

# 만도 (204320)



자동차부품


**남정미**

02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>58,000원 (M)</b>
현재주가 (9/20)	<b>34,050원</b>
상승여력	<b>70%</b>

시가총액	15,989억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	140억원
60일 평균 거래량	370,048주
52주 고	67,900원
52주 저	33,350원
외인지분율	28.48%
주요주주	한라홀딩스 외 10 인 30.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.9)	(11.2)	(29.9)
상대	(12.9)	(9.7)	(27.3)
절대(달러환산)	(9.7)	(12.4)	(29.4)

## 우려보다 성장성에 초점을 맞출 때

### 주가 하락으로 밸류에이션 매력 확대

미-중간 무역분쟁 및 중국 자동차 시장 축소 등에 대한 우려로 글로벌 자동차업체 주가 수익률이 약세를 기록 중이다. 최근 3개월 기준 미국, 중국 완성차 업체 주가수익률을 살펴보면 시장 대비 20~30% 하회하며 글로벌 내 비중 이 가장 큰 미국, 중국내 판매량 감소에 대한 우려가 많이 반영되었다. 한국 업체에서는 중국 등 주요 고객사 판매 실적에 과도한 우려 등으로 만도가 시장 대비 -9.9% 하회하는 수익률을 기록 중이다. ADAS 시장 확대에 따른 동사 이익 성장 기대감으로 Fwd12M PER은 201x~2017년 11~15배에서 움직였으나 최근의 주가 하락으로 8.5배까지 낮아졌다. 그러나 ①하반기 실적개선, ②ADAS 매출 성장성이 유효한 점을 고려시 주가하락은 과도하다고 판단하며 동사에 대한 매수의견을 제시한다.

### 하반기 북미지역을 중심으로 실적개선 전망

2018년 연간 매출 및 영업이익은 5.8조원, 2,500억원을 시현할 것으로 전망한다. 하반기 북미 및 유럽 OEM으로의 신규프로그램 시작 및 현대차그룹 쌍타페 등 북미지역 출시에 따른 영향으로 상반기 대비 매출 및 영업이익은 9.6%, 31.4% 증가할 것으로 전망한다. 3분기 실적은 7월 현대차그룹 중국공장 라인 정비에 따른 출하량 급감 및 3분기 이른 명절연휴에 따른 영향으로 공장 가동률이 하락하며 컨센서스를 다소 하회할 것으로 보인다. 매출 및 영업이익이 1.4조억원, 600억원으로 전년 조정영업이익 617 억원 대비 이익이 감소할 것으로 예상한다. ADAS 매출 및 고객 다변화에 대한 이익개선세가 지속되고 있어 4분기 영업이익은 840억원으로 전년대비 32% 증가할 것으로 예상한다.

### 쌍타페를 통해 검증된 ADAS 성장 지속 전망

2Q18 동사 ADAS 부문 매출은 전사 대비 9.3%를 기록하며 1Q 7% 대비 빠르게 향상되었다. 현대 차그룹 신차 FCA 기본 장착 및 차량 구매고객의 ADAS 선호도가 높아지며 주요 차종의 신차효과가 만도 ADAS 매출성장으로 이어졌다. 하반기 G90 부분변경, 2019년 쏘나타 등 주요 모델의 신차 출시가 예정되어 있어 현대차그룹형 ADAS 매출 성장은 지속될 전망이다. 2019년 하반기 중국 현지 ADAS 생산기지 마련 예정으로, 기존 컨버셔널 아이템 수주 트랙레코드를 쌓은 중국로컬OEM형 ADAS 수주로 연결될 가능성도 높다고 판단한다.

#### Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,349	6.2	0.1	14,413	-0.4
영업이익	600	흑전	-9.6	622	-3.5
세전계속사업이익	531	흑전	8.3	564	-5.8
지배순이익	396	흑전	8.5	401	-1.2
영업이익률 (%)	4.2	흑전	-0.4 %pt	4.3	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	흑전	+0.3 %pt	2.8	0

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2016A	2017A	2018F	2019F
결산 (12월)				
매출액	58,664	56,847	58,275	63,912
영업이익	3,050	835	2,536	2,957
지배순이익	1,995	48	1,565	2,002
PER	50.2	2,599.3	10.2	8.0
PBR	6.8	9.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.6	5.0
ROE	14.3	0.3	10.9	12.6

자료: 유안타증권

## 중국시장과 주요 고객사 판매현황 점검

8월 중국 소매 승용차 판매량은 173.4만대로 전년대비 -7.4% 감소하였다. CPCA(중국승용차연석회의)기준 3개월 연속으로 판매가 줄어들었다. 이는 중국 P2P 대출규제, 부동산 가격하락, 미-중 무역분쟁 등에 따른 소비자 심리 위축에 기인한다. 특히, 2017년 개소세 인하 종료에 따른 1.6L 이하급 차량 수요 감소와 더불어 대출여건 악화 및 비전통적 대출을 많이 활용하는 중저가 차량 소비자의 구매 여건 축소로 중소형 세그먼트 및 중소 도시의 자동차 판매량이 많이 감소된 것으로 분석된다. 상대적으로 고가의 프리미엄 모델 및 친환경 차량은 판매 증가세가 지속되고 있다. 이에 따라 업체별 판매실적 차별화가 진행되었다. 중소 도시, 중소형 차량 비중이 높은 중국 로컬OEM의 경우 상대적으로 판매실적이 악화된 반면, 고가 라인업을 구축하고 있는 독일·일본 업체는 판매 실적이 양호하였다.

만도 중국 매출은 전사 매출 대비 26%이며 이익기여도는 EBIT 기준 35% 수준(1H18 기준)이다. 2015년 만도 중국이익 노출도는 59.9%(OP기준) 였으나 THAAD 영향으로 High-end 제품을 판매하는 현대차그룹 공장출하량이 감소하며 만도의 중국 이익기여도도 축소되었고 한국 지역의 ADAS 매출 증가 등으로 이익에 미치는 영향력이 높아지고 있다. 고객사별 중국 매출 비중은 1H18 기준 현대차그룹 27%, 상해GM 13%이며 중국로컬OEM 비중이 58%까지 증가하였다. 그 중 Geely가 38%, 장안·장성이 10%를 차지하고 있다.

주요 고객사의 중국 판매 현황을 살펴보면 중국로컬OEM 판매량이 추세하는 가운데 장안·장성도 7·8월 합산 기준 판매량이 -12.5%, -17.8% 감소하였다. 반면, 현재 중국내 매출 비중이 가장 높은 Geely의 경우, 7·8월 합산 기준 25.8% 증가하였다. Geely의 경우, 작년에 출시한 프리미엄 브랜드 링크앤코의 안정적인 안착 및 판매 상위모델 Emgrand의 판매 호조가 지속되고 있어 향후에도 성장동력은 지속될 것으로 판단한다.

[표 1] 만도 분기별 실적전망

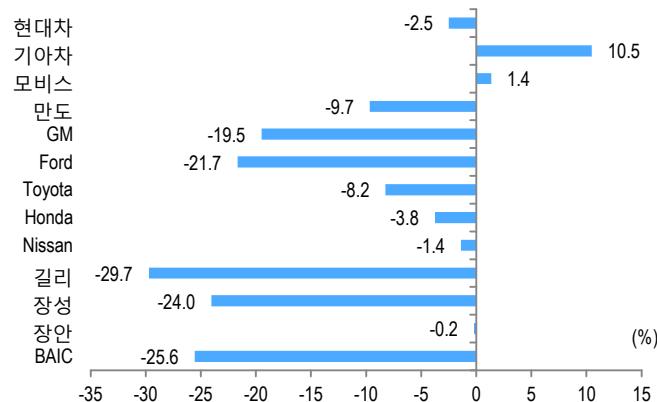
(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	14,304	13,933	13,509	15,101	13,462	14,334	14,349	16,130	56,847	58,275
YoY Growth(%)	4.7%	-3.2%	-0.4%	-11.3%	-5.9%	2.9%	6.2%	6.8%	-3.1%	2.5%
영업이익	604	553	-956	635	433	663	600	840	835	2,536
YoY Growth(%)	7.9%	-14.7%	적전	-42.0%	-28.3%	20.0%	흑전	32.3%	-72.6%	203.6%
영업외손익	-125	-55	-271	-191	-53	-173	-69	-72	-643	-367
세전이익	478	497	-1,227	444	380	490	531	768	193	2,169
YoY Growth(%)	-8.4%	-5.0%	-299.4%	-60.7%	-20.7%	-1.5%	-143.3%	73.0%	-93.1%	1025.7%
당기순이익	352	360	-916	386	247	391	424	613	183	1,675
YoY Growth(%)	-14.9%	-20.4%	-303.3%	-50.8%	-29.7%	8.4%	-146.3%	58.9%	-91.3%	817.7%
영업이익률	4.2%	4.0%	-7.1%	4.2%	3.2%	4.6%	4.2%	5.2%	1.5%	4.4%
YoY Change(%)	0.1%p	-0.5%p	-12.6%p	-2.2%p	-1.0%p	0.7%p	11.3%p	1.0%p	-3.7%p	2.9%p
당기순이익률	2.5%	2.6%	-6.8%	2.6%	1.8%	2.7%	3.0%	3.8%	0.3%	2.9%
YoY Change(%)	-0.6%p	-0.6%p	-10.1%p	-2.0%p	-0.6%p	0.1%p	9.7%p	1.2%p	-3.3%p	2.6%p

주: 3Q17 통상임금 관련 비용 제외시 영업이익 617 억원

자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

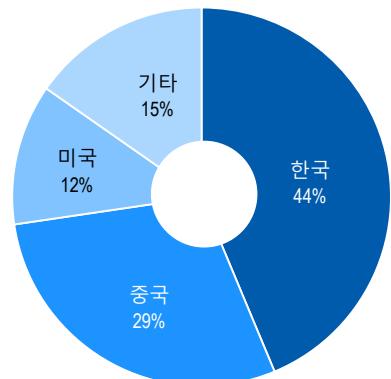
[그림 1] 최근 3 개월 글로벌 자동차/부품 업체 상대수익률



주: 9/20 일 기준

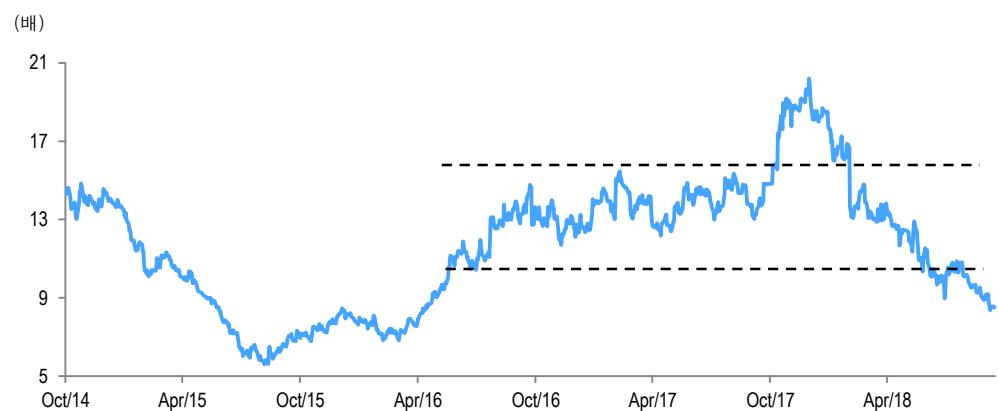
자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 만도 지역별 매출 전망(2018E)



자료: 유안타증권 리서치센터

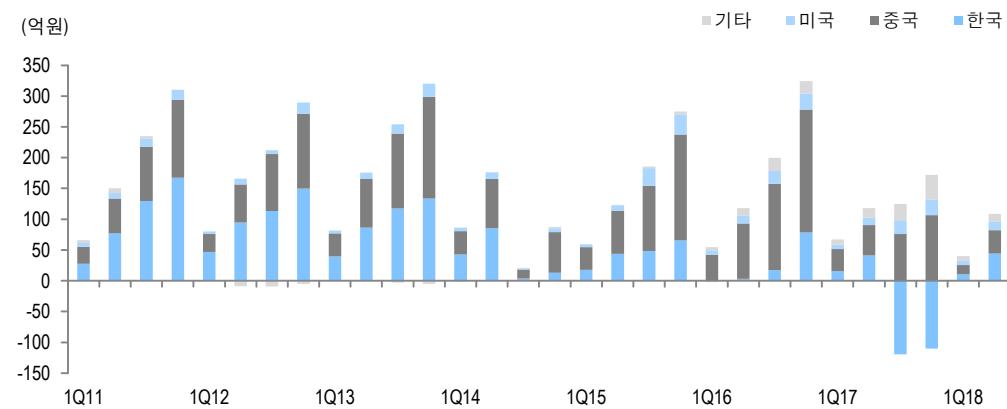
[그림 3] 만도 Fwd12M PER 추이



주: 2017년 통상임금에 따른 일회성 비용을 제외한 수정 EPS 적용

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 만도 지역별 EBIT 추이



주: 2016년 2분기까지 영업이익 기준이며 이후 EBIT(영업이익+법인세비용-금융수익+금융비용+지분법수익)

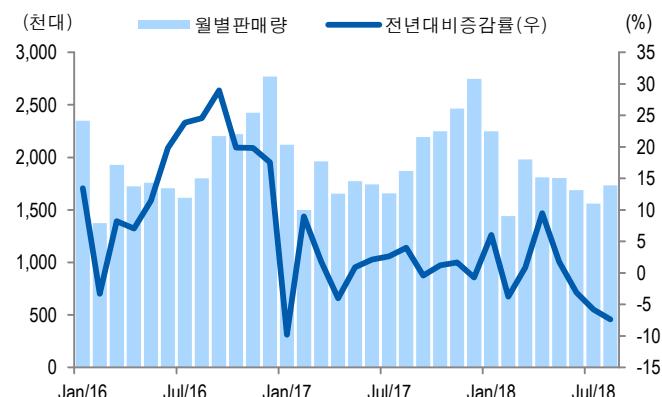
자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 현대차 신차출시 스케줄

지역	구분	2017		2018				2019
		4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
한국	Sedan			벨로스터		아반떼 F/L	G90 F/L	쏘나타, G80
	SUV			싼타페		투싼 F/L	신형 E SUV	신형 A SUV,
	xEV			NEXO	코나 EV			
미국	Sedan	Accent				벨로스터,G70		
	SUV		코나			싼타페	투산 F/L	
	xEV					코나 EV,		
유럽	Sedan	G70				싼타페	투산 F/L	
	SUV		코나			코나 EV		
	xEV							
중국	Sedan	Sonata F/L					라페스타	
	SUV	ix35		엔시노(코나)		투싼 F/L	싼타페	
	xEV					쏘나타 PHEV		

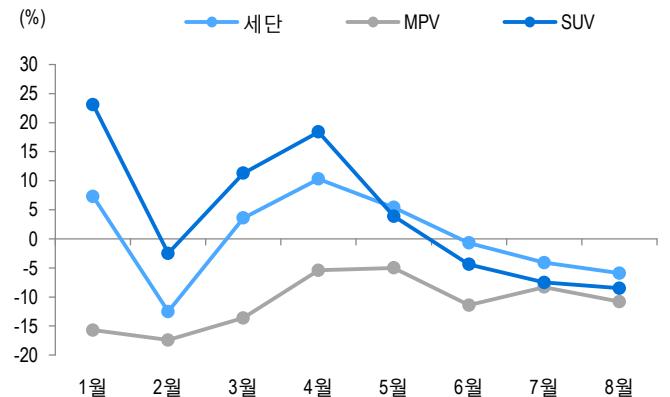
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 중국 소매 승용차판매량 현황: 3개월 연속 시장 감소



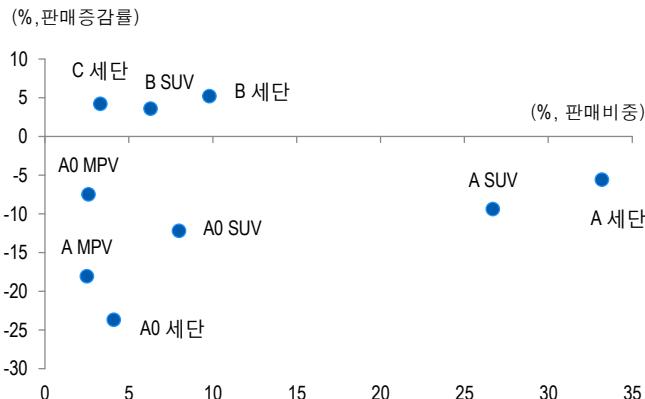
자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 중국 2018년 차종별 판매증감률 추이



자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

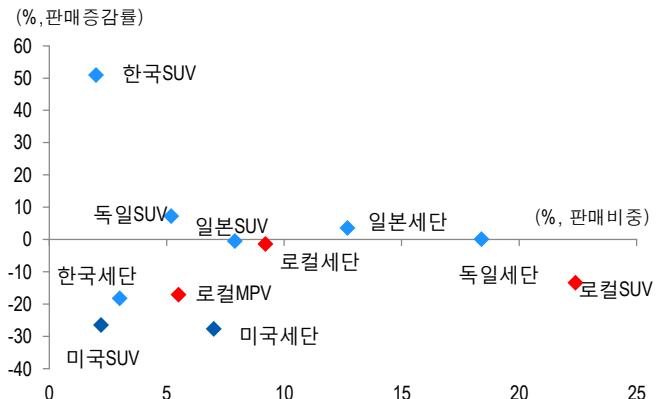
[그림 7] 중국 세그먼트별 8월 판매 현황



자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

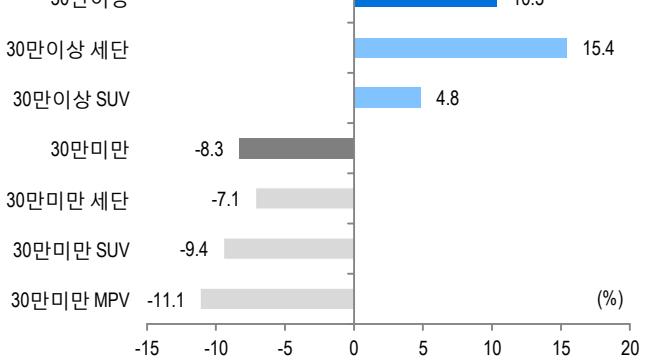
[그림 8] 중국 국가 및 세그먼트별 8월 판매 현황

[그림 8] 중국 국가 및 세그먼트별 8월 판매 현황



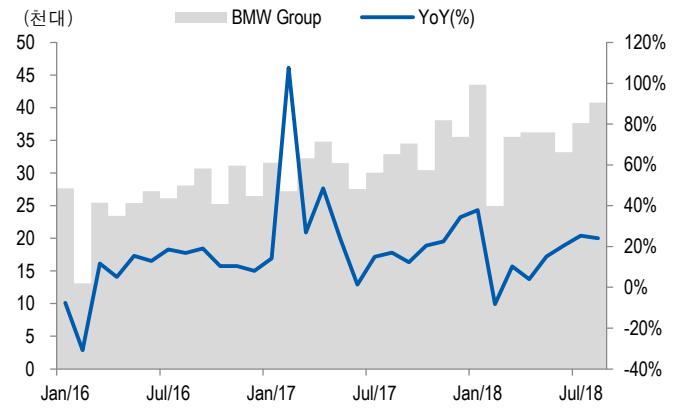
자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 중국 자동차가격별 판매량 현황



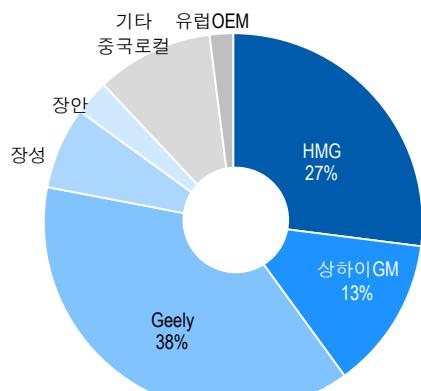
자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] BMW 중국 판매 추이



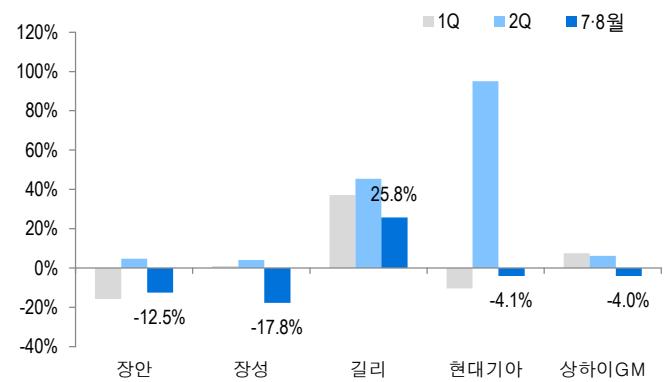
자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 만도 중국 고객사별 매출 비중



자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 만도 중국 고객사별 2018년 분기판매 현황



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

## 만도(204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,664	56,847	58,275	63,912	68,709
매출원가	50,054	50,122	50,522	54,821	58,517
매출총이익	8,610	6,725	7,752	9,090	10,192
판관비	5,560	5,890	5,216	6,134	6,938
영업이익	3,050	835	2,536	2,957	3,253
EBITDA	5,336	3,286	5,159	5,687	6,088
영업외순익	-259	-643	-367	-274	-259
외환관련순익	69	-121	62	14	-7
이자순익	-325	-313	-238	-240	-242
관계기업관련순익	53	33	46	48	49
기타	-56	-241	-238	-95	-59
법인세비용차감전순순익	2,791	193	2,169	2,683	2,994
법인세비용	690	10	494	542	605
계속사업순순익	2,101	183	1,675	2,141	2,390
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,675	2,141	2,390
지배지분순이익	1,995	48	1,565	2,002	2,234
포괄순이익	2,072	-462	1,675	2,141	2,390
지배지분포괄이익	1,975	-563	2,043	2,611	2,914

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	23,567	24,527	26,631
현금및현금성자산	1,847	1,188	1,415	928	1,497
매출채권 및 기타채권	14,277	14,445	17,133	18,331	19,602
재고자산	3,364	3,134	3,508	3,758	4,022
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	48,450	50,170	53,024
유동부채	17,530	19,536	20,152	19,627	20,104
매입채무 및 기타채무	13,394	12,801	14,516	15,439	16,416
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	12,464	12,986	13,510
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	32,616	32,614	33,614
지배지분	14,647	13,517	15,107	16,690	18,389
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,542	6,044	7,401	8,984	10,683
비지배지분	504	605	727	866	1,021
자본총계	15,151	14,123	15,834	17,556	19,410
순차입금	10,889	11,827	12,095	11,634	11,065
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	3,193	4,323	4,639
당기순이익	2,101	183	1,675	2,141	2,390
감가상각비	2,008	2,096	2,194	2,266	2,340
외환순이익	-38	-23	-62	-14	7
종속,관계기업관련순익	-53	-33	-46	-48	-49
자산부채의 증감	-1,704	-1,935	-1,215	-501	-535
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	-1,786	-1,070
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	-419	-535
기타현금흐름	10	3	-623	-419	-535
연결범위변동 등 기타	-31	-64	154	419	535
현금의 증감	-151	-659	227	-487	569
기초 현금	1,998	1,847	1,188	1,415	928
기말 현금	1,847	1,188	1,415	928	1,497
NOPLAT	3,050	835	2,536	2,957	3,253
FCF	-487	-1,550	942	1,781	1,995

자료: 유안타증권

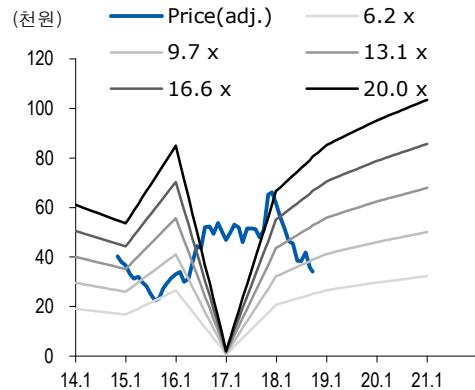
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

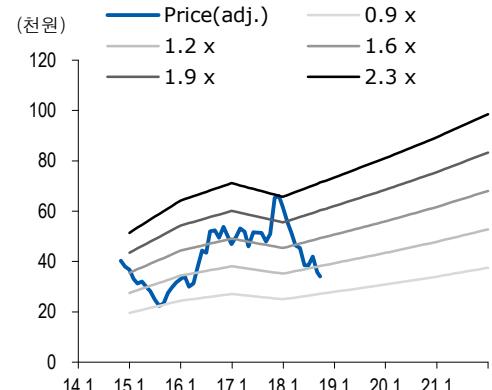
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,249	102	3,332	4,263	4,758
BPS	31,280	28,868	32,262	35,644	39,272
EBITDAPS	56,818	34,985	54,928	60,554	64,820
SPS	124,930	121,062	124,102	136,106	146,322
DPS	1,000	200	200	200	200
PER	50.2	2,599.3	10.2	8.0	7.2
PBR	6.8	9.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.6	5.0	4.6
PSR	1.7	2.2	0.3	0.3	0.2
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.7	-3.1	2.5	9.7	7.5
영업이익 증가율 (%)	14.8	-72.6	203.6	16.6	10.0
지배순이익 증가율 (%)	58.6	-97.6	3,171.2	28.0	11.6
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.3	14.2	14.8
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	8.9	8.9	8.9
ROIC	9.3	3.1	7.2	8.2	8.6
ROA	4.6	0.1	3.4	4.1	4.3
ROE	14.3	0.3	10.9	12.6	12.7
부채비율 (%)	194.7	215.2	206.0	185.8	173.2
순차입금/자기자본 (%)	74.3	87.5	80.1	69.7	60.2
영업이익/금융비용 (배)	8.0	2.4	9.1	10.5	11.4

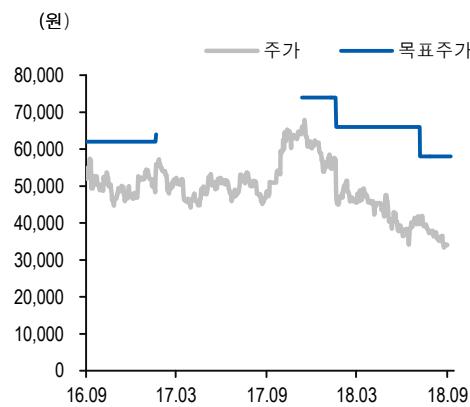
## P/E band chart



## P/B band chart



## 만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-09-21	BUY	58,000	1년		
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

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-09-19

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

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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.