

## Company Brief

2018-11-07

만도(204320)

## 중국에 대한 우려는 이미 반영

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000 원(하향)
종가(2018/11/06)	32,450 원

Stock Indicator	
자본금	47십억원
발행주식수	4,696만주
시가총액	1,524십억원
외국인지분율	26.4%
52주 주가	26,550~339,500원
60일평균거래량	406,128주
60일평균거래대금	13.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	-17.7	-28.5	-49.5
상대수익률	16.2	-9.1	-13.4	-31.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	5,685	5,865	6,045	6,253
영업이익(십억원)	84	226	244	294
순이익(십억원)	5	121	146	187
EPS(원)	509	2,567	3,117	3,982
BPS(원)	143,931	29,183	29,931	31,544
PER(배)	605.8	12.6	10.4	8.1
PBR(배)	2.1	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	0.3	8.9	10.5	13.0
배당수익률(%)	0.3	2.5	3.1	3.1
EV/EBITDA(배)	30.5	9.7	9.4	8.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[자동차/타이어] 강동욱  
(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

## 3Q18 Review - 계속된 중국 부진 속 북미 선방

3 분기 매출액은 전년동기비 3.6% 증가한 1.4 조원, 영업이익은 흑자전환한 501 억원(OPM 3.6%)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 중국에서 주요 고객사의 부진이 지속되는 가운데 미국에서 개선되는 모습을 보였으나 예상보다 큰 R&D 비용 반영이 실적 부진의 원인이었다. 3 분기 R&D 비용은 매출액 대비 6.5% 수준으로 올해 목표인 5.3%를 초과했다. 북미에서는 전기차업체 양산 본격화에 더해 Ford의 양산 스케줄이 앞당겨지며 생각보다 빠른 매출 성장을 보였다. ADAS 부문 매출은 전년동기비 44% 증가한 1,330 억원, 매출 비중은 전년대비 3.0%p 증가한 9.4%를 기록했으며 High-single 수준의 높은 이익률을 유지하고 있다. 3 분기 누적 수주잔고는 6.4 조원이며 올해 목표였던 10 조원을 넘어 4 분기 추가 수주로 12 조원 달성이 가능할 것으로 예상된다.

## 4Q18 Preview - 연간 가이던스 하향에도 불구하고 공격적인 4 분기 목표

이번 실적발표에서 사측은 연간 가이던스를 소폭 하향했다. 매출액은 6 조원에서 5.9 조원으로 영업이익률은 4.5%에서 4.3%로 하향했다. 4 분기는 계절적 성수기이지만 비경상적 요인이 빈번하게 발생하는 분기이기도 하다. 연간 가이던스를 하향 조정했지만 4 분기만 놓고 보았을 때는 다소 공격적이라는 판단이다. 사측 가이던스 달성을 위해서는 매출액 1.7 조원, 영업이익 940 억원(OPM 5.5%)을 달성해야 하지만 4 분기 발생할지도 모를 비경상적 요인을 감안한다면 실적 불확실성이 존재한다. 내수에서의 영업일수 증가, 북미지역의 예상보다 빠른 매출 성장에도 불구하고 중국지역 경상화에는 시간이 좀 더 소요될 것이다. 사측 가이던스 대비 보수적으로 접근해 4 분기 매출액은 전년동기비 11.7% 증가한 1.69 조원, 영업이익은 662 억원(OPM 3.9%)로 전망한다.

## 투자전략 - 중국에 대한 우려는 이미 반영, 성장성으로 관점의 변화 필요

연초부터 하락하기 시작한 주가는 중국 부진에 대한 우려 때문으로 이는 대부분 반영되었다고 판단한다. 상대적으로 노출도가 커던 중국이기에 Earning 의 훼손은 불가피했다. 이제는 관점의 변화가 필요하다. 만도는 부품사 중 드물게 고객다변화가 잘 이뤄진 회사이다. 게다가 전통적인 샤시부품에서부터 전장부품, ADAS 까지 시스템 통합 능력을 갖춘 글로벌 몇 안되는 회사이기도하다. 전장부품과 ADAS 의 수주 잔고, 매출 비중은 빠르게 성장하고 있으며, 수익성 또한 높은 수준을 유지하고 있다. 이 부품군은 옵션채택률이 상승함에 따라 Upside Potential 이 기존 부품 대비 크다. 따라서 이를 통해 향후 빠른 믹스개선과 수익성 개선이 가능할 것이다. 중국으로부터 시작된 Earning 의 훼손을 고려 목표주가는 수정한 이익추정치를 반영한 2019E EPS 3,117 원에 Target PER 12.7 배를 적용해 기존 51,000 원에서 40,000 원으로 하향한다.

그림1. 만도 실적 Review

	(단위: 억원, %)								
	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	13,509	15,103	13,462	14,334	13,990	3.6%	-2.4%	14,052	-0.4%
영업이익	-956	635	433	664	501	흑자전환	-24.5%	564	-11.2%
%	-7.1	4.2	3.2	4.6	3.6	10.7%p	-1.0%p	4.0	-0.4%p
세전이익	-1,227	444	380	490	340	흑자전환	-30.7%	503	-32.4%
%	-9.1	2.9	2.8	3.4	2.4	11.5%p	-1.0%p	3.6	-1.1%p
지배주주순이익	-950	338	229	365	244	흑자전환	-33.2%	358	-31.9%
%	-7.0	2.2	1.7	2.5	1.7	8.8%p	-0.8%p	2.6	-0.8%p

자료: 만도, 하이투자증권

그림2. 만도 실적 및 전망 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	14,304	13,931	13,509	15,103	13,462	14,334	13,990	16,866	56,847	58,652	60,447
매출원가	12,273	11,966	12,799	13,084	11,804	12,305	12,168	14,594	50,122	50,871	52,377
%	85.8	85.9	94.7	86.6	87.7	85.8	87.0	86.5	88.2	86.7	86.6
판관비	1,427	1,413	1,667	1,384	1,225	1,366	1,320	1,610	5,890	5,521	5,629
%	10.0	10.1	12.3	9.2	9.1	9.5	9.4	9.5	10.4	9.4	9.3
영업이익	604	553	-956	635	433	664	501	662	835	2,259	2,441
%	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.6	3.6	3.9	1.5	3.9	4.0
영업외손익	-125	-55	-271	-191	-53	-173	-161	-152	-643	-540	-453
%	-0.9	-0.4	-2.0	-1.3	-0.4	-1.2	-1.2	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7
세전이익	478	497	-1,227	444	380	490	340	510	193	1,720	1,988
%	3.3	3.6	-9.1	2.9	2.8	3.4	2.4	3.0	0.3	2.9	3.3
법인세	127	137	-312	58	133	100	70	138	10	440	502
%	26.5	27.5	-25.4	13.1	34.9	20.3	20.6	27.0	5.3	25.6	25.3
당기순이익	352	360	-916	386	247	391	270	372	183	1,280	1,486
%	2.5	2.6	-6.8	2.6	1.8	2.7	1.9	2.2	0.3	22	25
지배주주순이익	327	332	-950	338	229	365	244	367	48	1,205	1,464
%	2.3	2.4	-7.0	2.2	1.7	2.5	1.7	2.2	0.1	21	24
YoY(%)											
매출액	4.7	-33	-0.4	-11.3	-5.9	29	3.6	11.7	-3.1	3.2	3.1
영업이익	7.9	-14.7	적자전환	-42.0	-28.3	201	흑자전환	4.2	-72.6	170.5	8.0
지배주주순이익	-17.6	-22.6	적자전환	-54.6	-29.8	99	흑자전환	84	-97.6	2,419.7	21.5

자료: 만도, 하이투자증권

그림3. 만도 목표주가 산정

	(단위: 원, 배, %)	
구분	내용	비고
만도 2019E EPS (a)	3,117	
적정 Valuation PER (b)	12.7	Global Peer Group 2019E 예상 PER 평균
적정주가 (a x b)	39,586	
목표주가	40,000	
현재주가 (11월 6일 종가)	32,450	
괴리를	23.3	

자료: Bloomberg, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,021	2,274	2,400	2,677
현금 및 현금성자산	119	329	404	614
단기금융자산	38	49	62	79
매출채권	1,445	1,490	1,536	1,589
재고자산	313	323	333	345
비유동자산	2,430	2,434	2,446	2,458
유형자산	1,905	1,945	1,987	2,022
무형자산	223	183	150	123
자산총계	4,451	4,708	4,846	5,136
유동부채	1,954	1,984	1,885	2,046
매입채무	1,280	1,275	1,276	1,287
단기차입금	101	151	151	201
유동성장기부채	464	449	349	449
비유동부채	1,085	1,285	1,485	1,535
사채	299	349	449	449
장기차입금	475	625	725	775
부채총계	3,039	3,269	3,370	3,581
지배주주지분	1,352	1,370	1,405	1,481
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602
이익잉여금	604	687	787	927
기타자본항목	199	199	199	199
비지배주주지분	61	68	70	73
자본총계	1,412	1,438	1,476	1,554

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,685	5,865	6,045	6,253
증가율(%)	-3.1	3.2	3.1	3.5
매출원가	5,012	5,087	5,238	5,412
매출총이익	673	778	807	841
판매비와관리비	589	552	563	547
연구개발비	141	145	150	155
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	84	226	244	294
증가율(%)	-72.6	170.5	8.0	20.3
영업이익률(%)	1.5	3.9	4.0	4.7
이자수익	4	9	12	17
이자비용	35	41	44	49
지분법이익(소실)	3	3	6	6
기타영업외손익	-34	-10	-15	-19
세전계속사업이익	19	172	199	253
법인세비용	1	44	50	63
세전계속이익률(%)	0.3	2.9	3.3	4.0
당기순이익	18	128	149	190
순이익률(%)	0.3	2.2	2.5	3.0
지배주주귀속 순이익	5	121	146	187
기타포괄이익	-64	-64	-64	-64
총포괄이익	-46	64	84	125
지배주주귀속총포괄이익	5	121	146	187

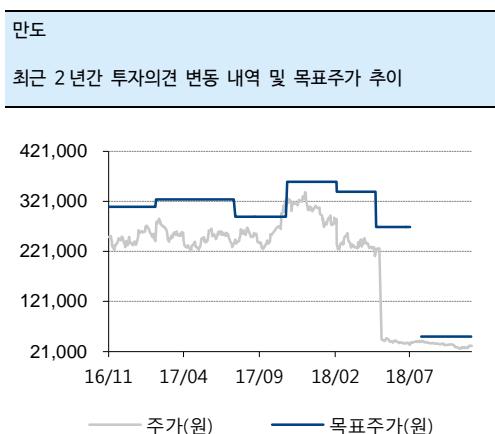
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	277	572	604	651
당기순이익	18	128	149	190
유형자산감가상각비	15	15	15	15
무형자산상각비	35	40	33	27
지분법관련손실(이익)	3	3	6	6
투자활동 현금흐름	-377	-272	-274	-278
유형자산의 처분(취득)	-286	-250	-250	-250
무형자산의 처분(취득)	-66	-	-	-
금융상품의 증감	-22	-10	-13	-17
재무활동 현금흐름	41	226	63	153
단기금융부채의증감	-56	50	-	50
장기금융부채의증감	140	150	100	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-54	-9	-37	-47
현금및현금성자산의증감	-66	210	76	210
기초현금및현금성자산	185	119	329	404
기말현금및현금성자산	119	329	404	614

주요특자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	509	2,567	3,117	3,982
BPS	143,931	29,183	29,931	31,544
CFPS	5,843	3,734	4,129	4,875
DPS	1,000	800	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	605.8	12.6	10.4	8.1
PBR	2.1	1.1	1.1	1.0
PCR	52.8	8.7	7.9	6.7
EV/EBITDA	30.5	9.7	9.4	8.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.3	8.9	10.5	13.0
EBITDA 이익률	2.4	4.8	4.8	5.4
부채비율	215.2	227.3	228.4	230.4
순부채비율	83.7	83.2	81.9	76.0
매출채권회전율(x)	4.0	4.0	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	17.5	18.4	18.4	18.4

자료 : 만도, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-02-07	Buy	325,000	6개월	-22.9%	-11.8%
2017-07-17	Buy	290,000	1년	-11.6%	11.4%
2017-10-30	Buy	360,000	1년	-15.5%	-5.7%
2018-02-07	Buy	340,000	1년	-31.0%	-24.3%
2018-04-27	Buy	270,000	1년	-81.5%	-15.9%
2018-07-27(담당자변경)	Buy	51,000	1년	-33.2%	-17.8%
2018-11-07	Buy	40,000	1년		

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 강동욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-