

만도(204320)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

이젠 중국에 대한 미련을 놔주자

선제적인 가이드نس 하향으로 컨센서스 하회폭 축소
 연간 가이드نس 하향, 4분기 가이드نس는 다소 공격적
 중국 미련을 버리고 19년에 부각될 ADAS와 인도에 집중

Facts: 선제적인 가이드نس 하향으로 컨센서스 하회폭 축소

만도의 3분기 실적은 중국이 부진한 가운데 미국이 선방했다. 영업이익은 501억 원으로(흑전, 영업이익률 3.6%) 추정치와 컨센서스를 각각 4%, 11% 하회했다. 하회 배경은 중국 판매가 부진한 가운데 R&D 비용이 예상보다 크게 반영됐기 때문이다. 만도는 자동차 섹터 내에서 3분기 중국의 부진에 대해 조기에 시장과 소통하면서 시장 충격을 최소화했다. 단 그 대가로 주가도 가파르게 하락해 왔다.

Pros & cons: 연간 가이드نس 하향, 4분기 가이드نس는 다소 공격적

연간 가이드نس를 소폭 하향했다. 매출을 기존 6조원에서 5.9조원으로 하향했으며, 영업이익률도 4.5%에서 4.3%로 하향했다. 수정된 연간 가이드نس를 4분기 실적으로 환산시 매출액 1.7조원에 영업이익이 940억원(영업이익률 5.5%)에 달한다. 그러나 4분기 수익성 불확실성을 감안시 영업이익이 이보다는 낮을 전망이다(713억원 추정). 이밖에 3분기 전장매출 비중은 50%로 상승세가 이어졌으며(17년 45%) 운전보조장치(ADAS) 매출은 전년동기대비 44%나 증가하며 매출비중이 9.4%로 늘었다(17년 6.4%). 3분기 누적 수주는 6.4조원이었으며 회사는 4분기 추가 수주를 통해 연간 수주목표 10조원을 초과한 12조원이 달성 가능하다고 밝혔다.

Action: 중국 미련을 버리고 19년에 부각될 ADAS와 인도에 집중

중국만 바라보면 만도에 대한 답이 쉽게 나오지 않는다. 최근에는 현대기아뿐만 아니라 중국 로컬업체들도 부진하기 때문이다. 다만 중국 부진요인은 연초부터 하락한 주가에 대부분 반영됐다는 판단이다. 오히려 중장기 관점에서 다른 투자포인트인 ADAS와 인도에 주목하는 편이 낫다. 이는 19년 3월 신형 쏘나타 출시 전후로 만도의 ADAS 수주가 부각되고, 19년 3분기 기아차 인도공장 양산 전후로 만도의 인도 매출 성장성이 부각될 수 있기 때문이다. 목표주가 41,000원을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 41,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/26)	2,027
주가(10/26)	28,650
시가총액(십억원)	1,345
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저가(원)	67,900/26,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,331
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.4/26.0
주요주주(%)	한라홀딩스 외 10인 30.3
	국민연금 12.0

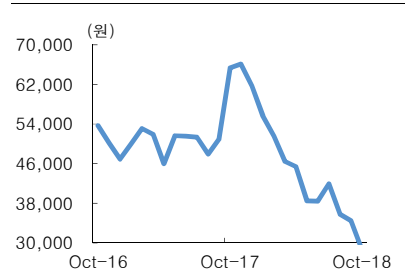
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	604.9	10.7	8.6
PBR(x)	2.1	1.0	1.0
ROE(%)	0.3	9.3	11.7
DY(%)	0.3	2.4	3.5
EV/EBITDA(x)	12.6	5.4	5.3
EPS(원)	102	2,683	3,325
BPS(원)	28,898	28,597	28,146

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.3)	(33.8)	(55.7)
KOSPI 대비(%p)	(4.0)	(15.7)	(37.4)

주가추이



자료: WISEfn

김진우, CFA

jjinwoo.kim@truefriend.com

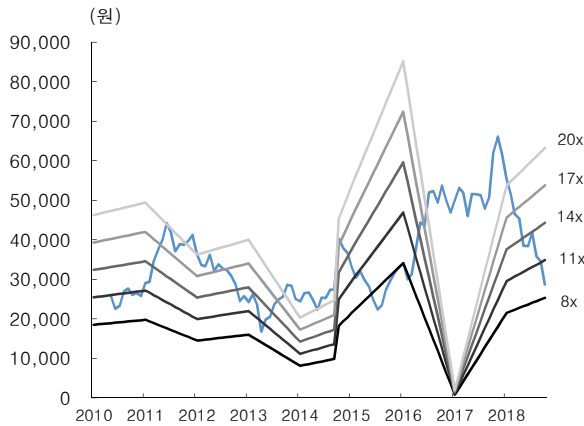
<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	1,351	1,510	1,346	1,433	1,399	(2.4)	3.6	1,405
영업이익	(96)	64	43	66	50	(24.5)	흑전	56
영업이익률	(7.1)	4.2	3.2	4.6	3.6	(1.0)	10.7	4.0
세전이익	(123)	44	38	49	34	(30.7)	흑전	50
순이익	(95)	34	23	37	24	(33.2)	흑전	36

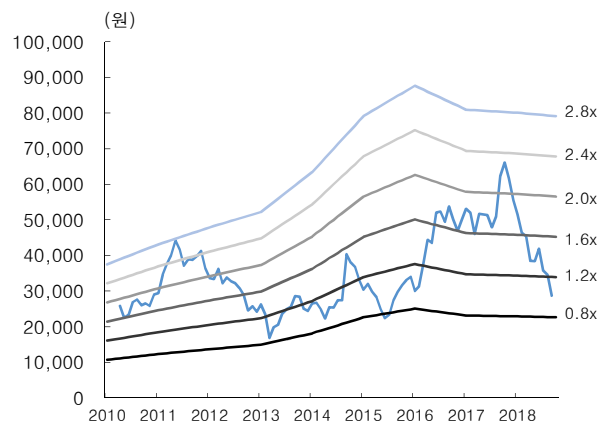
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

<표 2> 3분기 지역별 실적비교

(단위: 십억원, %)

		추정	실제	차이
매출	한국	779	754	(3.2)
	중국	404	367	(9.1)
	미국	195	252	29.5
	기타	189	185	(2.2)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	5,691	6,226	5,865	6,319	3.0	1.5
영업이익	233	266	231	263	(1.0)	(1.0)
영업이익률	4.1	4.3	3.9	4.2	(0.2)	(0.1)
지분법이익	5	5	5	5	0.0	(1.5)
순이익	130	158	126	156	(3.5)	(1.8)

자료: 한국투자증권

<표 4> 2019년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	한국	3,302	3,276	(0.8)
	중국	2,025	1,948	(3.8)
	미국	830	959	15.6
	기타	805	801	(0.6)
영업이익	한국	106	105	(0.8)
	중국	111	107	(3.8)
	미국	17	19	15.6
	기타	32	32	(0.6)
영업이익률	한국	3.2	3.2	0.0
	중국	5.5	5.5	0.0
	미국	2.0	2.0	0.0
	기타	4.0	4.0	0.0

자료: 한국투자증권

<표 5> 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
실적													
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,346	1,433	1,399	1,686	5,866	5,685	5,865	6,319	6,839
영업이익	60	55	(96)	64	43	66	50	71	305	84	231	263	319
영업이익률	4.2	4.0	(7.1)	4.2	3.2	4.6	3.6	4.2	5.2	1.5	3.9	4.2	4.7
세전이익	48	50	(123)	44	38	49	34	60	279	19	181	216	268
순이익	33	33	(95)	34	23	37	24	42	199	5	126	156	193
YoY													
매출액	4.7	(3.2)	(0.4)	(11.3)	(5.9)	2.9	3.6	11.7	10.7	(3.1)	3.2	7.7	8.2
영업이익	7.9	(14.7)	적전	(42.0)	(28.3)	20.1	흑전	12.2	14.8	(72.6)	176.6	13.9	21.2
순이익	(17.6)	(22.6)	적전	(54.6)	(29.8)	9.9	흑전	23.5	58.6	(97.6)	2,526.8	23.9	24.1
지역별 매출 YoY													
한국	7.5	(0.4)	10.8	(13.8)	(8.3)	(1.6)	(3.2)	0.0	2.3	(0.7)	(3.2)	6.9	5.2
중국	3.3	(23.2)	(6.5)	(2.3)	(5.7)	28.1	(1.5)	0.7	23.5	(6.9)	3.8	13.9	12.8
글로벌 OEM 향	(20.9)	(47.3)	(26.7)	(22.5)	(23.7)	34.3	(2.2)	(9.2)	14.8	(28.7)	(4.2)	10.0	10.0
로컬 OEM 향	52.7	17.8	26.8	29.3	13.4	23.4	(0.8)	10.0	40.8	30.9	11.2	17.0	15.0
미국	4.7	(13.3)	(26.4)	(32.7)	(26.9)	(10.5)	23.0	35.0	10.3	(18.3)	1.8	2.0	2.0
기타	3.9	14.3	13.3	9.2	12.7	1.4	7.6	10.0	21.2	11.6	7.8	8.0	10.0

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

만도는 국내 최고 기술력을 보유한 자동차부품업체. 만도는 1962년 설립되었으며 1993년 자체개발 ABS를 국내 최초로 생산함. 그러나 한라그룹의 부도로 2000년 선세이자에게 인수되었으며 2008년 한라건설이 만도를 다시 인수. 글로벌 부품사 순위는 꾸준히 상승해 2016년 기준으로 46위(vs 모비스 7위, 현대위아 34위). 국내공장 3개를 비롯해 중국, 인도, 브라질, 미국, 유럽 등지에 사업장을 가지고 있음. 이 중 중국은 매출의 28%를 차지하는 핵심 지역(2017년 기준).

- EPB(Electronic Parking Brake): 전자식 주차 시스템으로 정차 중 브레이크 페달을 밟고 있지 않아도 차량이 앞으로 나가지 않도록 주차 상태를 유지
- EPS(Electronic Power Steering): 전자식 파워스티어링으로 기존 유압식 스티어링 대신 전기모터가 조향력을 보조
- ABS(Anti-Lock Braking System): 잠김 방지 브레이크 시스템으로 급제동에 의한 타이어 잠김을 방지
- ESC(Electronic Stability Control): 유사시 브레이크/엔진을 제어해 위급한 상황에서 차량 자세를 안정적으로 유지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,101	2,021	2,085	2,246	2,432
현금성자산	185	119	123	132	143
매출채권및기타채권	1,428	1,445	1,490	1,606	1,738
재고자산	336	313	323	348	377
비유동자산	2,363	2,430	2,447	2,566	2,792
투자자산	120	119	123	132	143
유형자산	1,900	1,905	1,905	1,983	2,160
무형자산	197	223	230	248	268
자산총계	4,464	4,451	4,532	4,813	5,223
유동부채	1,753	1,954	1,988	2,238	2,485
매입채무및기타채무	1,339	1,280	1,321	1,423	1,540
단기차입금및단기사채	165	101	64	148	232
유동성장기부채	141	464	488	522	522
비유동부채	1,196	1,085	1,093	1,073	1,156
사채	449	299	219	174	174
장기차입금및금융부채	534	476	554	554	608
부채총계	2,949	3,039	3,081	3,311	3,641
지배주주지분	1,465	1,352	1,338	1,316	1,296
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
기타자본	199	199	199	199	199
이익잉여금	654	604	607	603	599
비지배주주지분	50	61	113	185	286
자본총계	1,515	1,412	1,451	1,502	1,582

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	350	277	426	481	576
당기순이익	210	18	136	162	201
유형자산감가상각비	201	210	210	213	226
무형자산상각비	28	35	39	42	45
자산부채변동	(170)	(193)	(15)	(24)	(16)
기타	81	207	56	88	120
투자활동현금흐름	(366)	(377)	(275)	(378)	(498)
유형자산투자	(336)	(286)	(215)	(296)	(408)
유형자산매각	8	3	5	5	5
투자자산순증	23	(17)	(17)	(23)	(24)
무형자산순증	(70)	(66)	(46)	(60)	(66)
기타	9	(11)	(2)	(4)	(5)
재무활동현금흐름	4	41	(147)	(93)	(66)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	58	95	(15)	74	138
배당금지급	(55)	(54)	(9)	(33)	(47)
기타	1	0	(123)	(134)	(157)
기타현금흐름	(3)	(6)	0	0	0
현금의증가	(15)	(66)	4	9	11

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

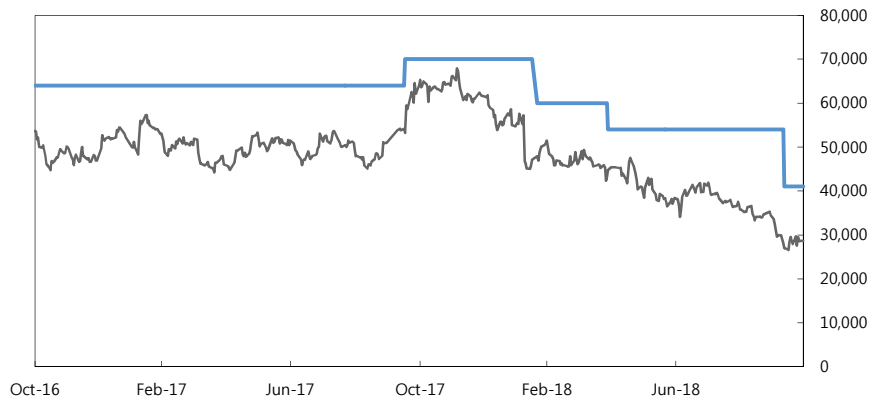
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,866	5,685	5,865	6,319	6,839
매출원가	5,005	5,012	5,094	5,474	5,891
매출총이익	861	673	771	844	948
판매관리비	556	589	540	581	629
영업이익	305	84	231	263	319
금융수익	24	28	28	28	28
이자수익	5	4	4	4	5
금융비용	57	61	59	60	63
이자비용	38	35	36	36	39
기타영업외손익	2	(34)	(19)	(20)	(22)
관계기업관련손익	5	3	3	4	4
세전계속사업이익	279	19	181	216	268
법인세비용	69	1	45	54	67
연결당기순이익	210	18	136	162	201
지배주주지분순이익	199	5	126	156	193
기타포괄이익	(3)	(64)	(64)	(64)	(64)
총포괄이익	207	(46)	71	98	137
지배주주지분포괄이익	197	(56)	19	26	36
EBITDA	534	329	480	518	590

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	4,261	102	2,683	3,325	4,126
BPS	31,303	28,898	28,597	28,146	27,713
DPS	1,000	200	700	1,000	1,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	10.7	(3.1)	3.2	7.7	8.2
영업이익증가율	14.8	(72.6)	176.6	13.9	21.2
순이익증가율	58.6	(97.6)	2,526.8	23.9	24.1
EPS증가율	58.6	(97.6)	2,525.3	23.9	24.1
EBITDA증가율	8.8	(38.4)	46.0	8.0	14.0
수익성(%)					
영업이익률	5.2	1.5	3.9	4.2	4.7
순이익률	3.4	0.1	2.1	2.5	2.8
EBITDA Margin	9.1	5.8	8.2	8.2	8.6
ROA	4.9	0.4	3.0	3.5	4.0
ROE	14.3	0.3	9.3	11.7	14.8
배당수익률	2.1	0.3	2.4	3.5	4.2
배당성향	23.5	195.8	26.1	30.1	29.1
안정성					
순차입금(십억원)	1,097	1,183	1,162	1,223	1,347
차입금/자본총계비율(%)	85.7	94.9	91.3	93.1	97.1
Valuation(X)					
PER	11.0	604.9	10.7	8.6	6.9
PBR	1.5	2.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.3	12.6	5.4	5.3	5.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
만도(204320)	2016.10.27	매수	64,000원	-22.0	-10.5
	2017.10.17	매수	70,000원	-14.5	-3.0
	2018.02.19	매수	60,000원	-21.6	-14.2
	2018.04.27	매수	54,000원	-28.4	-11.9
	2018.10.11	매수	41,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 29일 현재 만도 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.