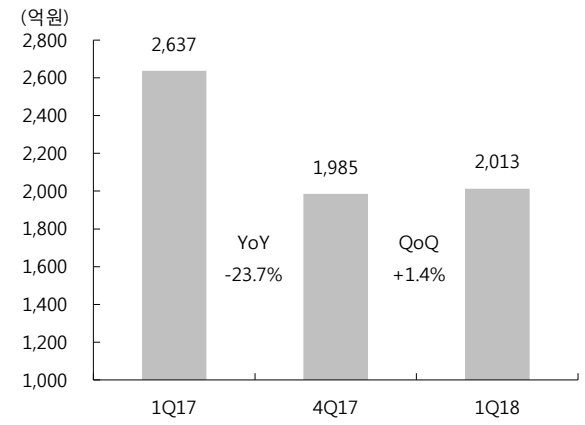
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 2> 국내 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



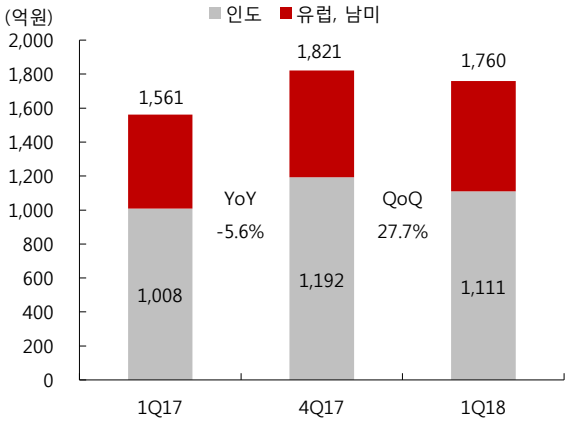
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 3> 북미지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



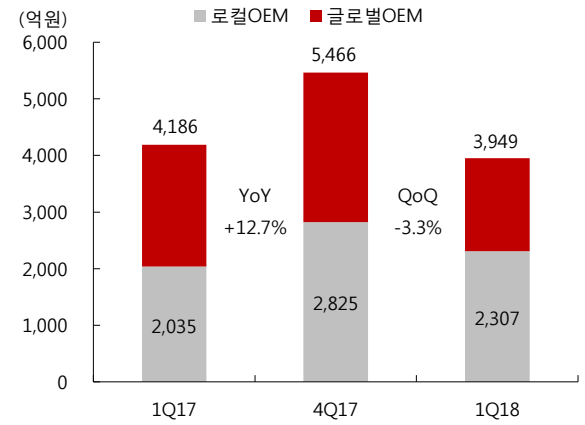
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 4> 기타지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



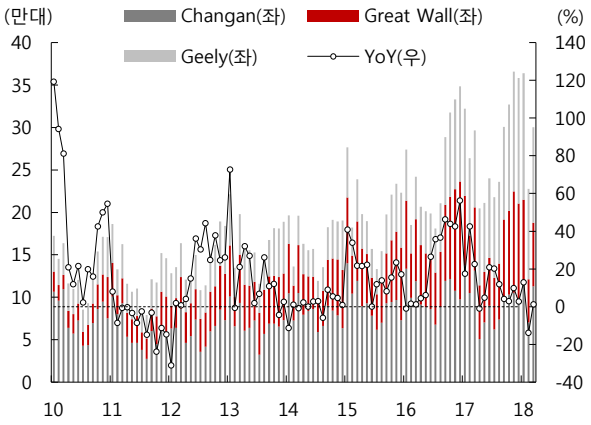
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 5> 중국지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



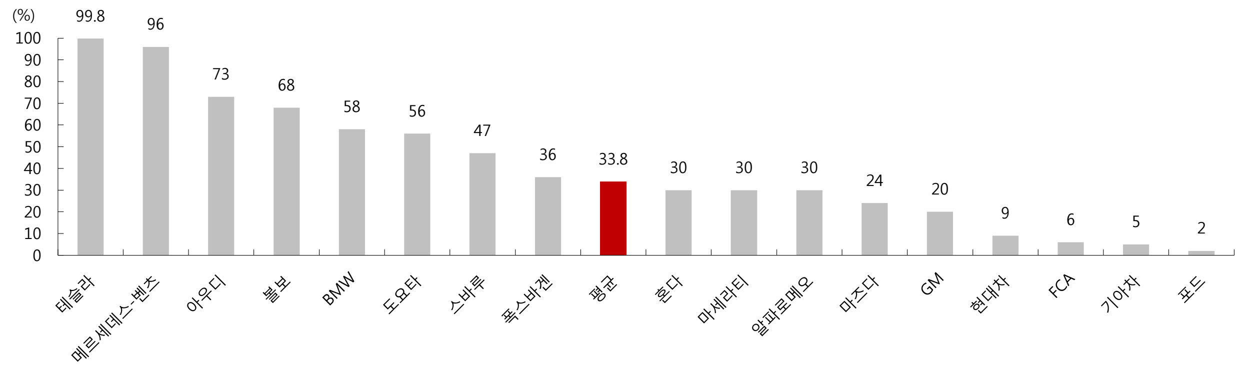
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 6> 중국 주요 로컬 고객사 판매 및 전년동기비 증감률



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 7> 2017 년형 기준 미국 내 주요 완성차업체 자동긴급제동장치(AEB) 보급률 – 신차에 AEB 장착률이 높아질 수 밖에 없는 환경



자료: NHTSA,IIHS, 하이투자증권

<표 1> 18 년 1 분기 실적 및 18 년 2 분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	2Q18E	YoY
매출액	14,304	13,931	13,509	15,103	13,497	-5.6%	-10.6%	14,429	3.6%
매출원가	12,273	11,966	12,799	13,084	11,748	-4.3%	-10.2%	12,409	3.7%
%	85.8	85.9	94.7	86.6	87.0	1.2%p	0.4%p	86.0	-0.6%p
판관비	1,427	1,413	1,667	1,384	1,312	-8.1%	-5.2%	1,418	0.4%
%	10.0	10.1	12.3	9.2	9.7	-0.3%p	0.6%p	9.8	0.7%p
영업이익	604	553	-956	635	437	-27.6%	-31.2%	602	9.0%
%	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	-1.0%p	-1.0%p	4.2	0.0%p
영업외이익	-125	-55	-271	-191	-53	적자지속	적자지속	-115	적자지속
%	-0.9	-0.4	-2.0	-1.3	-0.4	0.5%p	0.9%p	-0.8	0.5%p
세전이익	478	497	-1,227	444	384	-19.8%	-13.6%	487	-2.1%
%	3.3	3.6	-9.1	2.9	2.8	-0.5%p	-0.1%p	3.4	0.4%p
법인세	127	137	-312	58	117	-7.4%	102.4%	122	-11.0%
%	26.5	27.5	25.4	13.1	30.6	4.1%p	17.6%p	25.0	11.9%p
당기순이익	352	360	-916	386	266	-24.3%	-31.1%	365	1.3%
%	2.5	2.6	-6.8	2.6	2.0	-0.5%p	-0.6%p	2.5	0.0%p
지배주주	327	332	-950	338	248	-24.1%	-26.7%	360	8.3%
%	2.3	2.4	-7.0	2.2	1.8	-0.4%p	-0.4%p	2.5	0.3%p

자료: 만도, 하이투자증권

<표 2> 만도 주식분할 내용 및 일정, 목적

	구분		분할 전	분할 후
1. 주식분할 내용	1주당 가액(원)		5,000	1,000
	발행주식총수	보통주(주)	9,391,424	46,957,120
		종류주(주)	-	-
2. 주식분할 일정	구주권 제출기간	시작일	2018-04-02	
		종료일	2018-05-03	
	매매거래정지기간		**2018-05-02 ~ 2018-05-04 (3영업일)**	
	명의개서정지기간	시작일	2018-05-04	
		종료일	2018-05-13	
	신주권상장예정일		**2018-05-08**	
3. 주식분할목적			유통주식수 확대	

자료: 만도, 하이투자증권

질의응답

1. 생각했던 것보다 국내 매출이 부진하다. 한국GM, 이란향 매출은 예상하지 못했다. 연간으로 이란향 매출이 얼마나 영향 받을지 설명 부탁드린다.

→ 국내 매출의 경우 전년동기비 8% 부진했다. 한국GM의 경우 국내 매출의 7%, 연결 기준 3%를 차지하는 수준으로 영향은 제한적이다. 이란 매출은 17년 1분기에 16년 이란 제재 이슈가 해결되며 매출이 250억정도로 크게 나왔다. 이것이 역기저 효과로 작용하여 18년 1분기 매출 180억이 감소세가 커보이는 것이다. 금년 이란향 매출은 약 800억정도로 예상한다.

2. GM의 경우 북미에서 모델 조정을 하고 있는 상황이다. 하반기 신규 매출이 시작된다고 설명해주셨는데 SUV 수주가 있었는지 궁금하다.

→ 1분기 한국GM 영향을 받았으나 매출 비중이 크지 않아 영향은 제한적이었다. 상하이GM의 경우 1분기 매출은 10%정도 성장했다. 북미에서 GM의 소싱 방식이 브레이크 모듈 소싱에서 부품 소싱 방식으로 변화하면서 매출에 부정적으로 작용했다. GM에서 긍정적 요인은 하반기부터 최초로 LT(Light Truck)에 MoC(Motor on Caliper) 납품을 시작한다는 것이다. 북미는 LT가 수익성이 좋다. 하반기에 최초로 LT에 납품한다는 것이 의미있다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,021	2,112	2,239	2,241
현금 및 현금성자산	119	492	575	544
단기금융자산	38	39	40	40
매출채권	1,445	1,086	1,128	1,162
재고자산	313	413	431	444
비유동자산	2,430	2,469	2,506	2,541
유형자산	1,905	1,975	2,036	2,089
무형자산	223	187	158	133
자산총계	4,451	4,581	4,745	4,782
유동부채	1,954	1,993	2,041	2,025
매입채무	1,280	1,320	1,367	1,401
단기차입금	101	101	101	101
유동성장기부채	164	164	164	114
비유동부채	1,085	1,135	1,185	1,135
사채	299	299	299	149
장기차입금	475	525	575	675
부채총계	3,039	3,128	3,226	3,160
지배주주지분	1,352	1,389	1,452	1,552
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602
이익잉여금	604	706	834	998
기타자본항목	199	199	199	199
비지배주주지분	61	64	67	70
자본총계	1,412	1,453	1,519	1,622

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,685	5,901	6,164	6,348
증가율(%)	-3.1	3.8	4.5	3.0
매출원가	5,012	5,224	5,451	5,608
매출총이익	673	677	713	741
판매비와관리비	589	430	434	438
연구개발비	141	146	153	157
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	84	247	279	302
증가율(%)	-72.6	196.2	12.6	8.4
영업이익률(%)	1.5	4.2	4.5	4.8
이자수익	4	13	15	14
이자비용	35	37	38	35
지분법이익(손실)	3	4	6	6
기타영업외손익	-34	-15	-22	-19
세전계속사업이익	19	206	238	286
법인세비용	1	54	61	72
세전계속이익률(%)	0.3	3.5	3.9	4.5
당기순이익	18	152	177	215
순이익률(%)	0.3	2.6	2.9	3.4
지배주주귀속 순이익	5	148	175	211
기타포괄이익	-64	-64	-64	-64
총포괄이익	-46	88	113	150
지배주주귀속총포괄이익	5	148	175	211

현금흐름표 (단위:십억원)

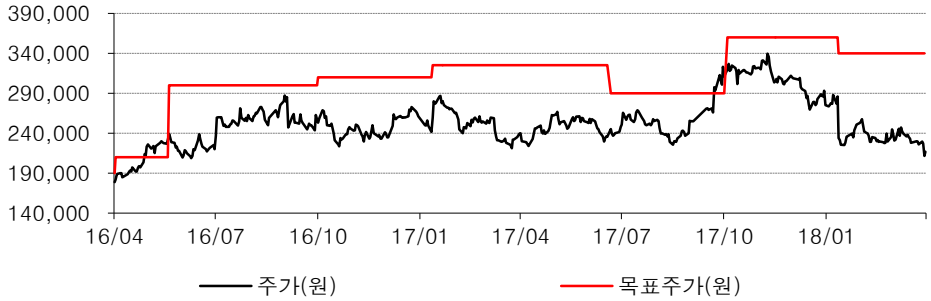
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	277	483	712	745
당기순이익	18	152	177	215
유형자산감가상각비	15	15	15	16
무형자산상각비	35	35	30	25
지분법관련손실(이익)	3	4	6	6
투자활동 현금흐름	-377	-292	-292	-292
유형자산의 처분(취득)	-286	-280	-280	-280
무형자산의 처분(취득)	-66	-	-	-
금융상품의 증감	-22	-1	0	0
재무활동 현금흐름	41	41	3	-147
단기금융부채의증감	-56	-	-	-
장기금융부채의증감	140	50	50	100
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-54	-9	-47	-47
현금및현금성자산의증감	-66	373	83	-31
기초현금및현금성자산	185	119	492	575
기말현금및현금성자산	119	492	575	544

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	509	15,792	18,589	22,515
BPS	143,931	147,878	154,622	165,291
CFPS	5,843	21,128	23,394	26,874
DPS	1,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	605.8	13.7	11.6	9.6
PBR	2.1	1.5	1.4	1.3
PCR	52.8	10.2	9.3	8.1
EV/EBITDA	28.3	8.7	7.9	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.3	10.8	12.3	14.1
EBITDA 이익률	2.4	5.0	5.3	5.4
부채비율	215.2	215.3	212.4	194.8
순부채비율	62.5	38.4	34.5	28.0
매출채권회전율(x)	4.0	4.7	5.6	5.5
재고자산회전율(x)	17.5	16.2	14.6	14.5

자료 : 만도, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(만도)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-15.5%	-5.7%
2018-02-07	Buy	340,000	1년	-31.0%	-24.3%
2018-04-27	Buy	270,000	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-mail등을 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 돕기 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(매 수): 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 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-