



하나금융그룹

2018년 7월 27일 | Equity Research

# 만도 (204320)

## 2Q 충족. ADAS 성장과 글로벌 OE로의 납품 주목

### 3Q 일시 둔화는 충분히 인지된 이슈

만도에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4.7만원을 유지한다. 2분기 실적은 중국 로컬 OE로의 납품과 ADAS 부문의 성장으로 시장 기대치를 충족했다. 3분기 실적에는 중국 내 한국 OE의 출하둔화가 영향을 주겠지만, 투자자들이 충분히 인지하고 있어 현재 주가에선 반영되어 있다는 판단이다. 3분기 이후 GM/포드/볼보/폭스바겐/BMW 등 글로벌 OE로의 납품 증가와 ADAS 부문의 고성장세에 주목할 필요가 있다. 만도는 한국 자동차부품 회사들 중에서 타OE 확장 및 미래 부품군에 대해 가장 잘 포지셔닝된 업체이다.

### 2Q18 실적 Review: 영업이익률 4.6% 기록

2분기 실적은 시장 기대치를 충족했다(영업이익 기준 +5%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 각각 3%/20% 증가한 1.43조원/663억원(영업이익률 4.6%, +0.6%p (YoY))을 기록했다. 한국/미국 법인의 매출액은 고객사 출하감소로 2%/17% (YoY) 감소했지만, 중국/기타 법인은 전년 동기의 낮은 기저와 신규 고객사의 영입 등으로 각각 28%/14% (YoY) 성장했다. 주목할 만한 점은 ADAS 매출액이 예상보다 좋았다는 것이다. ADAS 매출액은 44% (YoY) 증가한 1,330억원으로 사상 처음으로 분기 매출액이 1,000억원을 상회했다. 전체 매출액 대비 비중도 9.3%까지 높아졌다(vs. 최근 4개 분기 평균 6.6%). ADAS 채택비중이 큰 신형 싼타페가 출시되었고, 기존 모델들에서도 채택률이 높았던 영향이다. 영업이익률은 0.6%p (YoY) 상승했는데, 부정적 환율에도 불구하고, 마진이 좋은 중국 위주로 외형이 확대되면서 레버리지 효과가 발생한 덕분이다.

### 실적발표 컨퍼런스 콜의 주요 내용: 고객 다변화와 ADAS 성장세 유지

만도는 9월부터 GM에 ESC(Electronic Stability Control)를 납품하고, 포드의 글로벌 소형 세단/SUV 모델에는 스티어링(Steering) 부품을 신규로 공급한다. 10월부터는 볼보로 캘리퍼(Caliper)/서스펜션(Suspension)을 납품하고, 폭스바겐/BMW에게도 공급을 늘린다. 신규 전기차 업체들 및 중국 완성차 업체들과도 수주 협상을 지속 중에 있다고 밝혔다. ADAS 제품의 매출과 신규 수주는 양호한 성장세를 이어가고 있다. 상반기 전체 매출액이 2% (YoY) 감소한 가운데, ADAS 매출액은 29% (YoY) 증가하면서 매출비중이 6.2%에서 8.1%까지 상승했다. 상반기 전체 수주액 5조원 중 ADAS 제품의 비중은 약 9%이고, 2분기 말 수주잔고 42조원 중에서도 ADAS 제품은 비슷한 비중을 차지하고 있다고 밝혔다. 현대/기아 이외에도 ADAS 제품을 공급하기 위해 노력 중인데, 상반기 중 중국 남동기차로부터 소규모 수주가 있었고 중국 완성차로의 영업을 강화하기 위해 현지 공장의 설립도 검토 중이다.

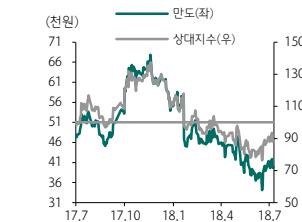
### Update

**BUY**

| TP(12M): 47,000원 | CP(7월 26일): 39,800원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,289.06		
52주 최고/최저(원)	67,900/34,150	매출액(십억원)	5,931.7 6,353.4
시가총액(십억원)	1,868.9	영업이익(십억원)	265.2 316.3
시가총액비중(%)	0.16	순이익(십억원)	177.4 216.8
발행주식수(천주)	46,957.1	EPS(원)	3,621 4,436
60일 평균 거래량(천주)	419.8	BPS(원)	32,091 35,068
60일 평균 거래대금(십억원)	17.4		
18년 배당금(예상,원)	800		
18년 배당수익률(예상,%)	2.01		
외국인지분율(%)	31.07		
주요주주 지분율(%)			
한라홀딩스 외 11 인	30.30		
국민연금	12.03		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.2 (27.6) (19.8)		
상대	7.0 (18.6) (14.7)		

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,866.4	5,684.7	5,857.1	6,305.4	6,620.7
영업이익	십억원	305.0	83.5	266.3	301.0	333.6
세전이익	십억원	279.1	19.3	219.5	252.9	289.8
순이익	십억원	199.5	4.8	153.4	176.7	202.5
EPS	원	4,249	102	3,268	3,764	4,313
증감률	%	58.6	(97.6)	3,103.9	15.2	14.6
PER	배	11.04	605.78	12.18	10.57	9.23
PBR	배	1.50	2.14	1.25	1.14	1.04
EV/EBITDA	배	6.28	12.60	5.76	5.25	4.76
ROE	%	14.32	0.34	10.78	11.29	11.81
BPS	원	31,303	28,898	31,966	34,930	38,343
DPS	원	1,000	200	800	900	1,000



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7512

sungjoong.gu@hanafn.com

 **하나금융투자**

표 1. 만도 2분기 실적 Review

	2Q18P	1Q18	2Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,433.4	1,346.2	1,393.3	2.9	6.5	1,470.5	(2.5)
영업이익	66.3	43.3	55.3	19.9	53.1	62.9	5.4
세전이익	49.0	38.0	49.7	(1.4)	28.9	54.0	(9.3)
순이익	36.5	22.9	33.2	9.9	59.4	41.0	(11.0)
영업이익률	4.6	3.2	4.0	0.7	1.4	4.3	0.3
세전이익률	3.4	2.8	3.6	(0.1)	0.6	3.7	(0.3)
순이익률	2.5	1.7	2.4	0.2	0.8	2.8	(0.2)

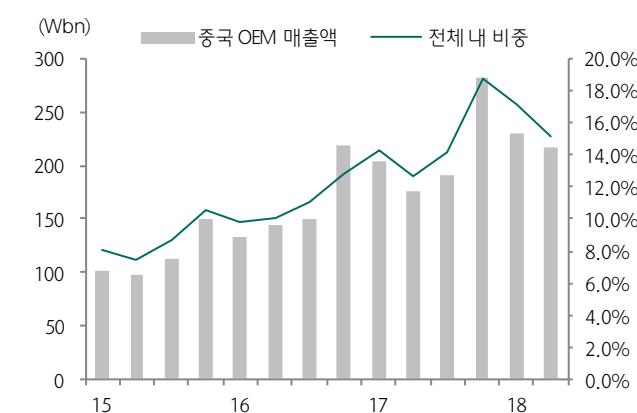
자료: 만도, 하나금융투자, WiseFn

표 2. 만도 분기실적

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	16	17	18F	19F
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,346	1,433	1,408	1,669	5,866	5,685	5,857	6,305
YoY	5	(3)	0	(11)	(6)	3	4	11	11	(3)	3	8
한국	766	803	779	817	703	790	763	875	3,150	3,165	3,130	3,224
중국	419	311	373	547	395	398	426	610	1,763	1,649	1,828	1,970
미국	276	264	205	199	201	219	215	238	1,131	944	874	1,031
기타	144	158	172	182	176	180	189	205	609	656	751	862
연결조정	(174)	(143)	(177)	(234)	(128)	(153)	(185)	(259)	(787)	(728)	(726)	(781)
영업이익	60	55	(96)	64	43	66	55	101	305	84	266	301
YoY	8	(15)	적전	(42)	(28)	20	흑전	60	15	(73)	219	13
영업이익률 (%)	4.2	4.0	(7.1)	4.2	3.2	4.6	3.9	6.1	5.2	1.5	4.5	4.8
세전이익	48	50	(123)	44	38	49	45	88	279	19	220	253
세전이익률 (%)	3.3	3.6	(9.1)	2.9	2.8	3.4	3.2	5.3	4.8	0.3	3.7	4.0
순이익	35	36	(92)	39	25	39	33	67	210	18	165	190
순이익률 (%)	2.5	2.6	(6.8)	2.6	1.8	2.7	2.4	4.0	3.6	0.3	2.8	3.0
지배주주순이익	33	33	(95)	34	23	37	31	63	199	5	153	177

자료: 만도, 하나금융투자

그림 1. 중국 OEM 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

그림 2. ADAS 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>5,866.4</b>	<b>5,684.7</b>	<b>5,857.1</b>	<b>6,305.4</b>	<b>6,620.7</b>
매출원가	5,005.4	5,012.2	5,012.0	5,383.0	5,640.9
매출총이익	861.0	672.5	845.1	922.4	979.8
판관비	556.0	589.0	578.8	621.4	646.2
<b>영업이익</b>	<b>305.0</b>	<b>83.5</b>	<b>266.3</b>	<b>301.0</b>	<b>333.6</b>
금융순익	(33.0)	(33.8)	(31.3)	(26.6)	(23.8)
종속/관계기업순익	5.3	3.3	4.9	5.1	6.1
기타영업외순익	1.8	(33.8)	(20.3)	(26.6)	(26.1)
<b>세전이익</b>	<b>279.1</b>	<b>19.3</b>	<b>219.5</b>	<b>252.9</b>	<b>289.8</b>
법인세	69.0	1.0	54.9	63.2	72.4
계속사업이익	210.1	18.3	164.7	189.7	217.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>210.1</b>	<b>18.3</b>	<b>164.7</b>	<b>189.7</b>	<b>217.3</b>
비지배주주지분					
순이익	10.6	13.5	11.2	12.9	14.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>199.5</b>	<b>4.8</b>	<b>153.4</b>	<b>176.7</b>	<b>202.5</b>
지배주주지분포괄이익	197.5	(56.3)	156.9	180.8	207.1
NOPAT	229.6	79.1	199.7	225.8	250.2
EBITDA	533.6	328.6	518.4	554.4	588.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	10.7	(3.1)	3.0	7.7	5.0
NOPAT증가율	34.2	(65.5)	152.5	13.1	10.8
EBITDA증가율	8.8	(38.4)	57.8	6.9	6.1
영업이익증가율	14.8	(72.6)	218.9	13.0	10.8
(지배주주)순이익증가율	58.6	(97.6)	3,095.8	15.2	14.6
EPS증가율	58.6	(97.6)	3,103.9	15.2	14.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	14.7	11.8	14.4	14.6	14.8
EBITDA이익률	9.1	5.8	8.9	8.8	8.9
영업이익률	5.2	1.5	4.5	4.8	5.0
계속사업이익률	3.6	0.3	2.8	3.0	3.3

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,249	102	3,268	3,764	4,313
BPS	31,303	28,898	31,966	34,930	38,343
CFPS	11,748	11,502	10,956	11,722	12,567
EBITDAPS	11,364	6,997	11,041	11,806	12,522
SPS	124,930	121,062	124,733	134,280	140,994
DPS	1,000	200	800	900	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.0	605.8	12.2	10.6	9.2
PBR	1.5	2.1	1.2	1.1	1.0
PCFR	4.0	5.4	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	6.3	12.6	5.8	5.2	4.8
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.3	0.3	10.8	11.3	11.8
ROA	4.6	0.1	3.4	3.7	4.0
ROIC	9.0	3.0	7.4	8.2	8.9
부채비율	194.7	215.2	193.4	184.0	172.3
순부채비율	72.4	83.7	66.8	55.5	43.9
이자보상배율(배)	8.0	2.4	7.7	9.0	9.9

자료: 하나금융투자

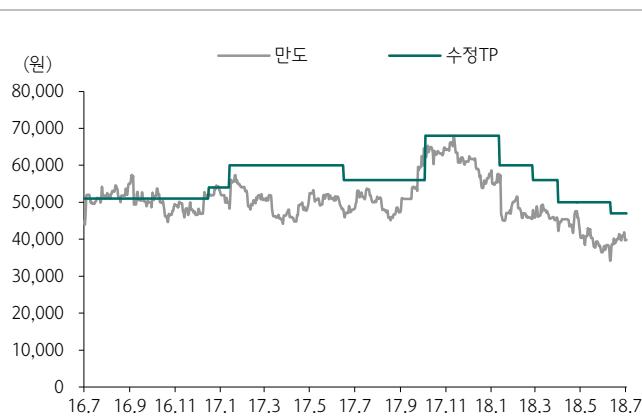
## 대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>2,100.9</b>	<b>2,021.1</b>	<b>2,108.6</b>	<b>2,335.7</b>	<b>2,554.2</b>
금융자산	201.2	157.2	202.9	303.2	433.8
현금성자산	184.7	118.8	163.3	262.4	391.8
매출채권 등	1,427.7	1,444.5	1,479.7	1,592.9	1,672.6
재고자산	336.4	313.4	334.8	360.4	378.4
기타유동자산	135.6	106.0	91.2	79.2	69.4
<b>비유동자산</b>	<b>2,363.5</b>	<b>2,430.0</b>	<b>2,490.3</b>	<b>2,547.3</b>	<b>2,604.5</b>
투자자산	119.7	119.1	123.5	125.9	129.5
금융자산	61.9	59.1	61.8	62.3	64.0
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
<b>자산총계</b>	<b>4,464.4</b>	<b>4,451.0</b>	<b>4,598.9</b>	<b>4,883.1</b>	<b>5,158.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,753.0</b>	<b>1,953.6</b>	<b>1,675.6</b>	<b>1,784.4</b>	<b>1,861.9</b>
금융부채	314.8	564.8	219.5	221.0	222.5
매입채무 등	1,339.4	1,280.1	1,349.5	1,452.8	1,525.4
기타유동부채	98.8	108.7	106.6	110.6	114.0
<b>비유동부채</b>	<b>1,196.3</b>	<b>1,085.2</b>	<b>1,355.7</b>	<b>1,379.0</b>	<b>1,402.2</b>
금융부채	983.5	775.1	1,031.0	1,037.0	1,043.1
기타비유동부채	212.8	310.1	324.7	342.0	359.1
<b>부채총계</b>	<b>2,949.3</b>	<b>3,038.8</b>	<b>3,031.3</b>	<b>3,163.4</b>	<b>3,264.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,464.7</b>	<b>1,351.8</b>	<b>1,495.8</b>	<b>1,634.9</b>	<b>1,795.2</b>
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	748.5	887.7	1,048.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>50.4</b>	<b>60.5</b>	<b>71.7</b>	<b>84.7</b>	<b>99.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,515.1</b>	<b>1,412.3</b>	<b>1,567.5</b>	<b>1,719.6</b>	<b>1,894.7</b>
<b>순금융부채</b>	<b>1,097.2</b>	<b>1,182.7</b>	<b>1,047.6</b>	<b>954.8</b>	<b>831.8</b>
<b>현금흐름표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>350.2</b>	<b>276.9</b>	<b>469.5</b>	<b>457.4</b>	<b>497.6</b>
당기순이익	210.1	18.3	164.7	189.7	217.3
조정	310.5	452.1	264.7	270.0	275.2
감가상각비	228.6	245.0	252.1	253.4	254.4
외환거래손익	(3.8)	(2.3)	17.0	21.2	20.7
지분법손익	(13.6)	(3.3)	(4.9)	(5.1)	0.0
기타	99.3	212.7	0.5	0.5	0.1
영업활동자산부채변동	(170.4)	(193.5)	40.1	(2.3)	5.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(366.2)</b>	<b>(377.4)</b>	<b>(325.7)</b>	<b>(327.7)</b>	<b>(333.5)</b>
투자자산감소(증가)	7.9	7.5	0.4	2.7	(3.6)
유형자산감소(증가)	(328.8)	(282.8)	(280.0)	(280.0)	(280.0)
기타	(45.3)	(102.1)	(46.1)	(50.4)	(49.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>3.9</b>	<b>41.0</b>	<b>(98.8)</b>	<b>(30.1)</b>	<b>(34.7)</b>
금융부채증가(감소)	49.1	41.6	(89.4)	7.5	7.6
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(65.9)</b>	<b>44.5</b>	<b>99.1</b>	<b>129.4</b>
Unlevered CFO	551.7	540.1	514.5	550.4	590.1
Free Cash Flow	13.7	(8.8)	189.5	177.4	217.6



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 만도



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.7.6	BUY	47,000		
18.4.26	Neutral	50,000	-17.66%	-4.90%
18.3.23	Neutral	56,000	-16.30%	-11.79%
18.2.6	Neutral	60,000	-20.76%	-4.67%
17.10.29	BUY	68,000	-10.25%	-0.15%
17.7.11	BUY	56,000	-8.93%	15.36%
17.2.7	BUY	60,000	-16.20%	-4.50%
17.1.10	Neutral	54,000	-3.31%	0.93%
16.7.27	Neutral	51,000	-1.19%	12.55%
16.4.28	BUY	40,000	7.13%	19.50%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	93.7%	5.4%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 7월 25일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 2018년 07월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.