

만도 (204320)

자동차부품

남정미


02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	58,000원(D)
현재주가 (7/26)	39,800원
상승여력	46%

시가총액	18,689억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	174억원
60일 평균 거래량	419,760주
52주 고	67,900원
52주 저	34,150원
외인지분율	30.91%
주요주주	한라홀딩스 외 11 인 30.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.4	(5.8)	(17.7)
상대	10.4	1.5	(11.6)
절대(달러환산)	5.5	(9.6)	(18.5)

하반기 중국·미국·ADAS 성장 지속

2Q18 Review: 컨센서스에 부합한 실적 달성

만도 2분기 매출 및 영업이익은 1조 3224조원(YoY+2.9%), 663억원(YoY+20%)으로 컨센서스 수준의 실적을 시현했다. 분기순이익은 391억원(YoY+8.4%, 컨센서스 부합)를 기록하였다. 실적 개선은 ① 중국로컬업체 매출 확대 및 현대차그룹 중국출하량 회복, ② 싼타페 등 신차를 중심으로 한 ADAS 이익 확대 ③ 유럽 OEM납품 증가 및 인도지역 매출 증가로 기타지역의 안정적 성장 등에 기인한다. 북미지역의 경우, GM 프로그램 종료 영향이 2분기까지 지속되며 역성장하였다. 상반기 수주는 5조원으로 연간 목표 대비 50% 달성하였다. ADAS 매출은 1,330억원으로 YoY+43% 성장하며 전체 매출 대비 9.3%까지 확대되었다.

하반기 실적 개선세는 지속. 4분기 미국 지역 증가 본격화

2분기 중국을 중심으로 진행된 실적 개선세가 하반기에는 북미지역에서도 나타날 것으로 예상한다. 먼저 중국지역의 경우 고객사 출하량 증가세가 지속되며 성장을 이끌 전망이다. 중국 현대차그룹 리테일 판매 회복 지연에 따른 하반기 출하량 감소, 중국 시장 축소 등의 우려에도 불구 중국로컬 업체를 중심으로 하반기에도 매출은 안정적으로 증가할것으로 전망한다(그림1.2 참고)

GM향 프로그램 종료 등으로 축소된 북미지역 매출은 18년 하반기부터 개선될 전망이다. 우선 북미 OEM 신규 프로그램이 3분기에 시작되며 4분기부터 온전히 인식된다. 또한, 현대기아차의 미국출하량 증가에 따른 매출 증가와 더불어 싼타페 미국출시로 ADAS 이익이 증가될 것으로 예상된다

ADAS 성장성 유효, 향후 중국을 중심으로 Non-HMG 비중 확대 기대

현대기아차 신차출시 및 소비자의 신차 ADAS 기능에 대한 높은 선호로 동사의 ADAS 매출 및 이익이 빠른 속도로 증가하고 있으며 2020년까지 3월에 출시된 싼타페 신차출시 효과가 2분기 온전히 반영되며 1Q 7%수준의 ADAS 매출이 2Q에 9.3%까지 늘었다. 하반기 싼타페 미국 등 글로벌 출시로 매출 증가 추이는 계속될 전망이며 2019년부터 현대차 세단 신차사이클 도래로 해당모델이 확대될 전망이다. 동사는 중국 ADAS 생산기지 설립 계획을 발표하였는데 3Q19까지 완공될 계획이다. 현지 생산기지 마련으로 중국로컬업체로의 ADAS 수주 가능성이 확대되었다. ADAS 매출은 대부분 현대차 그룹으로부터 발생되고 있어 Non-HMG ADAS 매출 확대로 안정적인 성장동력 확보가 기대된다.

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 목표주가는 ADAS 관련 글로벌Peer 밸류에이션 하락(15배 →12.5배) 등을 반영하여 58,000원으로 하향조정하였다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,334	2.9	6.5	14,705	-2.5
영업이익	663	20.0	53.2	629	5.4
세전계속사업이익	490	-1.5	29.0	540	-9.4
지배순이익	365	10.0	59.3	393	-7.0
영업이익률 (%)	4.6	+0.6 %pt	+1.4 %pt	4.3	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	+0.1 %pt	+0.8 %pt	2.7	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,664	56,847	59,100	64,973	
영업이익	3,050	835	2,575	3,013	
지배순이익	1,995	48	1,592	2,043	
PER	50.2	2,599.3	11.7	9.1	
PBR	6.8	9.2	1.2	1.1	
EV/EBITDA	5.9	11.4	6.1	5.4	
ROE	14.3	0.3	11.1	12.8	

자료: 유안타증권

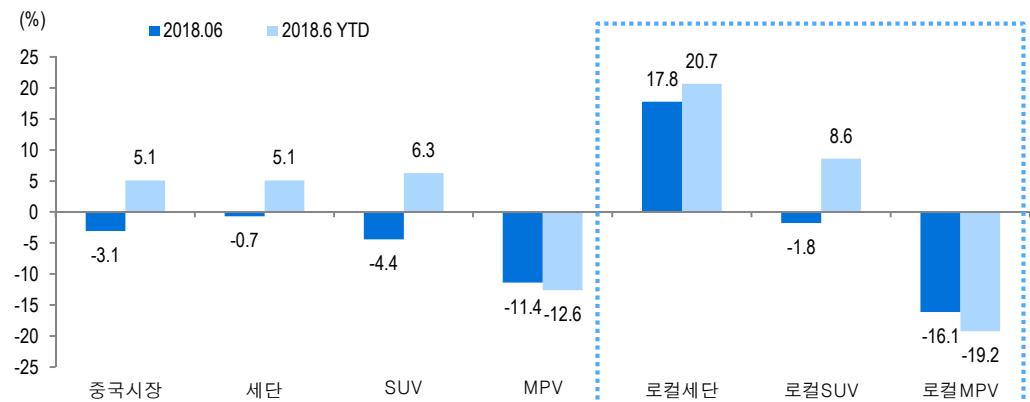
[표 1] 만도 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,346	1,433	1,511	1,619	5,685	5,910
YoY Growth(%)	4.7%	-3.2%	-0.4%	-11.3%	1,346	1,433	1,511	1,619	-3.1%	4.0%
영업이익	60	55	-96	64	43	66	69	79	84	258
YoY Growth(%)	7.9%	-14.7%	적전	-42.0%	-28.3%	20.0%	흑전	24.1%	-72.6%	208.3%
영업외손익	-12.5	-5.5	-27.1	-2.8	-5	-17	-7	-7	35.5	-37
세전이익	48	49.7	-123	44	38	49	62	71	19	221
YoY Growth(%)	-8.4%	-5.0%	적전	-60.7%	-20.7%	-1.5%	흑전	60.9%	-93.1%	1045.1%
당기순이익	35	36	-92	39	25	39	50	57	18	171
YoY Growth(%)	-14.9%	-20.4%	적전	-50.8%	-29.7%	8.4%	흑전	47.7%	-91.3%	834.1%
영업이익률	4.2%	4.0%	-7.1%	4.2%	3.2%	4.6%	4.6%	4.9%	1.5%	4.4%
YoY Change(%)	0.1%p	-0.5%p	-12.6%p	-2.2%p	-1.0%p	0.7%p	11.7%p	0.7%p	-3.7%p	2.9%p
당기순이익률	2.5%	2.6%	-6.8%	2.6%	1.8%	2.7%	3.3%	3.5%	0.3%	2.9%
YoY Change(%)	-0.6%p	-0.6%p	-10.1%p	-2.0%p	-0.6%p	0.1%p	10.1%p	1.0%p	-3.3%p	2.6%

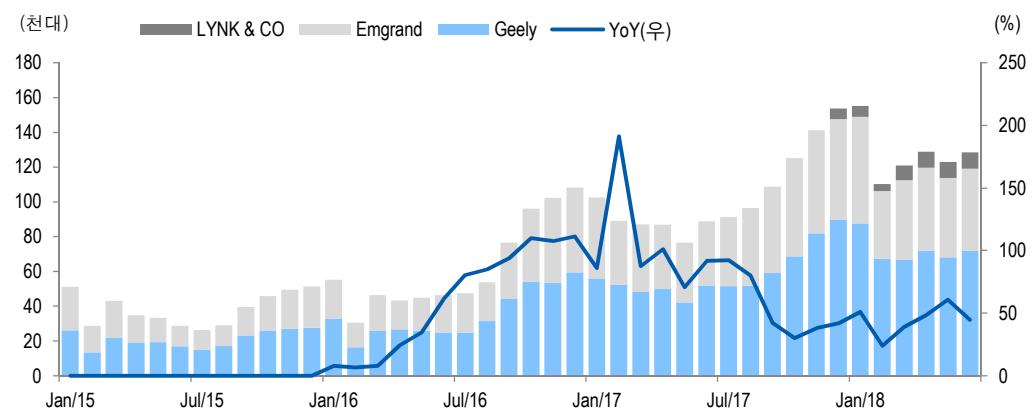
자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 중국 승용차시장 소매판매 추이



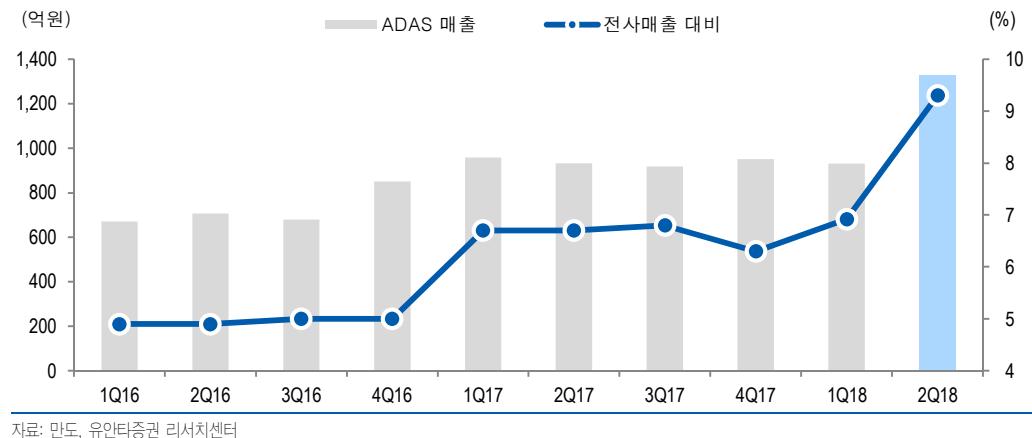
자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] Geely 소매판매 추이



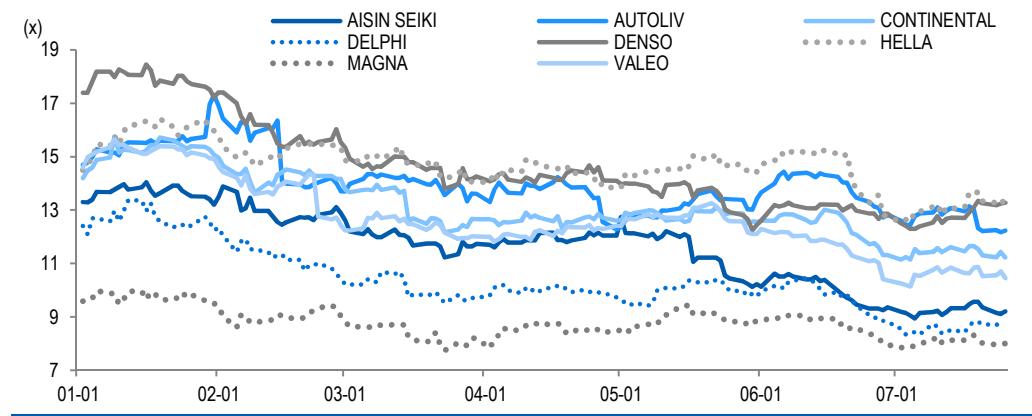
자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 만도 ADAS 매출 추이



자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 만도 글로벌피어 Fwd12M PER 추이



자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

만도(204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,664	56,847	59,100	64,973	69,623
매출원가	50,054	50,122	51,117	55,586	59,175
매출총이익	8,610	6,725	7,983	9,388	10,448
판관비	5,560	5,890	5,408	6,375	7,143
영업이익	3,050	835	2,575	3,013	3,305
EBITDA	5,336	3,286	5,198	5,743	6,139
영업외손익	-259	-643	-369	-276	-261
외환관련손익	69	-121	62	14	-7
이자손익	-325	-313	-239	-242	-244
관계기업관련손익	53	33	46	48	49
기타	-56	-241	-238	-95	-59
법인세비용차감전순손익	2,791	193	2,206	2,737	3,044
법인세비용	690	10	501	553	615
계속사업순손익	2,101	183	1,705	2,185	2,429
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,705	2,185	2,429
지배지분순이익	1,995	48	1,592	2,043	2,272
포괄순이익	2,072	-462	1,705	2,185	2,429
지배지분포괄이익	1,975	-563	2,079	2,665	2,963

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	21,009	20,211	23,646	24,729	26,838
현금및현금성자산	1,847	1,188	1,413	907	1,521
매출채권 및 기타채권	14,277	14,445	17,199	18,515	19,753
재고자산	3,364	3,134	3,522	3,796	4,054
비유동자산	23,635	24,300	24,883	25,643	26,393
유형자산	19,004	19,053	19,440	19,982	20,543
관계기업등 지분관련자산	577	600	600	600	600
기타투자자산	619	591	623	671	720
자산총계	44,644	44,510	48,529	50,372	53,231
유동부채	17,530	19,536	20,200	19,760	20,213
매입채무 및 기타채무	13,394	12,801	14,564	15,572	16,525
단기차입금	1,654	1,007	1,804	1,504	1,004
유동성장기부채	1,411	4,641	5,742	4,594	4,594
비유동부채	11,963	10,852	12,465	12,990	13,513
장기차입금	5,340	4,751	4,564	5,564	6,064
사채	4,490	2,992	4,593	4,093	4,093
부채총계	29,493	30,388	32,665	32,750	33,726
지배지분	14,647	13,517	15,135	16,751	18,477
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,542	6,044	7,429	9,045	10,771
비지배지분	504	605	729	871	1,028
자본총계	15,151	14,123	15,864	17,622	19,505
순차입금	10,889	11,827	12,097	11,655	11,041
총차입금	12,900	13,399	13,713	12,764	12,764

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,502	2,769	3,191	4,311	4,695
당기순이익	2,101	183	1,705	2,185	2,429
감가상각비	2,008	2,096	2,194	2,266	2,340
외환손익	-38	-23	-62	-14	7
종속,관계기업관련손익	-53	-33	-46	-48	-49
자산부채의 증감	-1,704	-1,935	-1,246	-556	-520
기타현금흐름	1,187	2,481	647	478	487
투자활동 현금흐름	-3,662	-3,774	-3,145	-3,443	-3,535
투자자산	110	-6	-6	-6	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,365	-2,857	-2,425	-2,808	-2,901
유형자산 감소	77	29	29	29	29
기타현금흐름	-484	-940	-743	-657	-657
재무활동 현금흐름	39	410	25	-1,801	-1,092
단기차입금	-134	-558	-2,199	-1,448	-500
사채 및 장기차입금	711	1,507	2,990	500	500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-548	-542	-143	-426	-546
기타현금흐름	10	3	-623	-426	-546
연결범위변동 등 기타	-31	-64	154	426	546
현금의 증감	-151	-659	226	-506	613
기초 현금	1,998	1,847	1,188	1,413	907
기말 현금	1,847	1,188	1,413	907	1,521
NOPLAT	3,050	835	2,575	3,013	3,305
FCF	-487	-1,550	942	1,770	2,052

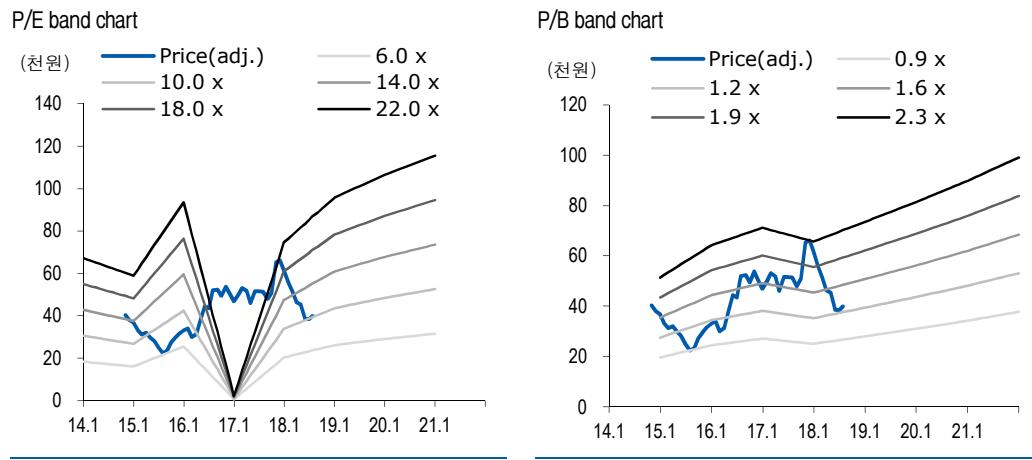
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

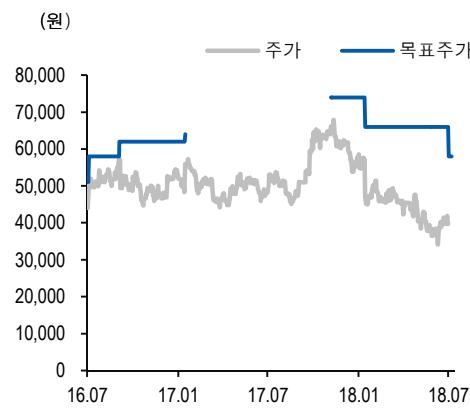
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,249	102	3,391	4,350	4,837
BPS	31,191	28,786	32,231	35,674	39,348
EBITDAPS	56,818	34,985	55,346	61,156	65,369
SPS	124,930	121,062	125,860	138,368	148,270
DPS	1,000	200	200	200	200
PER	50.2	2,599.3	11.7	9.1	8.2
PBR	6.8	9.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	11.4	6.1	5.4	5.0
PSR	1.7	2.2	0.3	0.3	0.3
재무비율					
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.7	-3.1	4.0	9.9	7.2
영업이익 증가율 (%)	14.8	-72.6	208.3	17.0	9.7
지배순이익 증가율 (%)	58.6	-97.6	3,229.7	28.3	11.2
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.5	14.4	15.0
영업이익률 (%)	5.2	1.5	4.4	4.6	4.7
지배순이익률 (%)	3.4	0.1	2.7	3.1	3.3
EBITDA 마진 (%)	9.1	5.8	8.8	8.8	8.8
ROIC	9.3	3.1	7.3	8.3	8.7
ROA	4.6	0.1	3.4	4.1	4.4
ROE	14.3	0.3	11.1	12.8	12.9
부채비율 (%)	194.7	215.2	205.9	185.8	172.9
순차입금/자기자본 (%)	74.3	87.5	79.9	69.6	59.8
영업이익/금융비용 (배)	8.0	2.4	9.2	10.7	11.6



만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-27	BUY	58,000	1년		
2018-02-07	BUY	66,000	1년	-33.87	-21.97
2017-11-30	BUY	74,000	1년	-19.84	-8.24
	담당자 변경				
2017-02-08	BUY	64,000	1년	-18.65	2.03
2016-09-28	BUY	62,000	1년	-19.43	-8.06
2016-07-28	BUY	58,000	1년	-10.11	-1.03
2016-06-27	BUY	51,000	1년	-13.32	-6.47

자료: 유안타증권

주: 과리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.