

2018. 7. 27



## ▲ 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 (7.26) 39,800 원

상승여력 50.8%

KOSPI 2,289.06pt

시가총액 18,689억원

발행주식수 4,696만주

유동주식비율 68.40%

외국인비중 31.07%

52주 최고/최저가 67,900원/34,150원

평균거래대금 174.3억원

## 주요주주(%)

한라홀딩스 외 11 인 30.30

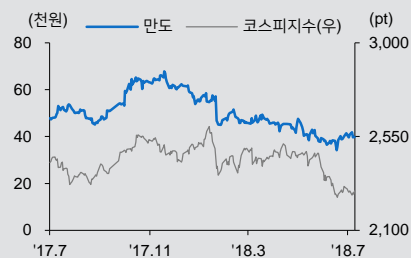
국민연금 12.03

## 주가상승률(%)

1개월 4.2 6개월 -27.6 12개월 -19.8

절대주가 7.0 -18.6 -14.7

## 주가그래프



## 만도 204320

## 이익 방향성 성장 전환 시작

- ✓ 시장기대치를 상회하는 2Q18 분기실적 기록 (영업이익 +8% 상회)
- ✓ 2H18 이후 1) 중국 판매성수기 진입 및 현대차그룹 회복, 2) GM 신규 플랫폼 발주 시작, 3) 유럽 신규 OE 발주 시작, 4) 현대차그룹 신차 출시 확대와 더불어 ADAS 채택 확대, 5) 로컬 OE 전장부품 발주 증가를 통해 계단식 실적 개선 전망
- ✓ 현재 중국 주요 OE들과의 ADAS 납품계약이 최종 단계에 이르렀으며, 19 년 중 3 단계 자율주행 Traffic Jam Assist 의 현대차 신형 제네시스 납품이 검토 중

## 시장기대치를 8% 상회하는 2Q18 영업이익 실현

2Q18 매출 1.43 조원 (+6.5% YoY), 영업이익 663 억원 (+53.2% YoY)으로 시장기대치를 상회하는 분기 실적을 기록했다. 영업이익률은 4.6%로 16 년 이후 가장 높은 수준을 회복했으며, 이는 이익기여도가 높은 중국 매출의 개선 (+28% YoY, 현대/기아차로의 매출 +80% YoY, 로컬 OE 로의 매출 +23% YoY)과 ADAS 매출 확대 (1,330 억원, +43% YoY, 매출비중 9.3%까지 증가)에 근거한다.

## 시장기대치를 상회하는 2H18 매출 및 영업이익 실현 전망

2H18 영업실적은 아래의 5 가지 이유로 완전한 회복세를 실현할 전망이다.

- 1) 중국 계절적 판매 성수기 진입 + 현대차그룹 신차투입/기저효과로 회복세 지속
- 2) GM 신규 플랫폼 부품 발주 9 월 시작으로 미국 매출 YoY 성장 전환
- 3) 지난 2Q18 +46% YoY 매출증가를 기록한 유럽 매출확대 지속 (신규 OE 발주)
- 4) 현대차그룹 신차투입 확대에 따른 ADAS 채택률 증가
- 5) 로컬 OE 전장부품 발주 증가 (17 년 중국 전장부품 매출비중 18% → 18 년 24%)

이에 따라 2H18 매출과 영업이익은 현재 시장기대치를 각각 4% 상회할 수 있을 전망이며, 특히 중국 성수기효과와 GM 발주, 현대차그룹 신차효과가 온기 반영될 4Q18 에는 16 년 이후 처음으로 5% 이상의 영업이익률 (5.2%) 실현이 예상된다.

밸류에이션 자극요인인 ADAS 사업부문은 국내외 파트너사들과의 공동개발 (Lidar, HD Map, 5G network, AI)이 진행 중이며, 글로벌 5 대 시스템 솔루션 기업으로서 신규 수주가 확대 중이다. 현재 중국 주요 로컬 OE들과의 수주협상이 최종 단계에 이르렀으며, 19 년 중에는 올해 세계 최초로 상용화된 3 단계 자율주행 TJA (Traffic Jam Assist)의 현대차 신형 제네시스 납품이 검토되고 있다.

(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	58.6	32,265	8.7	1.1	5.3	13.9	194.7
2017	5,684.7	83.5	4.8	102	-97.6	30,075	364.3	1.2	8.0	0.3	215.2
2018E	6,000.0	269.4	172.5	3,673	621.3	33,743	10.1	1.1	5.1	11.5	195.0
2019E	6,486.2	322.6	220.3	4,692	27.7	37,645	7.9	1.0	4.5	13.1	180.3
2020E	6,981.6	355.9	242.3	5,159	10.0	41,830	7.2	0.9	4.2	13.0	166.3

**표1 만도 2Q18 실적 Review: 시장 기대치를 8% 상회하는 2Q18 영업이익 실현**

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,433.4	1,393.3	2.9	1,346.2	6.5	1,462.8	-2.0	1,496.7	-4.2
영업이익	66.3	55.3	20.0	43.3	53.2	61.5	7.8	65.7	0.9
세전이익	49.0	49.7	-1.4	38.0	29.1	53.5	-8.5	59.4	-17.5
순이익	36.5	33.2	9.8	22.9	59.1	39.1	-6.7	43.0	-15.2
영업이익률(%)	4.6	4.0		3.2		4.2		4.4	
순이익률(%)	2.5	2.4		1.7		2.7		2.9	

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 실적 성장 전환 개시로 18·19년 시장 기대치를 상회하는 실적 실현 전망**

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,000.0	5,925.9	1.3	6,486.2	6,387.1	1.6
영업이익	269.4	260.5	3.4	322.6	314.7	2.5
세전이익	239.5	229.8	4.2	306.9	282.3	8.7
순이익	172.5	163.0	5.8	220.3	202.1	9.0
영업이익률(%)	4.5	4.4	0.1p	5.0	4.9	0.0p
세전이익률(%)	4.0	3.9	0.1p	4.7	4.4	0.3p
순이익률(%)	2.9	2.8	0.1p	3.4	3.2	0.2p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 2Q18 영업외비용 반영하여 18년 세전이익 추정 소폭 하향하며, 19년 추정은 유지**

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,684.7	6,000.0	6,486.2
매출액 - 기존 추정	5,684.7	6,000.0	6,486.2
% change	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익 - 신규 추정	83.5	269.4	322.6
영업이익 - 기존 추정	83.5	267.2	322.6
% change	0.0%	0.8%	0.0%
세전이익 - 신규 추정	19.3	239.5	306.9
세전이익 - 기존 추정	19.3	244.7	305.2
% change	0.0%	-2.1%	0.6%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4.8	172.5	220.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	4.8	175.7	220.4
% change	0.0%	-1.8%	0.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	101.9	3,673.1	4,691.7
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	101.9	3,741.9	4,693.9
% change	0.0%	-1.8%	0.0%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,430.4	1,393.3	1,350.9	1,510.1	1,346.2	1,433.4	1,481.6	1,735.4	5,684.7	6,000.0	6,486.2
(% YoY)	4.7	-3.2	-0.4	-11.3	-5.9	2.9	9.7	14.9	-3.1	5.5	8.1
OP	60.4	55.3	-95.6	63.5	43.3	66.3	65.9	90.5	83.5	269.4	322.6
(% YoY)	7.9	-14.7	적자전환	-42.0	-28.3	20.0	-168.9	42.4	-72.6	222.5	19.8
RP	47.8	49.7	-122.7	44.4	38.0	49.0	61.6	87.5	19.3	239.5	306.9
(% YoY)	-8.4	-5.0	-299.4	-60.7	-20.7	-1.5	-150.2	97.0	-93.1	1,143.0	28.2
NP	32.7	33.2	-95.0	33.8	22.9	36.5	44.4	63.6	4.8	172.5	220.3
(% YoY)	-17.6	-22.6	-324.1	-54.6	-29.8	10.0	-146.8	88.1	-97.6	3,506.3	27.7
OP margin (%)	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.6	4.4	5.2	1.5	4.5	5.0
RP margin (%)	3.3	3.6	-9.1	2.9	2.8	3.4	4.2	5.0	0.3	4.0	4.7
NP margin (%)	2.3	2.4	-7.0	2.2	1.7	2.5	3.0	3.7	0.1	2.9	3.4

자료: 만도, 메리츠증권 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	5,180.7	5,552.2	5,969.2
매출총이익	861.0	672.5	819.4	934.0	1,012.3
판매관리비	556.0	589.0	550.0	611.4	656.4
영업이익	305.0	83.5	269.4	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	53.2	62.0	65.0
기타영업외손익	1.8	-63.2	-56.5	-51.8	-56.5
세전계속사업이익	279.1	19.3	239.5	306.9	337.2
법인세비용	69.0	1.0	57.9	76.7	84.3
당기순이익	210.1	18.3	181.6	230.2	252.9
지배주주지분 손이익	199.5	4.8	172.5	220.3	242.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	350.2	276.9	432.4	459.8	492.0
당기순이익(손실)	210.1	18.3	181.6	230.2	252.9
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	-29.3	-45.2	-46.1
투자활동 현금흐름	-366.2	-377.4	-422.1	-409.4	-428.5
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	-3.7	-40.2	-53.1
차입금의 증감	57.7	94.9	5.6	6.7	3.2
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	1,992.2	2,068.3	2,129.8
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	3,090.1	3,186.5	3,266.3
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	776.6	959.8	1,156.4
비지배주주지분	217.3	164.3	164.3	164.3	164.3
자본총계	1,515.1	1,412.3	1,584.5	1,767.7	1,964.2

## 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	3,673	4,692	5,159
CFPS	3,932	2,529	2,670	2,886	3,106
EBITDAPS	11,364	6,997	10,929	12,241	13,094
BPS	32,265	30,075	33,743	37,645	41,830
DPS	1,000	200	1,000	1,200	1,300
배당수익률(%)	2.7	0.5	2.7	3.2	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.7	364.3	10.1	7.9	7.2
PCR	4.1	7.0	4.2	3.7	3.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	533.6	328.6	513.2	574.8	614.9
EV/EBITDA	5.3	8.0	5.1	4.5	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.9	0.3	11.5	13.1	13.0
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	194.7	215.2	195.0	180.3	166.3
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 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 27일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 만도 (204320) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-34.8	-30.3	
2018.07.27	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-	-	

\* 5월 8일 만도 1:5 액면분할 재상장