



2018/07/27

만도(204320)

납품처 다변화와 ADAS 기여도 확대

■ 2Q18 Review – 납품처 다변화와 ADAS 기여도 확대

만도의 2분기 매출액은 전년동기비 2.9% 증가한 1.43조, 영업이익은 20% 증가한 663억원을 기록했다. 2분기 영업이익률은 전년동기비 0.6%p 증가한 4.6% 수준이다. 1분기 3.2%까지 하락해 우려가 커으나 어느정도 회복됐다는 점에서 긍정적 평가가 가능하다. 매출증가의 원인은 납품처 다변화와 전장품의 확대를 통한 중국에서의 회복세 때문으로 판단된다. 신차나 F/L모델에 ADAS 장착률이 높아지면서 해당 매출액이 전년동기비 43%나 증가되었다. 이는 총매출액의 9.3%에 달하는 규모다. 또 중국에서 현대기아차의 생산량이 회복되면서 전년동기비 80%의 증가가 있었고, Geely 26%, Great wall 20% 등 중국 로컬업체도 23%나 증가한 영향이 커다. 중국에서의 회복세가 미국의 GM 프로그램 종료로 인한 (-)요인을 커버한 것이다. 1분기 대비 2분기 회복 탄력성이 커서 다행이다.

■ 3Q18 Preview – Big 2에서의 회복을 기다리며

상반기까지 현대기아차의 글로벌 가동률이 재고소진을 위해 낮게 유지되었으나, 목표한 재고수준까지 하락했기 때문에 신차투입과 더불어 회복될 것으로 기대된다. 특히 이번 신차들은 ADAS 기술이 대거 장착될 것으로 보여, 수익성 개선에도 일조할 것으로 보인다. 국내에선 개소세 인하, 중국에선 기저 효과, 미국에선 신차투입을 기대할 수 있다. 3분기에는 매출액 1.53조, 영업이익 720억원을 예상한다.

■ 투자전략 – 투자의견 Buy, 목표주가 51,000원으로 제시

THAAD로 인한 자동차 연관주의 큰 폭 하락에도 견디던 주가가 1분기 실적 부진, 중국에서의 단가인하설, 현대모비스의 공격적인 미래부품 내재화 계획, 무역확장법 232조 우려 등으로 하락했다. Earning 보다 Valuation에서 충격을 더 받았기 때문이다. 다행히 납품처 다변화와 중국에서의 기저효과, 신제품 믹스 확대 등으로 실적개선을 만들어냈다. Valuation에서의 급한 회복을 기대하기는 어렵지만, 실적회복이 먼저 나타나고 있다. 충분한 조정을 받았다고 판단된다. 투자의견 Buy, 목표주가는 12M Fwd EPS 3,792원에 글로벌 Peer 2018년 예상 PER 13.4배를 적용한 51,000원으로 제시한다.

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

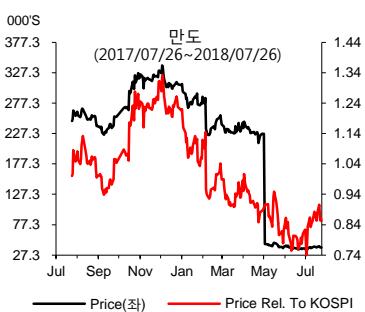
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	51,000원
종가(2018/07/26)	39,800원

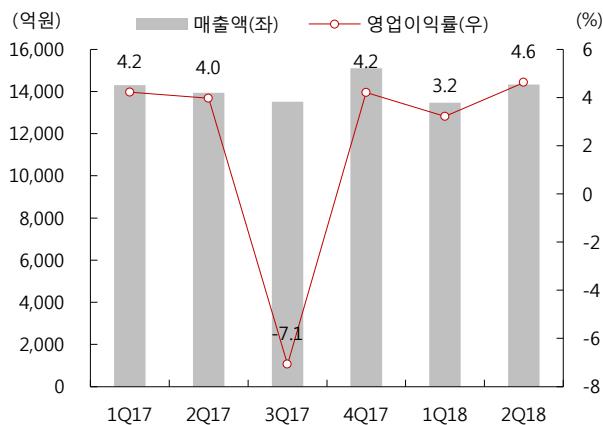
Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	4,696만주
시가총액	1,869십억원
외국인지분율	31.1%
배당금(2017)	1,000원
EPS(2018E)	3,269원
BPS(2018E)	29,885원
ROE(2018E)	11.1%
52주 주가	34,150~339,500원
60일평균거래량	419,564주
60일평균거래대금	17.4십억원

Price Trend

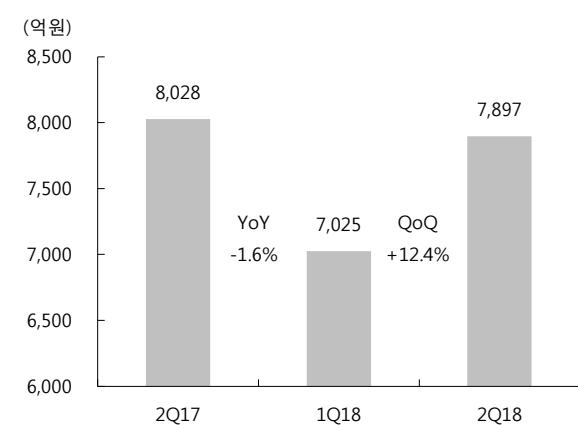


<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – 서서히 회복



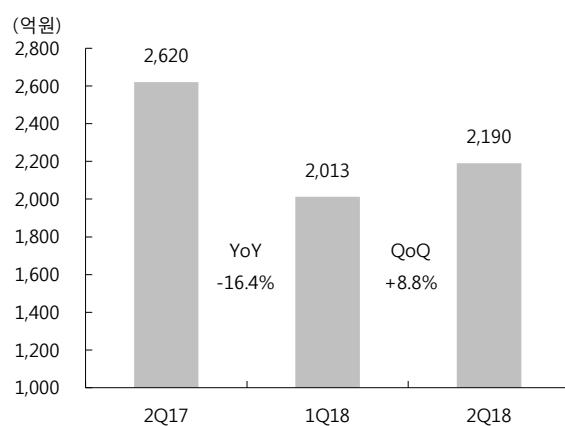
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 2> 국내 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



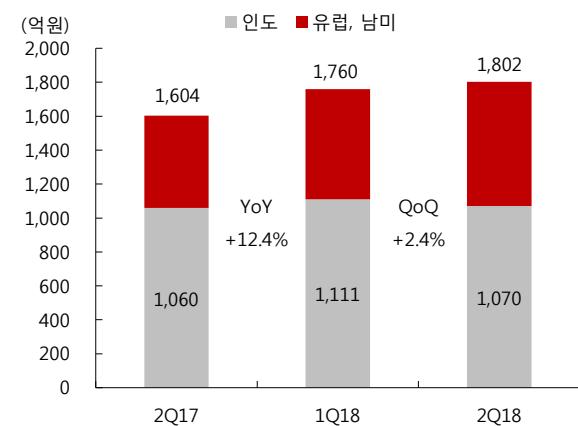
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 3> 북미지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



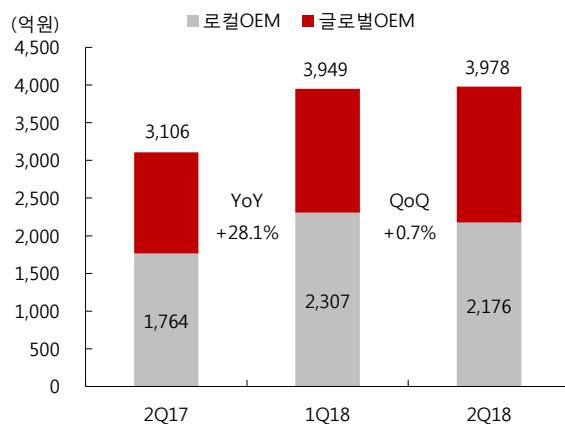
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 4> 기타지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



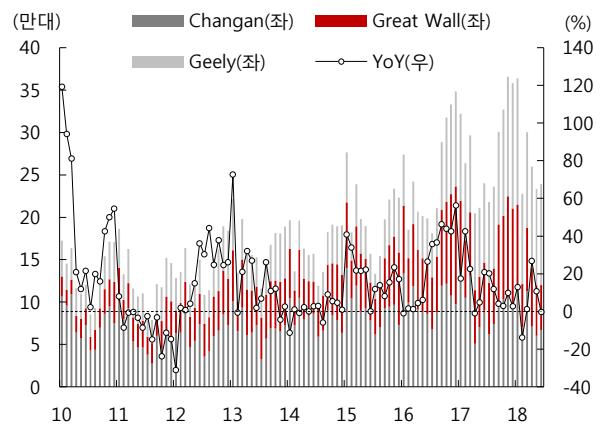
자료: 만도, 하이투자증권

<그림 5> 중국지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



자료: 만도, 하이투자증권

<그림 6> 중국 주요 로컬 고객사 판매 및 전년동기비 증감률



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<표 1> 18년 2분기 실적 및 18년 3분기 실적 전망

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	YoY	QoQ	3Q18E	YoY
매출액	13,931	13,509	15,103	13,462	14,334	2.9%	6.5%	15,290	13.2%
매출원가	11,966	12,799	13,084	11,804	12,441	4.0%	5.4%	12,935	1.1%
%	85.9	94.7	86.6	87.7	86.8	0.9%p	-0.9%p	84.6	-3.1%p
판관비	1,413	1,667	1,384	1,225	1,230	-12.9%	0.4%	1,634	-1.9%
%	10.1	12.3	9.2	9.1	8.6	-1.6%p	-0.5%p	10.7	1.6%p
영업이익	553	-956	635	433	663	20.0%	53.2%	720	흑자전환
%	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.6	0.7%p	1.4%p	4.7	1.5%p
영업외이익	-55	-271	-191	-53	-173	적자지속	적자지속	-92	적자지속
%	-0.4	-2.0	-1.3	-0.4	-1.2	-0.8%p	-0.8%p	-0.6	-0.2%p
세전이익	497	-1,227	444	380	490	-1.5%	29.0%	628	흑자전환
%	3.6	-9.1	2.9	2.8	3.4	-0.2%p	0.6%p	4.1	1.3%p
법인세	137	-312	58	133	99	-27.7%	-25.4%	170	흑자전환
%	27.5	25.4	13.1	34.9	20.2	-7.3%p	-14.7%p	27.0	-7.9%p
당기순이익	360	-916	386	247	391	8.4%	58.2%	459	흑자전환
%	2.6	-6.8	2.6	1.8	2.7	0.1%p	0.9%p	3.0	1.2%p
지배주주	332	-950	338	229	365	10.0%	59.3%	452	흑자전환
%	2.4	-7.0	2.2	1.7	2.5	0.2%p	0.8%p	3.0	1.3%p

자료: 만도, 하이투자증권

<표 2> 만도 Global Peer Group Valuation Table – 만도와 비슷한 사업을 영위하며 시스템 통합 능력을 갖춘 업체들로 선정

구분	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Denso	13.1	11.9	1.1	1.0	8.8	9.2	5.6	5.1
Continental	12.1	10.9	2.2	1.9	18.6	18.2	6.0	5.5
Valeo	104	9.0	2.0	1.8	19.8	20.1	5.0	4.4
Autoliv	13.5	11.5	2.5	2.1	17.9	22.5	7.1	6.2
Aptiv	17.7	16.1	6.0	4.9	44.1	41.7	11.7	10.9
평균	13.4	11.9	2.8	2.4	21.8	22.3	7.1	6.4

자료: Bloomberg, 하이투자증권

<표 3> 만도 목표주가 산정

구분	내용	비고
만도 12M Fwd EPS 추정치 (a)	3,792	
적정 Valuation PER (b)	13.4	Global Peer Group 2018년 예상 PER
적정주가 (a × b)	50,814	
목표주가	51,000	
현재주가 (7월 26일 종가)	39,800	
괴리율	28.1	

자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		2,021	2,229	2,422	2,721	매출액	5,685	5,993	6,269	6,455	
현금 및 현금성자산		119	244	357	595	증가율(%)	-3.1	5.4	4.6	3.0	
단기금융자산		38	49	62	79	매출원가	5,012	5,176	5,408	5,562	
매출채권		1,445	1,523	1,593	1,640	매출총이익	673	817	862	894	
재고자산		313	330	346	356	판매비와관리비	589	553	568	590	
비유동자산		2,430	2,434	2,446	2,458	연구개발비	141	148	155	160	
유형자산		1,905	1,945	1,987	2,022	기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산		223	183	150	123	기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계		4,451	4,662	4,868	5,179	영업이익	84	265	294	303	
유동부채		1,954	2,007	1,926	2,083	증가율(%)	-72.6	216.8	11.1	3.1	
매입채무		1,280	1,299	1,317	1,324	영업이익률(%)	1.5	4.4	4.7	4.7	
단기차입금		101	151	151	201	이자수익	4	7	10	17	
유동성장기부채		464	449	349	449	이자비용	35	39	41	47	
비유동부채		1,085	1,185	1,385	1,435	지분법이익(손실)	3	4	6	6	
사채		299	249	349	349	기타영업외손익	-34	-17	-16	-19	
장기차입금		475	625	725	775	세전계속사업이익	19	218	266	287	
부채총계		3,039	3,193	3,311	3,518	법인세비용	1	58	67	72	
지배주주지분		1,352	1,403	1,488	1,588	세전계속이익률(%)	0.3	3.6	4.2	4.4	
자본금		47	47	47	47	당기순이익	18	159	199	215	
자본잉여금		602	602	602	602	순이익률(%)	0.3	2.7	3.2	3.3	
이익잉여금		604	720	869	1,034	지배주주귀속 순이익	5	153	196	212	
기타자본항목		199	199	199	199	기타포괄이익	-64	-64	-64	-64	
비지배주주지분		61	66	69	72	총포괄이익	-46	95	134	151	
자본총계		1,412	1,470	1,557	1,661	지배주주귀속총포괄이익	5	153	196	212	

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		277	587	642	680	주당지표(원)					
당기순이익		18	159	199	215	EPS	509	3,269	4,166	4,515	
유형자산감가상각비		15	15	15	15	BPS	143,931	29,885	31,682	33,828	
무형자산상각비		35	40	33	27	CFPS	5,843	4,436	5,178	5,409	
지분법관련손실(이익)		3	4	6	6	DPS	1,000	800	1,000	1,000	
투자활동 현금흐름		-377	-272	-274	-278	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		-286	-250	-250	-250	PER	605.8	12.2	9.6	8.8	
무형자산의 처분(취득)		-66	-	-	-	PBR	2.1	1.3	1.3	1.2	
금융상품의 증감		-22	-10	-13	-17	PCR	52.8	9.0	7.7	7.4	
재무활동 현금흐름		41	126	63	153	EV/EBITDA	30.5	9.5	8.9	8.6	
단기금융부채의증감		-56	50	-	50	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		140	150	100	50	ROE	0.3	11.1	13.5	13.8	
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률	2.4	5.3	5.4	5.3	
배당금지급		-54	-9	-37	-47	부채비율	215.2	217.2	212.7	211.8	
현금및현금성자산의증감		-66	125	113	238	순부채비율	83.7	80.4	74.2	66.2	
기초현금및현금성자산		185	119	244	357	매출채권회전율(x)	4.0	4.0	4.0	4.0	
기말현금및현금성자산		119	244	357	595	재고자산회전율(x)	17.5	18.6	18.5	18.4	

자료 : 만도, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(만도)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리를 구성하는 지수	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-81.5%	-15.9%
2018-07-27(담당자변경)	Buy	51,000	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-mail 등을 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 : 강동욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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(매수): 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-