

2018. 6. 28



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 60,000 원

현재주가 (6.27) 37,100 원

상승여력 61.7%

KOSPI 2,342.03pt

시가총액 17,421억원

발행주식수 4,696만주

유동주식비율 68.40%

외국인비중 32.92%

52주 최고/최저가 67,900원/36,500원

평균거래대금 169.5억원

## 주요주주(%)

한라홀딩스 외 11 인 30.30

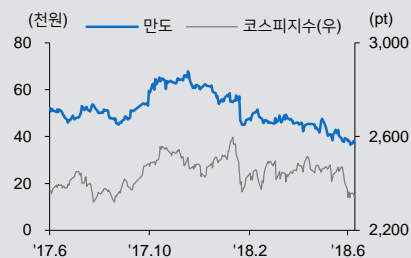
국민연금 11.34

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -8.2 -40.2 -26.5

상대주가 -3.5 -37.7 -25.0

## 주가그래프



## 만도 204320

## 2Q18 이후 계단식 실적 개선 전망

- ✓ 특정 외국인 주주의 급격한 이탈과 중국 단가인하 우려로 주가하락 국면 이어졌음
- ✓ 해당 주주 보유 지분 (3 월 기준 4%)을 고려했을 때 이제 오버행 이슈는 마무리 국면이라고 판단하며, 단가인하 압력에 대한 우려 역시 2Q18 시장기대치를 상회하는 분기실적 실현 (컨센서스 대비 영업이익 +7% 상회)을 통해 해소될 수 있다고 판단
- ✓ 향후 중국 판매회복, ADAS Mix 증가, GM 신규수주 매출인식 시작을 통해 계단식 분기실적 개선을 예상하며, 이에 근거한 점진적 기업가치 상승실현을 전망

## 외국인 지분의 급격한 이탈로 주가 오버행 이슈 발생

지난 5 월 이후 싱가포르 거점 자산운용사의 급격한 지분축소에 따른 오버행 이슈 발생으로 만도의 주가는 동기간 -18.2% 하락했다 (외국인 지분을 4.79% 감소). 이 같은 지분이탈 결정은 해당 기관의 섹터 담당자 변경과 더불어 중국시장에서의 부품업체 전방의 단가인하 및 실적악화 우려에서 근거했다고 판단된다.

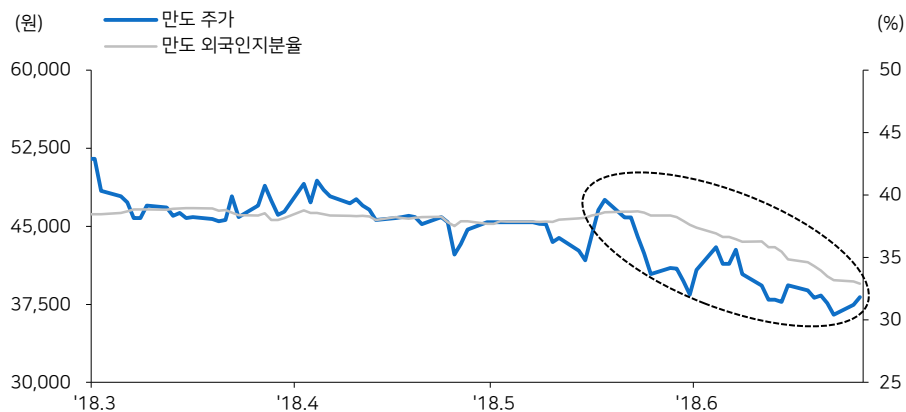
## 과도한 우려와 달리 중국 가동률과 ADAS 손익은 확대 방향성 지속

그러나 최근 동사에 대한 탐방 및 전후방 업체 크로스체크에서 실적 방향성 전환에 대한 근거들을 확인할 수 있었다. 먼저 중국은 현대/기아차 ex-factory 판매가 점진적 회복을 실현 중이다. 2Q18 판매는 29 만대 수준으로 +83% YoY, +18% QoQ 늘어날 예정이며, 신차투입/추가적인 소비심리 개선/성수기 진입을 누릴 3Q18 (+33% YoY, +24% QoQ) 4Q18 (+13% YoY, +39% QoQ)에도 증가세가 이어질 전망이다. ADAS 또한 올해 +10% 이상 매출성장을 이어가며 규모의 경제 확보에 따른 수익성 개선 (17 년 4.3% → 18 년 5.0% 이상)을 실현할 예정이며, 19 년에도 신형 소나타/제네시스에 대한 수주확보로 지속 성장의 가시성이 높아진 상황이다. 그 밖에 오는 9 월부터는 연간 2,000 억원 규모 매출이 발생할 GM 의 Gem Platform 발주가 시작되며 분기별 계단식 실적 상승에 기여할 전망이다.

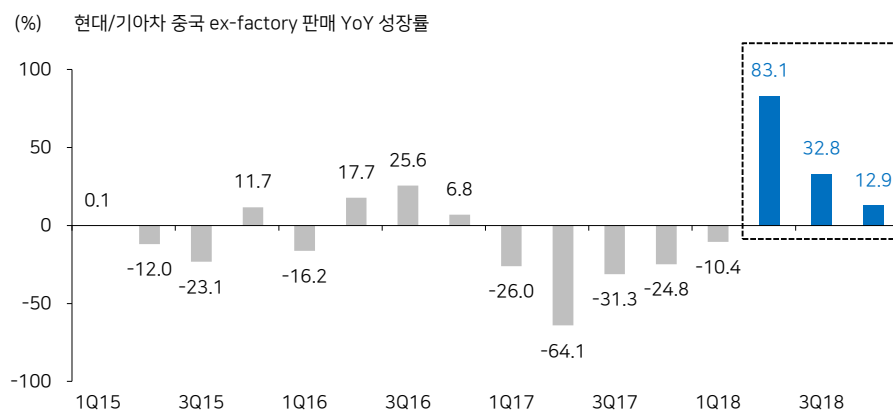
## 오버행 마무리와 실적개선 통한 단가인하 우려 해소로 주가반등 전망

향후 오버행 국면 마무리와 시장기대치를 상회하는 2Q18 실적 실현에 의한 단가인하 우려 축소를 통해 기업가치 반등을 전망한다. 또한 계단식 실적 개선 (영업이익 2Q18 657 억원, 3Q18 678 억원, 4Q18 869 억원)을 통해 그 같은 추이가 지속될 수 있다고 예상한다. 투자 의견 Buy, 적정주가 60,000 원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,866.4	305.0	199.5	4,249	-68.3	32,265	9.0	1.2	5.4	13.9	194.7
2017	5,684.7	83.5	4.8	102	-97.6	30,075	376.5	1.3	8.2	0.3	215.2
2018E	6,000.0	267.2	175.7	3,742	3,573.8	32,984	10.2	1.2	5.2	11.9	201.8
2019E	6,486.2	322.6	220.4	4,694	25.4	36,859	8.2	1.0	4.7	13.4	186.2
2020E	6,981.6	355.9	243.0	5,175	10.3	41,029	7.4	0.9	4.3	13.3	171.5

**그림1 주요 외국인 주주의 지분 이탈 오버행 이슈 발생으로 5월 이후 큰 폭의 주가조정 발생**



자료: 만도, 메리츠증권리서치센터

**그림2 17년 3월 이후 만도 실적부진의 주요 근거였던 현대/기아차 중국 생산 2Q18 이후 회복 시작**


자료: 만도, 메리츠증권리서치센터

그림3 18년 9월 이후 GM의 신규 플랫폼 매출 발생 (연간 기준 2,000억원 규모) 시작

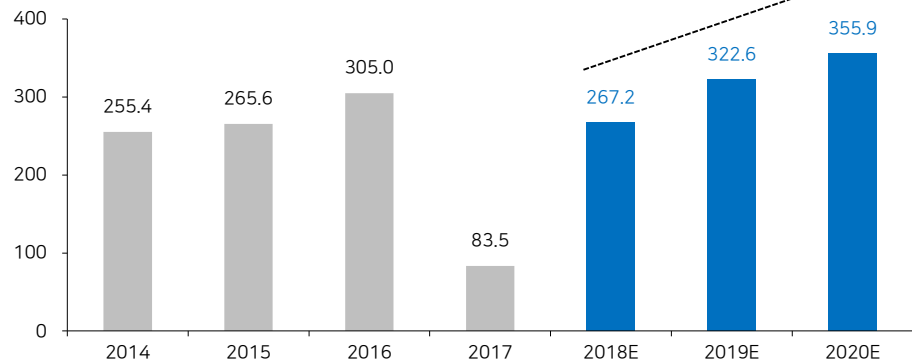
**GEM Program Overall Introduction**

	B-Segment Front Module				C-Segment Front Module				
	B-Short HB	B-Short NB	B-Long NB	C-Car	C-Car SW	C-CUV	B-SUVS	B-MPV7	C-MPV
<b>GM REPLACES</b>	 312k BR.MX "Only" 4문	No Entry	 386k BR.MX.IN "Prima" 3 SORP 4	 119k BR "Cobalt" 3 SORP 4	No Entry	No Entry	 178k BR.MX New Entry 3.4	 70k BR "Spin" 3.4	No Entry
<b>SGM REPLACES</b>	No Entry	 180k "Sail" 4	 220k "K210" 4	 180k "D15"	No Entry	 60k RV Replacement 4	 80k 4	No Entry	No Entry
	No Entry	No Entry	No Entry	 270k "K211"	 60k "K221"	No Entry	 80k 5	No Entry	 80k "K250" 5
<b>Total</b>	312k	180k	606k	569k	60k	60k	338k	70k	80k
WB	2551	2575	2811	2871	2871	TBD	2570-2581	2671	2800
Tire ODiameter	620	665	620	635	635	TBD	650	650	
Track Spurbreite	1495	1495	1505	1535	1535	TBD	1535	1535	1535
									1,065k not in China produced
									720k
									1,210k China produced
									490k
									2,275k

자료: GM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 판매회복, GM 신규 발주, ADAS 매출성장을 통해 지속적인 실적 개선 방향성 실현 전망

(십억원) 만도 연간 영업이익



자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표1 중국 판매개선과 ADAS Mix 강화로 시장기대치를 상회하는 분기실적 실현 전망**

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,496.7	1,393.3	7.4	1,346.2	11.2	1,468.2	1.9
영업이익	65.7	55.3	18.9	43.3	51.8	61.5	6.8
세전이익	59.4	49.7	19.5	38.0	56.5	54.5	9.0
지배순이익	43.0	33.2	29.5	22.9	87.5	39.9	7.9

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 중국 회복 지속, GM 신규 발주, ADAS 매출 증가로 18년/19년 기대치 부합 실적 전망**

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,000.0	5,933.2	1.1	6,486.2	6,408.3	1.2
영업이익	267.2	261.8	2.0	322.6	317.8	1.5
세전이익	244.7	230.7	6.1	305.2	286.5	6.5
순이익	175.7	164.6	6.7	220.4	206.0	7.0
영업이익률(%)	4.5	4.4	0.0p	5.0	5.0	0.0p
세전이익률(%)	4.1	3.9	0.2p	4.7	4.5	0.2p
순이익률(%)	2.9	2.8	0.2p	3.4	3.2	0.2p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 다만, 금융비용 및 지분법손익 추정치 조정을 반영해 세전이익 추정치 소폭 하향**

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,684.7	6,000.0	6,486.2
매출액 - 기존 추정	5,684.7	6,069.2	6,577.2
% change	0.0%	-1.1%	-1.4%
영업이익 - 신규 추정	83.5	267.2	322.6
영업이익 - 기존 추정	83.5	271.3	330.0
% change	0.0%	-1.5%	-2.2%
세전이익 - 신규 추정	19.3	244.7	305.2
세전이익 - 기존 추정	19.3	251.4	315.6
% change	0.0%	-2.7%	-3.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4.8	175.7	220.4
지배주주 순이익 - 기존 추정	4.8	180.7	228.2
% change	0.0%	-2.8%	-3.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	101.9	3,741.9	4,693.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	101.9	3,848.3	4,859.3
% change	0.0%	-2.8%	-3.4%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,430.4	1,393.3	1,350.9	1,510.1	1,346.2	1,496.7	1,481.6	1,672.1	5,684.7	6,000.0	6,486.2
(% YoY)	4.7	-3.2	-0.4	-11.3	-5.9	7.4	9.7	10.7	-3.1	5.5	8.1
OP	60.4	55.3	-95.6	63.5	43.3	65.7	67.8	86.9	83.5	267.2	322.6
(% YoY)	7.9	-14.7	적자전환	-42.0	-28.3	18.9	흑자전환	36.9	-72.6	219.8	20.8
RP	47.8	49.7	-122.7	44.4	38.0	59.4	60.7	83.2	19.3	244.7	305.2
(% YoY)	-8.4	-5.0	-299.4	-60.7	-20.7	19.5	-149.5	87.2	-93.1	1,170.2	24.7
NP	32.7	33.2	-95.0	33.8	22.9	43.0	44.0	60.8	4.8	175.7	220.4
(% YoY)	-17.6	-22.6	-324.1	-54.6	-29.8	29.5	-146.4	79.6	-97.6	3,573.8	25.4
OP margin (%)	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.4	4.6	5.2	1.5	4.5	5.0
RP margin (%)	3.3	3.6	-9.1	2.9	2.8	4.0	4.1	5.0	0.3	4.1	4.7
NP margin (%)	2.3	2.4	-7.0	2.2	1.7	2.9	3.0	3.6	0.1	2.9	3.4

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 Global ADAS Peers 평균 PER 12.5배를 적용 적정주가 60,000원 제시

적정 밸류에이션 PER (배, a)	12.7배
만도 1yr forward EPS (원, b)	3,742원
Fair Value (원, c = a x b)	59,613원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>60,000원</b>
현재 주가 (6월 27일 기준 증가)	37,100원
<b>괴리율 (%)</b>	<b>61.7%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 Global ADAS 관련 부품업체 Peer Valuation

Company Name	시가총액 (조원)	PER (배)		EPS Growth (%)		PBR (배)		ROE (%)		EV/EBITDA (배)	
		18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
AISIN SEIKI	15.1	9.9	8.9	7.0	8.3	1.0	0.9	10.4	10.5	4.2	3.8
AUTOLIV	14.3	22.3	17.6	11.4	20.5	2.9	2.6	14.1	18.3	9.3	7.9
CONTINENTAL	52.5	12.6	11.0	11.0	10.9	2.2	1.9	18.6	18.2	6.0	5.3
DELPHI	4.6	9.6	8.8	(3.7)	8.5	9.1	5.2	169.4	88.3	6.5	5.7
DENSO	43.0	14.0	12.8	(2.5)	9.1	1.1	1.0	8.5	8.8	5.7	5.2
GENTEX	7.2	14.0	13.1	31.2	7.4	3.2	2.7	23.2	23.5	8.6	7.7
HELLA	7.4	13.1	12.2	9.8	8.7	2.0	1.8	16.5	15.9	5.3	4.8
VALEO	15.5	12.3	10.1	0.6	15.6	2.3	2.0	20.2	20.2	5.6	4.8
WABCO HOLDINGS	7.1	15.7	14.1	12.5	9.2	4.8	4.3	33.0	30.7	9.7	9.0
HYUNDAI MOBIS	21.0	8.9	7.5	50.1	16.7	0.7	0.6	7.7	8.4	4.8	3.9
글로벌 Peer group 평균	17.2	12.7	11.4	11.0	10.6	2.3	2.1	18.4	18.6	6.4	5.6

주: 평균값은 최대치·최소치를 제외한 Trimmean을 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 만도 (204320)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,866.4	5,684.7	6,000.0	6,486.2	6,981.6
매출액증가율 (%)	10.7	-3.1	5.5	8.1	7.6
매출원가	5,005.4	5,012.2	5,163.7	5,552.2	5,969.2
매출총이익	861.0	672.5	836.3	934.0	1,012.3
판매관리비	556.0	589.0	569.1	611.4	656.4
영업이익	305.0	83.5	267.2	322.6	355.9
영업이익률	5.2	1.5	4.5	5.0	5.1
금융손익	-33.0	-33.8	-26.6	-25.9	-27.2
종속/관계기업손익	5.3	32.7	42.2	55.0	55.0
기타영업외손익	1.8	-63.2	-38.0	-46.5	-47.5
세전계속사업이익	279.1	19.3	244.7	305.2	336.2
법인세비용	69.0	1.0	61.1	76.3	84.0
당기순이익	210.1	18.3	183.6	228.9	252.1
지배주주지분 손이익	199.5	4.8	175.7	220.4	243.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	350.2	276.9	427.0	460.2	492.2
당기순이익(손실)	279.1	19.3	183.6	228.9	252.1
유형자산상각비	200.8	209.6	209.3	217.2	224.1
무형자산상각비	27.8	35.4	34.5	35.0	34.8
운전자본의 증감	-1,703.6	-1,934.9	-293.2	-452.1	-460.5
투자활동 현금흐름	-366.2	-377.4	-379.0	-409.8	-428.7
유형자산의증가(CAPEX)	-336.5	-285.7	-280.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	22.7	-17.1	-30.5	-30.0	-30.2
재무활동 현금흐름	3.9	41.0	-41.3	-40.2	-53.1
차입금의 증감	-242.1	-194.6	2.7	3.7	1.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
현금의 증가(감소)	-15.1	-65.9	6.6	10.2	10.3
기초현금	199.8	184.7	118.8	125.4	135.5
기말현금	184.7	118.8	125.4	135.5	145.9

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,100.9	2,021.1	2,133.2	2,306.0	2,482.1
현금및현금성자산	184.7	118.8	125.4	135.5	145.9
매출채권	1,405.1	1,418.1	1,496.8	1,618.1	1,741.6
재고자산	336.4	313.4	330.8	357.6	384.9
비유동자산	2,363.5	2,430.0	2,541.4	2,648.1	2,748.4
유형자산	1,900.4	1,905.3	1,976.0	2,038.8	2,094.7
무형자산	196.6	222.7	253.2	283.2	313.4
투자자산	119.7	119.1	125.7	135.9	146.2
자산총계	4,464.4	4,451.0	4,674.5	4,954.2	5,230.5
유동부채	1,753.0	1,953.6	2,027.8	2,105.2	2,167.5
매입채무	1,051.2	1,036.5	1,093.9	1,182.6	1,272.9
단기차입금	165.4	100.7	101.7	103.7	103.7
유동성장기부채	141.1	164.3	166.0	167.6	169.3
비유동부채	1,196.3	1,085.2	1,097.9	1,118.2	1,136.4
사채	449.0	299.2	302.1	305.2	306.7
장기차입금	534.0	475.1	475.1	475.1	475.1
부채총계	2,949.3	3,038.8	3,125.7	3,223.4	3,303.9
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	654.2	604.4	741.0	922.9	1,118.7
비지배주주지분	217.3	164.3	164.3	164.3	164.3
자본총계	1,515.1	1,412.3	1,548.9	1,730.8	1,926.6

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	124,930	121,062	127,777	138,131	148,679
EPS(지배주주)	4,249	102	3,742	4,694	5,175
CFPS	3,932	2,529	2,670	2,886	3,106
EBITDAPS	11,364	6,997	10,882	12,241	13,094
BPS	32,265	30,075	32,984	36,859	41,029
DPS	5,000	1,000	1,000	1,200	1,300
배당수익률(%)	13.0	2.6	2.6	3.1	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	9.0	376.5	10.2	8.2	7.4
PCR	4.2	7.2	4.3	3.8	3.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9
EBITDA	533.6	328.6	511.0	574.8	614.9
EV/EBITDA	5.4	8.2	5.2	4.7	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.9	0.3	11.9	13.4	13.3
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	194.7	215.2	201.8	186.2	171.5
금융비용부담률	6.5	6.2	5.9	5.5	5.1
이자보상배율(x)	0.8	0.2	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율(x)	4.4	4.0	4.1	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	17.8	17.5	18.6	18.8	18.8

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 6월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성,이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 만도 (204320) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.04	산업분석	Hold	190,000	김준성	17.0	25.5	
2016.07.28	기업브리프	Hold	190,000	김준성	31.5	51.1	
2016.10.04	기업브리프	Hold	220,000	김준성	15.3	20.0	
2016.10.28	기업브리프	Hold	220,000	김준성	14.3	22.0	
2016.11.16	산업분석	Hold	220,000	김준성	13.4	23.9	
2017.02.08	기업브리프	Trading Buy	280,000	김준성	-9.9	2.3	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	김준성	-4.8	2.5	
2017.06.13	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-16.0	-11.5	
2017.07.28	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-15.7	-8.6	
2017.10.11	산업분석	Buy	295,000	김준성	-13.7	9.5	
2017.10.30	기업브리프	Buy	355,000	김준성	-10.3	-8.0	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	365,000	김준성	-18.1	-7.0	
2018.02.07	기업브리프	Buy	365,000	김준성	-26.3	-7.0	
2018.04.16	산업분석	Buy	315,000	김준성	-28.7	-24.5	
2018.05.24	산업분석	Buy	63,000	김준성	-32.9	-24.5	
2018.06.28	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-	-	

\* 5월 8일 만도 1:5 액면분할 재상장