

만도 (204320)

자동차부품
남정미


02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	48,000원 (D)
현재주가 (10/26)	28,650원
상승여력	68%

시가총액	13,453억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	132억원
60일 평균 거래량	389,551주
52주 고	67,900원
52주 저	26,550원
외인지분율	25.98%
주요주주	한라홀딩스 외 10 인 30.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.3)	(28.0)	(55.7)
상대	(4.6)	(18.7)	(45.7)
절대(달러환산)	(19.2)	(29.4)	(56.3)

ADAS 매출 성장 지속

3Q18 Review: 북미지역 매출확대로 중국 매출 둔화 방어

만도 3분기 매출 및 영업이익은 1조 3,990억원(YoY+3.6%), 501억원(YoY 흑전)으로 컨센서스를 하회하였다. 분기순이익은 270억원(YoY+흑전)을 기록하였다. 전년 통상임금 제외 영업이익은 617억원 임을 감안시 실적은 전년대비 18.8% 감소하였다. 3분기 매출은 ① 중국로컬업체 및 HMG 중국공장 출하량 감소에 따른 매출 정체, ②연휴에 따른 국내 완성차생산 감소에도 불구하고, ③ GM, 포드, 북미 전 기차업체향 매출 확대 등으로 전년대비 4% 성장하였다. 다만, 타 지역대비 수익성이 여전히 높은 중국 매출 감소로 수익성이 악화되며 영업이익은 감소하였다.

3분기까지 수주는 6.4조원으로 달성하였으며 이 중 비현대차 수주가 54%로 향후 고객 다변화로 연결될 전망이다. 기존 2018년 수주목표는 10조원이었으나 4분기 발주상황 등을 반영하여 수주목표를 12조원으로 상향조정하였다. ADAS 매출은 1,330억원으로 YoY+44% 성장하며 전체 매출 대비 9.5%(2Q18 9.3%)를 기록하였다.

4분기 북미OEM 중심의 매출 확대로 실적 개선 전망

동사는 3분기 실적부진 등을 반영하여 2018년 연간실적 가이던스를 매출 6조→5.9조, 영업이익률 4.5%→4.3%로 하향조정하였다. 이에 따른 4분기 매출은 1.7조원, 영업이익은 939억원이다. 우리는 4분기 매출은 1.6조원(YoY+7.7%), 영업이익은 839억원(+32.2%) 시현하며 가이던스를 소폭 하회할 것으로 예측한다. 북미OEM 및 유럽OEM향 프로그램 매출 본격화, 인도 등 신흥시장 성장세 지속으로 4분기 이후 매출은 성장할 것으로 전망한다. 다만, 중국 시장 감소에 대한 리스크를 반영하여 길리를 제외한 중국로컬업체에 대한 매출을 하향조정하였다. 또한, 현대·기아차 신형 SUV 매출 증가로 ADAS 매출 및 이익은 지속 증가할 것으로 예상된다.

주요 성장동력 ADAS 매출 2022년까지 연평균 21% 증가 예상

동사는 실적발표에서 ADAS 매출이 2022년까지 5Yr CAGR 21% 증가할 것이라고 설명하였다. 이는 현대차그룹만을 반영한 수치로 향후 타 OEM으로의 ADAS 수주 확대 가능성 등을 고려시 성장성은 더 높을 것으로 판단한다. ADAS제품의 경우, 기존 기계식제품 등 대비 수익성이 높아 ADAS 매출 성장과 더불어 영업이익률도 동시에 개선될 것으로 예상된다. 중국로컬업체에 대한 우려가 존재하나 최근 3개월간 시장대비 주기가 20% 하회하며 과도하게 반영되었다고 판단한다.

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 목표주가는 ADAS 관련 글로벌Peer 밸류에이션 하락(12.5 배→11배) 등을 반영하여 48,000원으로 하향조정하였다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,990	3.6	-2.4	14,052	-0.4
영업이익	501	흑전	-24.5	564	-11.2
세전계속사업이익	432	흑전	-11.9	503	-14.1
지배순이익	322	흑전	-11.9	358	-10.2
영업이익률 (%)	3.6	흑전	-1.0 %pt	4.0	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	흑전	-0.2 %pt	2.6	-0.3 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,664	56,847	58,051	63,845
영업이익	3,050	835	2,437	2,947
지배순이익	1,995	48	1,489	2,053
PER	50.2	2,599.3	9.0	6.6
PBR	6.8	9.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.2	4.5
ROE	14.3	0.3	10.4	12.9

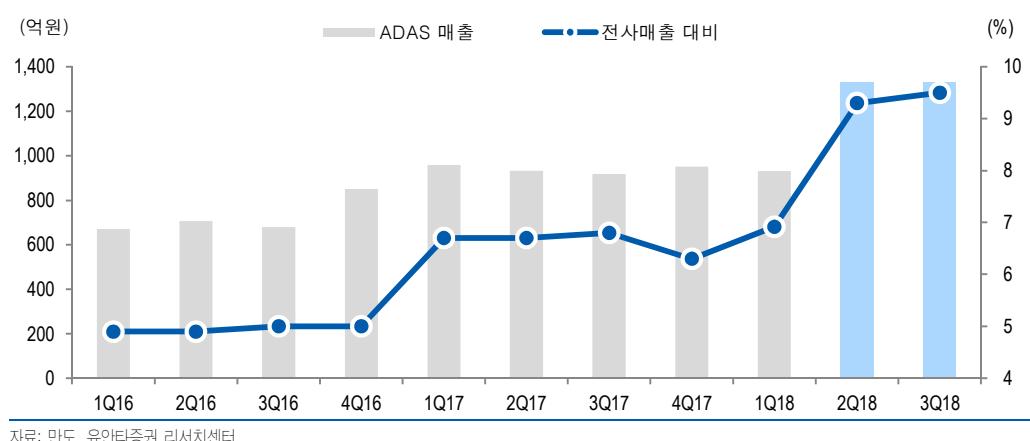
[표 1] 만도 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E
매출액	14,304	13,933	13,509	15,101	13,462	14,334	13,990	16,265	56,847	58,051
YoY Growth(%)	4.7%	-3.2%	-0.4%	-11.3%	-5.9%	2.9%	3.6%	7.7%	-3.1%	2.1%
영업이익	604	553	-956	635	433	664	501	839	835	2,437
YoY Growth(%)	7.9%	-14.7%	적전	-42.0%	-28.3%	20.1%	흑전	32.2%	-72.6%	191.8%
영업외손익	-125	-55	-271	-191	-53	-173	-69	-71	-643	-367
세전이익	478	497	-1,227	444	380	490	432	768	193	2,070
YoY Growth(%)	-8.4%	-5.0%	-299.4%	-60.7%	-20.7%	-1.4%	-135.2%	73.0%	-93.1%	974.5%
당기순이익	352	360	-916	386	247	391	344	612	183	1,594
YoY Growth(%)	-14.9%	-20.4%	-303.3%	-50.8%	-29.7%	8.4%	-137.6%	58.5%	-91.3%	773.2%
영업이익률	4.2%	4.0%	-7.1%	4.2%	3.2%	4.6%	3.6%	5.2%	1.5%	4.2%
YoY Change(%)	0.1%p	-0.5%p	-12.6%p	-2.2%p	-1.0%p	0.7%p	10.7%p	1.0%p	-3.7%p	2.7%p
당기순이익률	2.5%	2.6%	-6.8%	2.6%	1.8%	2.7%	2.5%	3.8%	0.3%	2.7%
YoY Change(%)	-0.6%p	-0.6%p	-10.1%p	-2.0%p	-0.6%p	0.1%p	9.2%p	1.2%p	-3.3%p	2.4%p

자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 만도 ADAS 매출 추이



자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,664	56,847	58,051	63,845	66,740
매출원가	50,054	50,122	50,315	54,773	57,100
매출총이익	8,610	6,725	7,736	9,072	9,641
판관비	5,560	5,890	5,299	6,124	6,514
영업이익	3,050	835	2,437	2,947	3,127
EBITDA	5,336	3,286	5,060	5,678	5,961
영업외순익	-259	-643	-367	-191	-192
외환관련순익	69	-121	62	14	-7
이자순익	-325	-313	-237	-240	-242
관계기업관련순익	53	33	46	48	49
기타	-56	-241	-238	-13	8
법인세비용차감전순순익	2,791	193	2,070	2,757	2,935
법인세비용	690	10	476	561	597
계속사업순순익	2,101	183	1,594	2,196	2,338
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,594	2,196	2,338
지배지분순이익	1,995	48	1,489	2,053	2,186
포괄순이익	2,072	-462	1,594	2,196	2,338
지배지분포괄이익	1,975	-563	1,944	2,678	2,851

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	23,590	24,270	25,884
현금및현금성자산	1,847	1,188	1,267	1,082	1,856
매출채권 및 기타채권	14,277	14,445	17,274	17,991	18,686
재고자산	3,364	3,134	3,537	3,687	3,831
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	48,473	49,913	52,277
유동부채	17,530	19,536	20,254	19,382	19,444
매입채무 및 기타채무	13,394	12,801	14,617	15,194	15,756
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	12,466	12,980	13,494
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	32,720	32,363	32,938
지배지분	14,647	13,517	15,031	16,686	18,323
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,542	6,044	7,325	8,980	10,617
비지배지분	504	605	722	864	1,016
자본총계	15,151	14,123	15,753	17,550	19,339
순차입금	10,889	11,827	12,243	11,480	10,706
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	3,045	4,604	4,858
당기순이익	2,101	183	1,594	2,196	2,338
감가상각비	2,008	2,096	2,194	2,266	2,340
외환손익	-38	-23	-62	-14	7
증속,관계기업관련손익	-53	-33	-46	-48	-49
자산부채의 증감	-1,704	-1,935	-1,281	-275	-264
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	-1,745	-1,098
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	-398	-549
기타현금흐름	10	3	-623	-398	-549
연결범위변동 등 기타	-31	-64	154	398	549
현금의 증감	-151	-659	80	-186	774
기초 현금	1,998	1,847	1,188	1,267	1,082
기말 현금	1,847	1,188	1,267	1,082	1,856
NOPLAT	3,050	835	2,437	2,947	3,127
FCF	-487	-1,550	794	1,995	2,160

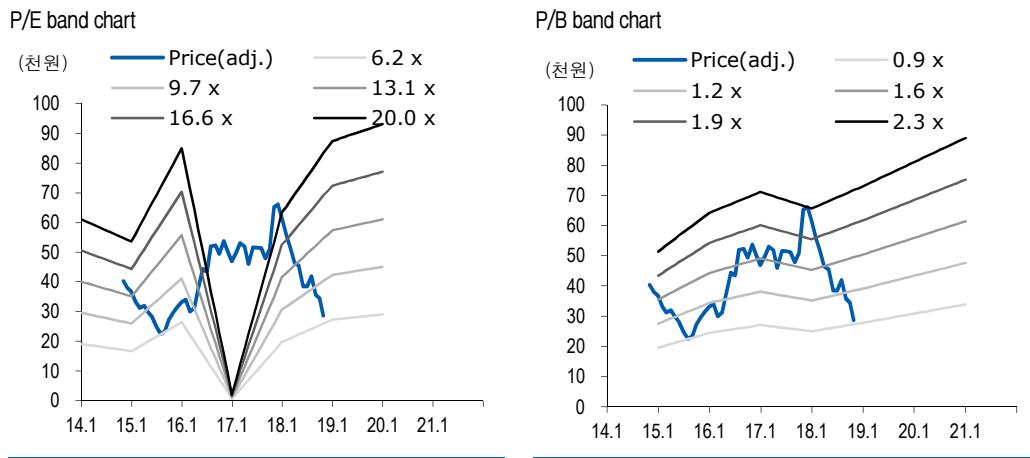
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

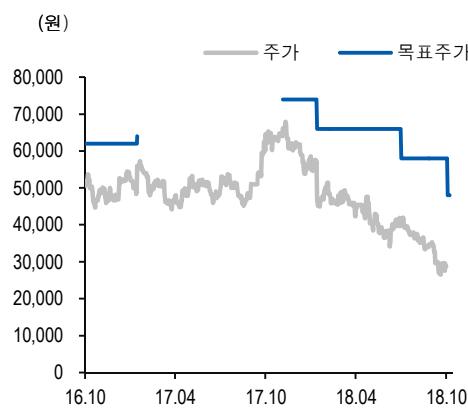
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	3,170	4,373	4,655
BPS	31,280	28,868	32,100	35,635	39,130
EBITDAPS	56,818	34,985	53,876	60,457	63,470
SPS	124,930	121,062	123,625	135,964	142,130
DPS	1,000	200	200	200	200
PER	50.2	2,599.3	9.0	6.6	6.2
PBR	6.8	9.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.2	4.5	4.2
PSR	1.7	2.2	0.2	0.2	0.2
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.7	-3.1	2.1	10.0	4.5
영업이익 증가율 (%)	14.8	-72.6	191.8	20.9	6.1
지배순이익 증가율 (%)	58.6	-97.6	3,012.5	37.9	6.5
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.3	14.2	14.4
영업이익률 (%)	5.2	1.5	4.2	4.6	4.7
지배순이익률 (%)	3.4	0.1	2.6	3.2	3.3
EBITDA 마진 (%)	9.1	5.8	8.7	8.9	8.9
ROIC	9.3	3.1	6.9	8.2	8.4
ROA	4.6	0.1	3.2	4.2	4.3
ROE	14.3	0.3	10.4	12.9	12.5
부채비율 (%)	194.7	215.2	207.7	184.4	170.3
순차입금/자기자본 (%)	74.3	87.5	81.5	68.8	58.4
영업이익/금융비용 (배)	8.0	2.4	8.7	10.5	11.0



만도(204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-29	BUY	48,000	1년		
2018-07-27	BUY	58,000	1년	-40.64	-27.76
2018-02-07	BUY	66,000	1년	-33.87	-21.97
2017-11-30	BUY	74,000	1년	-19.84	-8.24
2017-02-08	BUY	64,000	1년	-18.65	2.03
2016-09-28	BUY	62,000	1년	-19.43	-8.06

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)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-26

※ 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.