

만도(204320)

중국에 올고 옷고

1분기 중국 부진으로 컨센서스 21% 하회

중국 부진 당분간 지속, 단 핵심 투자포인트는 유지

목표주가 27만원으로 10% 하향

Facts: 1분기 컨센서스 21% 하회

만도 1분기 실적은 현대기아차 중국 판매부진으로 부진했다. 영업이익은 437억원으로(-27.6%, OPM 3.2%) 추정치와 컨센서스를 각각 14%, 21% 하회했다. 지역별 매출은 한국 -8.3%(이하 모두 YoY), 중국 -5.6%(글로벌OEM향 -23.7%(현대기아향 -30%), 로컬OEM향 +13.4%(길리향 +16%)), 미국 -23.7%, 그리고 기타 +12.2%(인도+10.2%)를 기록했다.

Pros & cons: 중국 부진 당분간 지속, 단 핵심 투자포인트는 유지

모든 한국 부품업체들이 중국에서 단가인하, 물량감소(로컬대체), 믹스악화(현대기아 가격인하)의 3중고를 당분간 겪을 전망이다(2018/2/20 ‘진화하는 북경기차, 변화하는 역학구도’ 참조). 단 만도의 3대 핵심 투자포인트인 운전보조장치 매출(ADAS, +12.9%), 중국 로컬 매출(+13.4%), 인도 매출(+10.2%)은 호조를 이어나갔다. 1분기 ADAS 매출비중은 7%까지 상승했으며(+1.1%p) 수익성도 연결OPM을 상회한 것으로 추정된다.

Action: 목표주가 27만원으로 10% 하향

만도의 목표주가를 27만원으로 10% 하향한다(PER 13x 2019F EPS). 성장률둔화, 이익률 하락, 그리고 경쟁심화를 반영해 목표 PER을 14배에서 13배로 낮췄고 2019년 순이익 전망도 6% 하향했다. 3대 핵심 투자포인트가 여전히 유효하기 때문에 매수의견을 유지한다. 하반기 미국 매출이 회복되면서 투자심리도 점차 안정화될 전망이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 270,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/26)	2,476
주가(4/26)	216,500
시가총액(십억원)	2,033
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	339,500/211,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,662
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.3/37.5
주요주주(%)	한라홀딩스 외 9 인
국민연금	30.3
	11.3

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	603.7	13.7	10.5
PBR(x)	2.1	1.5	1.6
ROE(%)	0.3	11.1	14.8
DY(%)	0.3	2.5	3.2
EV/EBITDA(x)	12.6	6.6	6.1
EPS(원)	511	15,812	20,691
BPS(원)	144,489	141,510	138,365

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.9)	(33.0)	(9.6)
KOSPI 대비(%p)	(9.5)	(32.8)	(21.7)

주가추이



자료: WISEfn

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

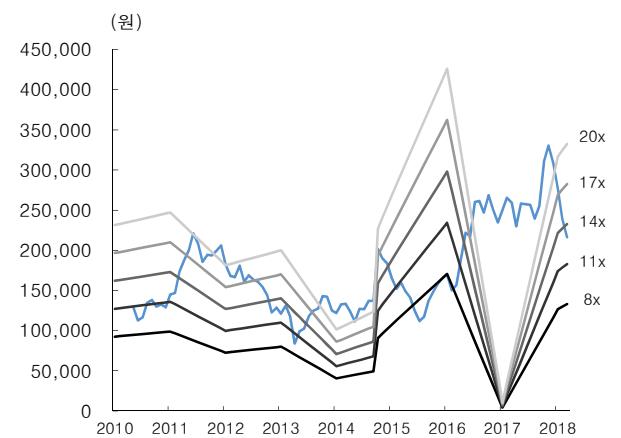
〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,350	(10.6)	(5.6)	1,408
영업이익	60	55	(96)	64	44	(31.2)	(27.6)	55
영업이익률	4.2	4.0	(7.1)	4.2	3.2	(1.0)	(1.0)	3.9
세전이익	48	50	(123)	45	38	(13.8)	(19.7)	49
순이익	33	33	(95)	35	25	(29.1)	(23.3)	36

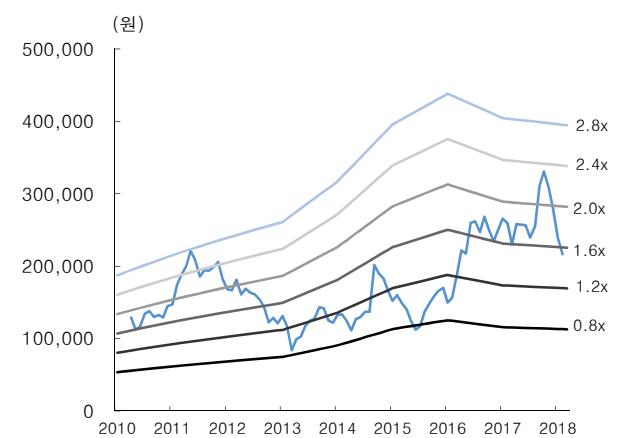
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 1분기 지역별 실적비교

(단위: 십억원, %, %p)

	총정	실제	차이
매출	한국	766	703
	중국	437	(9.6)
	미국	207	(2.6)
	기타	159	10.9

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 만도 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기준전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	5,892	6,530	5,750	6,378	(2.4)	(2.3)
영업이익	257	335	253	316	(1.4)	(5.6)
영업이익률	4.4	5.1	4.4	5.0	—	(0.2)
지분법이익	3	3	3	3	—	(2.4)
순이익	151	207	148	194	(2.2)	(6.5)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	한국	3,165	3,101	(2.0)
	중국	843	801	(5.0)
	미국	743	761	2.3
	기타	93	91	(1.8)
OP	한국	123	121	(1.6)
	중국	14	13	(4.6)
	미국	28	28	2.3
	기타	2.9	2.9	0.5
OPM	한국	6.6	6.6	4.1
	중국	1.6	1.7	0.8
	미국	3.7	3.7	—
	기타	3,165	3,101	(2.0)

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
실적													
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,350	1,400	1,392	1,609	5,299	5,866	5,685	5,750	6,378
영업이익	60	55	(96)	64	44	59	64	83	266	305	84	253	316
영업이익률	4.2	4.0	(7.1)	4.2	3.2	4.2	4.6	5.2	5.0	5.2	1.5	4.4	5.0
세전이익	48	50	(123)	45	38	47	52	72	201	279	19	207	269
순이익	33	33	(95)	35	25	33	37	51	126	199	6	148	194
YoY													
매출액	4.7	(3.2)	(0.4)	(11.3)	(5.6)	0.5	3.0	6.5	(0.5)	10.7	(3.1)	1.2	10.9
영업이익	7.9	(14.7)	적전	(42.0)	(27.6)	6.6	흑전	31.2	(9.2)	14.8	(72.6)	203.4	24.8
순이익	(17.6)	(22.6)	적전	(52.6)	(23.3)	0.5	흑전	43.4	(28.4)	58.6	(96.9)	2,256.8	30.9
지역별 매출 YoY													
한국	7.5	(0.4)	10.8	(13.8)	0.0	0.0	0.0	0.0	(7.5)	2.3	(0.7)	(2.0)	6.8
중국	3.3	(23.2)	(6.5)	(2.3)	(5.7)	32.3	13.8	9.4	11.9	23.5	(6.9)	10.9	17.7
글로벌 OEM 향	(20.9)	(47.3)	(26.7)	(22.5)	(5.6)	55.0	12.5	3.3	0.0	14.8	(28.7)	6.8	15.0
로컬 OEM 향	52.7	17.8	26.8	29.3	15.0	15.0	15.0	15.0	0.0	40.8	30.9	14.6	20.0
미국	4.7	(13.3)	(26.4)	(32.7)	(25.0)	(20.0)	0.0	0.0	0.6	10.3	(18.3)	(13.3)	2.0
기타	(3.9)	14.3	13.3	9.2	10.0	10.0	10.0	10.0	19.5	21.2	11.6	10.6	10.0
지역별 수익성													
한국	2.5	3.0	2.8	3.5	2.7	3.0	3.0	3.0	2.5	1.7	3.0	2.9	3.2
중국	9.5	6.5	7.5	4.5	4.8	6.0	7.0	8.0	11.5	11.9	6.8	6.6	7.5
미국	1.8	1.8	1.8	1.8	1.5	1.5	1.8	1.8	3.2	2.3	1.8	1.7	2.2
기타	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	0.9	3.7	3.7	3.7	3.7

주: 18년 1분기 이후 지역별 수익성은 당사 추정치

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

만도는 국내 최고 기술력을 보유한 자동차부품업체다. 만도는 1962년 설립되었으며 1993년 자체개발 ABS를 국내 최초로 생산했다. 그러나 한라그룹의 부도로 2000년 선세이지에게 인수되었으며 2008년 한라건설이 만도를 다시 인수했다. 글로벌 부품사 순위는 꾸준히 상승해 2015년 기준으로 45위다(vs 모비스 6위, 현대위아 29위). 국내공장 3개를 비롯해 중국, 인도, 브라질, 미국, 유럽 등지에 사업장을 가지고 있다. 이 중 중국은 매출의 38%, 영업이익의 71%를 차지하는 핵심 지역이다(2016년 3분기 기준)

- EPB(Electronic Parking Brake): 전자식 주차 시스템으로 정차 중 브레이크 페달을 밟고 있지 않아도 차량이 앞으로 나가지 않도록 주차 상태를 유지
- EPS(Electronic Power Steering): 전자식 파워스티어링으로 기존 유압식 스타어링 대신 전기모터가 조향력을 보조
- ABS(Anti-Lock Braking System): 잠김 방지 브레이크 시스템으로 급제동에 의한 타이어 잠김을 방지
- ESC(Electronic Stability Control): 유사시 브레이크/엔진을 제어해 위급한 상황에서 차량 자세를 안정적으로 유지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,101	2,021	2,044	2,267	2,461
현금성자산	185	119	120	133	145
매출채권및기타채권	1,428	1,445	1,461	1,621	1,759
재고자산	336	313	317	352	382
비유동자산	2,363	2,430	2,436	2,544	2,744
투자자산	120	119	120	134	145
유형자산	1,900	1,905	1,905	1,955	2,105
무형자산	197	223	225	250	271
자산총계	4,464	4,451	4,480	4,811	5,206
유동부채	1,753	1,954	1,943	2,095	2,296
매입채무및기타채무	1,339	1,280	1,295	1,436	1,559
단기차입금및단기사채	165	401	418	472	526
유동성장기부채	141	164	133	79	79
비유동부채	1,196	1,085	1,087	1,194	1,296
사채	449	299	219	264	309
장기차입금및금융부채	534	476	554	581	608
부채총계	2,949	3,039	3,030	3,289	3,591
지배주주지분	1,465	1,352	1,324	1,294	1,270
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
기타자본	199	199	199	199	199
이익잉여금	654	604	593	581	573
비지배주주지분	50	61	127	228	345
자본총계	1,515	1,412	1,451	1,522	1,615

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,866	5,685	5,750	6,378	6,923
매출원가	5,005	5,012	4,968	5,475	5,941
매출총이익	861	673	782	903	983
판매관리비	556	589	529	587	637
영업이익	305	84	253	316	346
금융수익	24	28	28	28	28
이자수익	5	4	4	4	5
금융비용	57	61	72	72	75
이자비용	38	35	36	36	39
기타영업외손익	2	(34)	(6)	(6)	(7)
관계기업관련손익	5	3	3	4	4
세전계속사업이익	279	19	207	269	296
법인세비용	69	1	11	14	16
연결당기순이익	210	18	154	202	222
지배주주지분순이익	199	5	148	194	213
기타포괄이익	(3)	(64)	(64)	(64)	(64)
총포괄이익	207	(46)	90	137	158
지배주주지분포괄이익	197	(56)	24	36	41
EBITDA	534	329	501	572	618

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	350	277	448	519	588
당기순이익	210	18	154	202	222
유형자산감가상각비	201	210	210	213	226
무형자산상각비	28	35	38	42	46
자산부채변동	(170)	(193)	(20)	(63)	(42)
기타	81	207	66	125	136
투자활동현금흐름	(366)	(377)	(266)	(363)	(474)
유형자산투자	(336)	(286)	(215)	(268)	(381)
유형자산매각	8	3	5	5	5
투자자산순증	23	(17)	(15)	(26)	(24)
무형자산순증	(70)	(66)	(41)	(67)	(67)
기타	9	(11)	0	(7)	(7)
재무활동현금흐름	4	41	(180)	(143)	(103)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	58	95	(15)	72	126
배당금지급	(55)	(54)	(9)	(52)	(66)
기타	1	0	(156)	(163)	(163)
기타현금흐름	(3)	(6)	0	0	0
현금의증가	(15)	(66)	1	13	11

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	21,303	511	15,812	20,691	22,768
BPS	156,515	144,489	141,510	138,365	135,784
DPS	5,000	1,000	5,500	7,000	7,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.7	(3.1)	1.2	10.9	8.6
영업이익증가율	14.8	(72.6)	203.4	24.8	9.3
순이익증가율	58.6	(97.6)	2,996.0	30.9	10.0
EPS증가율	58.6	(97.6)	2,994.2	30.9	10.0
EBITDA증가율	8.8	(38.4)	52.6	14.0	8.1
수익성(%)					
영업이익률	5.2	1.5	4.4	5.0	5.0
순이익률	3.4	0.1	2.6	3.0	3.1
EBITDA Margin	9.1	5.8	8.7	9.0	8.9
ROA	4.9	0.4	3.5	4.3	4.4
ROE	14.3	0.3	11.1	14.8	16.6
배당수익률	2.1	0.3	2.5	3.2	3.2
배당성향	23.5	195.8	34.8	33.8	30.7
안정성					
순차입금(십억원)	1,097	1,183	1,165	1,219	1,330
차입금/자본총계비율(%)	85.7	94.9	91.3	91.7	94.2
Valuation(X)					
PER	11.0	603.7	13.7	10.5	9.5
PBR	1.5	2.1	1.5	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.3	12.6	6.6	6.1	6.0

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
만도(204320)	2016.04.13	매수	210,000원	-16.2	-15.0
	2016.04.28	매수	250,000원	-20.6	-9.6
	2016.05.30	매수	285,000원	-21.8	-16.1
	2016.07.28	매수	320,000원	-21.4	-10.3
	2017.07.28	1년경과		-21.7	-15.3
	2017.10.17	매수	350,000원	-14.5	-3.0
	2018.02.19	매수	300,000원	-21.5	-14.2
	2018.04.26	매수	270,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 26일 현재 만도 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.