

# 만도 (204320)

## 1Q 부진. 2Q 이후 회복. 1/5 액면분할 예정

### 2Q 이후 개선 vs. P/E 12배 대의 Valuation

만도에 대한 투자자의견 Neutral을 유지한 가운데, 실적추정을 하향하면서 목표주가를 기존 28만원에서 25만원(목표 P/E 14.6배)으로 조정한다. 1분기 실적은 주요 고객사의 출하 부진과 환율 하락 등의 영향으로 기대치를 하회했다. 전년 2분기/3분기 각각 중국 내 고객사의 출하급감과 통상임금 관련 일회성 비용이 있어 기저가 낮은 가운데, 중국 내 고객사의 출하 회복이 예상되기 때문에 금년 2분기/3분기 실적은 개선될 것이다. 미국에서는 2분기까지 부진하겠지만, 하반기 이후 신규 납품이 확대되면서 회복될 전망이다. 인도/중국에서는 현대차/지리차 등으로 높은 성장이 이어지고, 국내 ADAS 매출액의 성장세도 유지된다. 즉, 2분기 이후 실적은 개선되는 흐름일 것이다. 하지만, 이를 감안하여 추정된 실적을 기준으로 현재 P/E 12배 대라는 점에서 주가는 당분간 박스권 흐름을 보일 것으로 예상된다. 한편, 1/5 주식 액면분할은 5월 2일부터 4일까지 3일간 매매거래가 정지된 후 5월 8일 신주권이 상장되는 일정이다.

### 1Q18 Review: 영업이익률 3.2% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 하회했다(영업이익 기준 -21%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 6%/28% 감소한 1,353억/437억 원(영업이익률 3.2%, -1.0%p (YoY))을 기록했다. 주요 고객사들의 중국/미국 출하가 부진했기 때문이다. 한국 매출액은 완성차의 부분 파업과 한국GM의 생산차질 여파로 8% (YoY) 감소했고, 미국 매출액은 시장수요 감소와 경쟁심화로 현대/기아/GM의 출하가 부진하면서 27% (YoY) 감소했다. 중국 매출액은 6% (YoY) 감소했는데, 지리차(+16%) 등 중국 OEM향이 13% (YoY) 증가했지만 한국/글로벌 OEM향이 24% (YoY) 감소했기 때문이다. 반면, 인도/유럽에서는 현대/기아의 출하증가와 신규 고객사의 영업 등으로 10%/49% (YoY) 성장했다. ADAS 매출액은 10% (YoY) 증가하면서 매출액 대비 비중이 7%로 상승했다. 신규 수주는 2,130억원이었고, 비현대 비중이 64%였고 ADAS 비중은 19%였다. 영업이익률은 1.0%p (YoY) 하락했는데, 외형 축소로 인해 역 레버리지 효과, 환율하락, Mix 부진, 그리고 연구개발비 증가(+0.5%p (YoY)) 등 때문이다.

### 컨퍼런스 콜의 주요 내용: 한국GM의 비중은 3%

회사 측은 북미 매출액이 GM의 소싱 방식 변경과 일부 모델형 납품 중단으로 부진했지만, 하반기부터 GM의 신규 모델 납품과 신규 고객 영입으로 개선되면서 연간으로는 전년 수준의 매출액을 기대 중이다. 인도 매출액은 현대/기아의 성장과 타OE 확대에 2020년 매출액 비중이 10%까지 상승할 것으로 기대하고 있다(vs. 현재 8%). 한국GM에 대한 의존도는 연결 매출액 중 3%, 한국 매출액의 7% 수준이고, 한국GM이 정상화되고 있어 출하부진 영향이 완화될 것으로 예상 중이다. 1분기 연구개발비가 증가한 것은 글로벌 OEM 대상으로 윈터 테스트를 실시한 영향이고, 차세대 제품에 대한 고객사들 반응은 긍정적이었다고 밝혔다. 자율주행 플랫폼을 시험 중이고, 관련 스타트업에 대한 투자 기회도 모색 중이라고 말했다.

### Earnings Review

**Neutral**

| TP(12M): 250,000원(하향) | CP(4월 26일): 216,500원

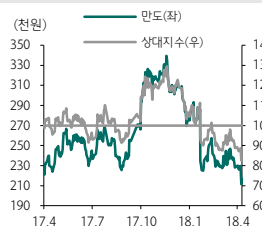
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,475.64
52주 최고/최저(원)	339,500/211,500
시가총액(십억원)	2,033.2
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	9,391.4
60일 평균 거래량(천주)	81.6
60일 평균 거래대금(십억원)	19.7
18년 배당금(예상, 원)	4,000
18년 배당수익률(예상, %)	1.85
외국인지분율(%)	37.91
주요주주 지분율(%)	
한라홀딩스 외 9인	30.30
국민연금	11.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.9) (33.0) (9.6)
상대	(9.3) (32.8) (19.4)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	6,021.3	6,439.9
영업이익(십억원)	282.8	329.8
순이익(십억원)	190.6	230.4
EPS(원)	19,553	23,361
BPS(원)	162,870	179,587

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,866.4	5,684.7	5,885.1	6,191.5	6,439.2
영업이익	십억원	305.0	83.5	270.1	298.5	321.4
세전이익	십억원	279.1	19.3	230.0	256.7	282.8
순이익	십억원	199.5	4.8	160.8	179.4	197.6
EPS	원	21,243	509	17,120	19,106	21,044
증감률	%	58.6	(97.6)	3,263.5	11.6	10.1
PER	배	11.04	605.78	12.65	11.33	10.29
PBR	배	1.50	2.14	1.35	1.23	1.13
EV/EBITDA	배	6.28	12.60	5.86	5.37	4.96
ROE	%	14.32	0.34	11.26	11.40	11.47
BPS	원	156,515	144,489	160,612	175,717	192,261
DPS	원	5,000	1,000	4,000	4,500	4,900



Analyst 송선재  
02-3771-7512  
sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하  
02-3771-7794  
asdfhjkl@hanafn.com

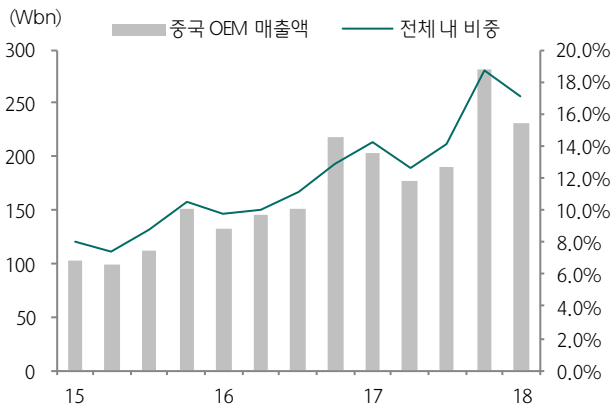
표 1. 만도 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F	19F
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,350	1,451	1,428	1,656	5,866	5,685	5,885	6,192
YoY	5	(3)	0	(11)	(6)	4	6	10	11	(3)	4	5
한국	766	803	779	817	703	827	763	875	3,150	3,165	3,167	3,262
중국	419	311	373	547	395	381	441	614	1,763	1,649	1,831	1,988
미국	276	264	205	199	201	225	236	238	1,131	944	900	945
기타	144	158	172	182	176	167	176	186	609	656	705	752
연결조정	(174)	(143)	(177)	(234)	(125)	(148)	(188)	(257)	(787)	(728)	(718)	(755)
영업이익	60	55	(96)	64	44	65	58	104	305	84	270	298
YoY	8	(15)	적전	(42)	(28)	17	흑전	63	15	(73)	223	11
영업이익률 (%)	4.2	4.0	(7.1)	4.2	3.2	4.5	4.1	6.3	5.2	1.5	4.6	4.8
세전이익	48	50	(123)	44	38	54	47	91	279	19	230	257
세전이익률 (%)	3.3	3.6	(9.1)	2.9	2.8	3.7	3.3	5.5	4.8	0.3	3.9	4.1
순이익	35	36	(92)	39	27	40	35	70	210	18	173	193
순이익률 (%)	2.5	2.6	(6.8)	2.6	2.0	2.8	2.5	4.2	3.6	0.3	2.9	3.1
지배주주순이익	33	33	(95)	34	25	38	33	65	199	5	161	179

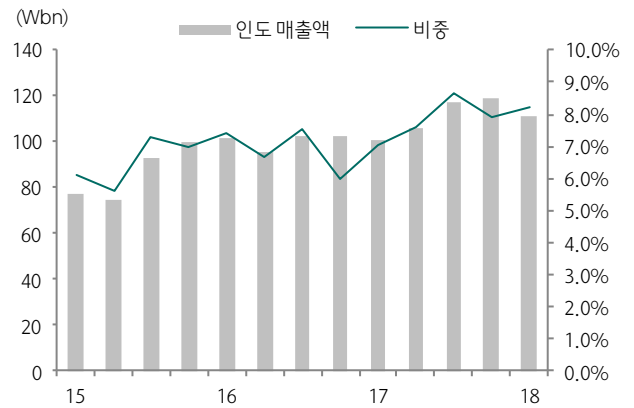
자료: 만도, 하나금융투자

그림 1. 중국 OEM 매출액 추이



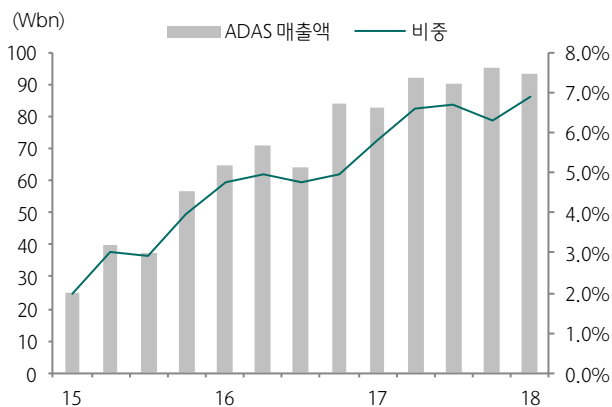
자료: 만도, 하나금융투자

그림 2. 인도법인 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

그림 3. ADAS 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

그림 4. 연도별 수주 추이



자료: 만도, 하나금융투자

## 만도 1Q18 실적 발표 컨퍼런스 콜

### 1. 실적

- 주요 고객사의 미국, 중국 판매 부진으로 기대치 하회. 주요 고객의 중국 부진으로 수익성 개선 쉽지 않았고, 북미 매출액 감소도 부정적이었음.
- 수익성에서 R&D 비용 증가도 영향. 매출액 대비 5.8%로 50bp 증가. 윈터 테스트 증가로 연구개발비 증가. 글로벌 OEM(12개사) 대상 스웨덴에서 윈터 테스트 연초 진행 중. 윈터 테스트 통해 차세대 제품 선보였고, 반응 좋았음.
- 수주 2.1조원. 고객 다변화 및 전장화 긍정적. 비현대 64%. ADAS 비중 19%. ADAS 매출액은 전년 동기대비 10% 증가. 연결 매출액 대비 7%. 수익성도 높아지고 있음. 현대기아의 AEB 기본 적용 확대 중. 금년 ADAS 실적 긍정적 예상
- 중국 로컬향 매출액 지속 증가 중. 전년 동기대비 13% 증가. 2017년 6월 양산 시작한 중경 공장 본격화되고 있음. 가동률 40% 수준. 8월 이후 80% 이상 가동률 예상. 장안기차 등 로컬 업체가 주요 고객사
- 2분기 미국 신규 업체에 납품 시작 예정. 폴란드에서 먼저 시작. 북미는 새로운 고객과 전기차 업체까지 고객 다변화 진행 중.
- 액면 분할로 유동성 증가 효과 기대
- 매출액은 기타 제외 감소. 한국은 현대기아의 매출액 유지에도 한국 GM과 이란 수출 물량 등 감소 영향. 한국 GM은 정상화 과정에 있음. 국내 매출의 약 7%. 중국 매출액은 현대기아 중국 판매 30% 하락. 중국 로컬향 매출액 13% 증가. 지리기차향은 16% 증가. 장성 등 다른 업체들도 2자릿수 성장. 고객 다변화로 주요 고객 부진 영향 최소화 중. 북미는 2017년 하반기부터 GM의 소싱 방식 변경 및 일부 세단 프로그램 중단으로 부진. GM의 신규 프로그램과 신규 업체향 공급이 본격화되는 하반기부터 매출액 늘어나면서, 금년 매출액 전년 수준 예상. 기타 지역은 인도 +10%, 유럽 +16%, 브라질 +14%로 전 지역 양호. 인도는 현대차 비중 82%로 감소해 추가 성장 기대 중. 2020년 이후 인도 매출액 비중 10% 이상 기대 중. 유럽은 유럽 프리미엄 업체들의 프로그램 본격화되는 하반기부터 성장 확대 기대.
- 영업외로는 이자손익은 전 분기 수준. 차입금은 평균 2.4%로 조달. 달러화에 대해 적극적인 헤지 전략 실시 중. 상대적으로 환율 변동 영향 적음. 지분법 손익은 4억원 증가. 터키 법인 실적 개선으로 3억원 증가. 가야바만도 브라질 합작법인은 5월말까지 지분 매각 예정
- 2018년 가이드는 기존과 동일. 매출액 6조원 영업이익률 4.9%. 1분기는 계절적 비수기이고, 만도의 원가 전략 2분기부터 본격화되면서 수익성 개선될 것. 1분기 내부 목표는 상회한 수준. 올해 CAPEX 효율성 노력 중. 컨벤셔널 생산 라인의 아웃소싱 적극 추진 중. FCF, ROIC 개선 노력 중. 차세대 샤시 제품, 스마트 글래스 등 개발 중. 제품 별 조직 변화 준비 중. 전사 조직 대상으로 조직 디자인 진행 중
- Hockey(만도 Active Safety Platform): 올해 캘리포니아에서 자율주행 운행 계획. HAD 2 시스템 개발 중(2019년까지). 센서 측면에서 코너 레이더 추가해 3개 종류 6개 레이더 활용. 360도 감지 가능 수준으로 개발 계획. HD Map, Lidar 등 기술 확보해 레벨 3~5 기술 경쟁력 확보 계획. 스타트업 투자 기회 모색 중. 2021년까지 HDP 출시 계획 중. 레벨 3이상의 자율주행 솔루션임. 자체 센서 기술 강화, 협업, 소프트웨어 내

재화로 경쟁력 강화 중

- X-by-wire 액츄에이터, 전기 변색 스마트 글래스(Leap High에 전략적 투자했음) 등  
신기술 개발 중

## 2. Q&A

문) 한국 부진했는데, 이란 쪽 부분에 대한 연간 전망은? GM의 모델 조정에 의한 영향  
가능성은?

답) GM은 국내 매출 기준 7%, 연결 기준 3% 비중.

이란 매출액이 2017년 1분기 일시적으로 큰 250억원 발생했음. 기고 효과 1분기 180  
억원 기록. 올해 이란향 매출액 800억원 예상 중.

상하이 GM 향 매출액은 1분기 10% 증가. 북미는 GM의 소싱 방식이 컴포넌트 방식으로  
바뀌면서 부정적. 하반기부터 최초로 트럭쪽에 모터온 캘리퍼 납품 시작.

## 주정 재무제표

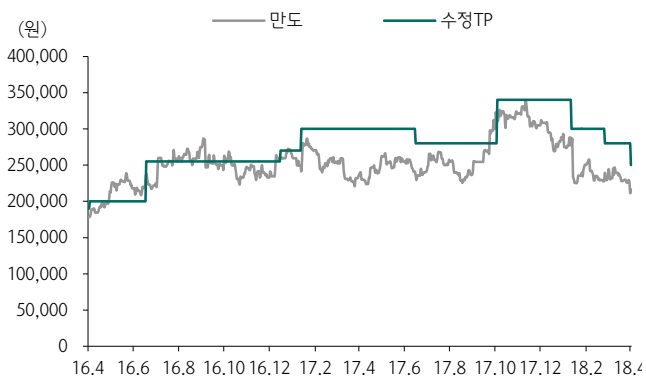
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,866.4	5,684.7	5,885.1	6,191.5	6,439.2
매출원가	5,005.4	5,012.2	5,018.2	5,273.3	5,473.2
매출총이익	861.0	672.5	866.9	918.2	966.0
판관비	556.0	589.0	596.8	619.8	644.6
영업이익	305.0	83.5	270.1	298.5	321.4
금융손익	(33.0)	(33.8)	(24.6)	(20.2)	(20.1)
중속/관계기업손익	5.3	3.3	4.9	5.1	6.1
기타영업외손익	1.8	(33.8)	(20.3)	(26.6)	(24.7)
세전이익	279.1	19.3	230.0	256.7	282.8
법인세	69.0	1.0	57.5	64.2	70.7
계속사업이익	210.1	18.3	172.5	192.5	212.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	210.1	18.3	172.5	192.5	212.1
비배주주지분	10.6	13.5	11.7	13.1	14.4
순이익	199.5	4.8	160.8	179.4	197.6
지배주주순이익	197.5	(56.3)	210.4	234.8	258.7
NOPAT	229.6	79.1	202.6	223.8	241.0
EBITDA	533.6	328.6	522.2	551.8	575.8
성장성(%)					
매출액증가율	10.7	(3.1)	3.5	5.2	4.0
NOPAT증가율	34.2	(65.5)	156.1	10.5	7.7
EBITDA증가율	8.8	(38.4)	58.9	5.7	4.3
영업이익증가율	14.8	(72.6)	223.5	10.5	7.7
(지배주주)순이익증가율	58.6	(97.6)	3,250.0	11.6	10.1
EPS증가율	58.6	(97.6)	3,263.5	11.6	10.1
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	11.8	14.7	14.8	15.0
EBITDA이익률	9.1	5.8	8.9	8.9	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	17,120	19,106	21,044
BPS	156,515	144,489	160,612	175,717	192,261
CFPS	58,742	57,511	55,184	58,337	61,685
EBITDAPS	56,818	34,985	55,606	58,758	61,306
SPS	624,652	605,308	626,650	659,274	685,645
DPS	5,000	1,000	4,000	4,500	4,900
주가지표(배)					
PER	11.0	605.8	12.6	11.3	10.3
PBR	1.5	2.1	1.3	1.2	1.1
PCFR	4.0	5.4	3.9	3.7	3.5
EV/EBITDA	6.3	12.6	5.9	5.4	5.0
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	14.3	0.3	11.3	11.4	11.5
ROA	4.6	0.1	3.6	3.9	4.2
ROIC	9.0	3.0	7.5	8.2	8.6
부채비율	194.7	215.2	188.1	169.6	153.8
순부채비율	72.4	83.7	60.6	48.9	37.9
이자보상배율(배)	8.0	2.4	8.1	10.0	11.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,100.9	2,021.1	2,135.3	2,207.7	2,311.1
금융자산	201.2	157.2	221.0	210.4	246.8
현금성자산	184.7	118.8	180.6	168.1	202.4
매출채권 등	1,427.7	1,444.5	1,486.8	1,564.2	1,626.7
재고자산	336.4	313.4	336.4	353.9	368.1
기타유동자산	135.6	106.0	91.1	79.2	69.5
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	4,538.6	4,664.9	4,822.2
유동부채	1,753.0	1,953.6	1,982.1	2,026.1	2,063.8
금융부채	314.8	564.8	519.3	489.6	467.3
매입채무 등	1,339.4	1,280.1	1,355.9	1,426.5	1,483.6
기타유동부채	98.8	108.7	106.9	110.0	112.9
비유동부채	1,196.3	1,085.2	981.2	908.4	858.2
금융부채	983.5	775.1	656.3	567.2	500.4
기타비유동부채	212.8	310.1	324.9	341.2	357.8
부채총계	2,949.3	3,038.8	2,963.2	2,934.5	2,922.0
지배주주지분	1,464.7	1,351.8	1,503.1	1,645.0	1,800.4
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	755.8	897.7	1,053.1
비배주주지분	50.4	60.5	72.3	85.4	99.8
자본총계	1,515.1	1,412.3	1,575.4	1,730.4	1,900.2
순금융부채	1,097.2	1,182.7	954.6	846.4	720.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	350.2	276.9	470.0	466.2	496.7
당기순이익	210.1	18.3	172.5	192.5	212.1
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)	38.3	7.2	9.6
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)	(156.4)	(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)	(37.6)	(42.3)
현금의 증감	(15.1)	(65.9)	61.9	(12.6)	34.3
Unlevered CFO	551.7	540.1	518.3	547.9	579.3
Free Cash Flow	13.7	(8.8)	190.0	186.2	216.7

## 투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 만도



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.27	Neutral	250,000		
18.3.23	Neutral	280,000		
18.2.6	Neutral	300,000	-20.76%	-4.67%
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%
16.4.6	BUY	190,000	-9.34%	-6.05%

## 투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 4월 27일

## 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 04월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 04월 27일 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.