

만도 (204320)

자동차부품

남정미



02 3770 5587
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (D)
현재주가 (1/16)	31,600원
상승여력	33%

시가총액	14,838억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	130억원
60일 평균 거래량	440,209주
52주 고	58,600원
52주 저	26,550원
외인지분율	25.32%
주요주주	한라홀딩스 외 11 인 30.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	11.5	(43.4)
상대	3.0	13.5	(32.2)
절대(달려환산)	5.8	12.2	(46.3)

2019년 북미와 ADAS 성장성 지속

4Q18 Preview: 위축된 중국시장에 흔들린 실적

만도 4분기 매출 및 영업이익은 1,566억원(YoY+3.0%), 615억원(YoY-3%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 현대차그룹(HMG) 4분기 공장출하량 6.1% 증가, 북미OEM 신규프로그램 가동에도 불구하고, 중국시장수요 급감에 따른 HMG 및 중국로컬업체의 4분기 판매량 감소로 실적이 부진할 것으로 예상된다. 연말 특수 효과로 연간 판매량이 몰리는 12월 중국 판매가 19% 하락했다. 이에 만도 주요 중국로컬업체 고객 판매량이 4분기 -9~-22% 급감하였다. 특히 중국 매출의 35%이상 비중을 차지하는 길리차 판매도 12월 40% 급감하며 4분기 판매량이 -13% 감소하였다. 현재 중국공장 가동률은 70% 이하로 하락한 것으로 예상된다. 북미지역의 경우, 신규프로그램 가동 등의 효과로 매출이 전년 대비 10% 이상 증가하였을 것으로 예상된다.

북미지역과 ADAS 부문 개선에 따른 매출 증가 예상

2019년 동사 매출은 6조원을 시현하며 전년대비 4.8% 증가할 것으로 전망한다. 중국지역의 수요 감소 리스크가 확대되고 있으나, 이에 따른 중국 정부의 수요증진정책에 대한 기대감도 상승하고 있다. 부진한 중국 수요와 별개로 ①HMG 북미지역 공장가동률 상승 기대감, ②북미·유럽OEM 확대에 따른 매출증가, ③Full Chang 신형모델 확대에 따른 ADAS부품 성장으로 2019년 증익이 예상된다. 2018년 신형 쉐타페 출시로 ADAS 매출이 기존 6%에서 9% 이상으로 비중이 확대되었다. 올해는 펠리세이드, 텔루라이드, G80 및 신형 쏘나타 등 신차출시에 따라 ADAS 매출이 신차출시 영향으로 단계적으로 확대 될 것으로 예상된다. 중국시장 불확실성으로 단기적으로 성장성이 다소 낮아졌으나 현재 수주잔고(41조수준) 및 중국시장 정상화, ADAS부문 확대를 통해 2023년 매출 8조원으로 성장하는 중장기적 비전은 유효하다고 판단한다.

Fwd12M PER 9.3배. 주가에 중국리스크 기반형

2019년 이익추정치를 기존 전망치 대비 15% 하향조정하며, 목표주가를 42,000원으로 기존 대비 12.5% 하향하였다. 중국시장 불확실성을 반영하여 이익전망이 낮아졌으나, 동사의 주가가 이미 중국리스크를 반영하였다고 판단한다. 현재 Fwd12개월 PER은 9.3배로 동사의 ADAS 매출 성장 및 고객다변화 등의 요소를 반영하지 못하고 있다고 판단한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,560	3.0	11.3	16,292	-4.5
영업이익	615	-3.1	23.2	717	-14.3
세전계속사업이익	541	21.8	59.7	624	-13.4
지배순이익	388	14.6	59.7	451	-14.0
영업이익률 (%)	4.0	-0.2 %pt	+0.4 %pt	4.4	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	+0.3 %pt	+0.8 %pt	2.8	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,664	56,847	57,337	60,091
영업이익	3,050	835	2,211	2,591
지배순이익	1,995	48	1,225	1,584
PER	10.0	519.9	11.1	9.4
PBR	1.4	1.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.5	4.9
ROE	14.3	0.3	8.8	10.6

자료: 유안타증권

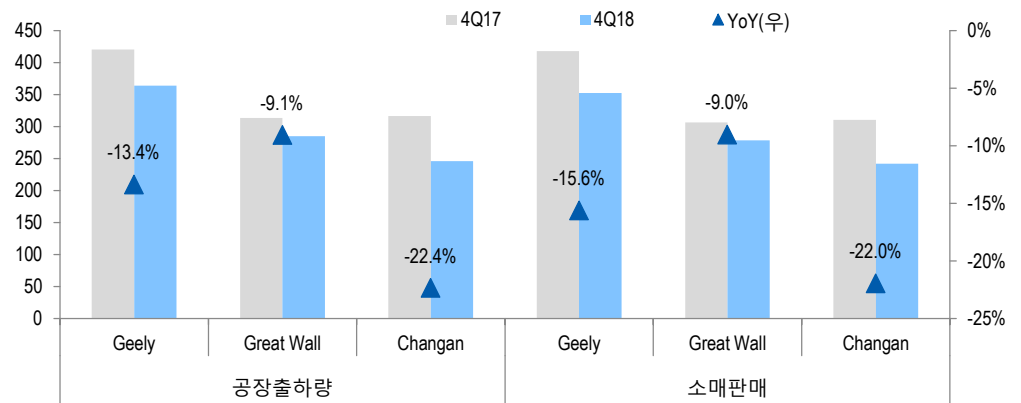
[표 1] 만도 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	14,304	13,933	13,509	15,101	13,462	14,334	13,981	15,560	56,847	57,337	60,091
YoY Growth(%)	4.7%	-3.2%	-0.4%	-11.3%	-5.9%	2.9%	3.5%	3.0%	-3.1%	0.9%	4.8%
영업이익	604	553	-956	635	433	664	499	615	835	2,211	2,591
YoY Growth(%)	7.9%	-14.7%	적전	-42.0%	-28.3%	20.1%	적전	-3.1%	-72.6%	164.7%	17.2%
영업외손익	-125	-55	-271	-191	-53	-173	-161	-74	-643	-462	-381
세전이익	478	497	-1,227	444	380	490	339	541	193	1,749	2,210
YoY Growth(%)	-8.4%	-5.0%	-299.4%	-60.7%	-20.7%	-1.4%	-127.6%	21.8%	-93.1%	808.0%	26.3%
당기순이익	352	360	-916	386	247	391	269	429	183	1,336	1,755
YoY Growth(%)	-14.9%	-20.4%	-303.3%	-50.8%	-29.7%	8.4%	-129.4%	11.2%	-91.3%	631.9%	31.4%
영업이익률	4.2%	4.0%	-7.1%	4.2%	3.2%	4.6%	3.6%	4.0%	1.5%	3.9%	4.3%
YoY Change(%)	0.1%p	-0.5%p	-12.6%p	-2.2%p	-1.0%p	0.7%p	10.6%p	-0.3%p	-3.7%p	2.4%p	0.5%p
당기순이익률	2.5%	2.6%	-6.8%	2.6%	1.8%	2.7%	1.9%	2.8%	0.3%	2.3%	2.9%
YoY Change(%)	-0.6%p	-0.6%p	-10.1%p	-2.0%p	-0.6%p	0.1%p	8.7%p	0.2%p	-3.3%p	2.0%p	0.6%p

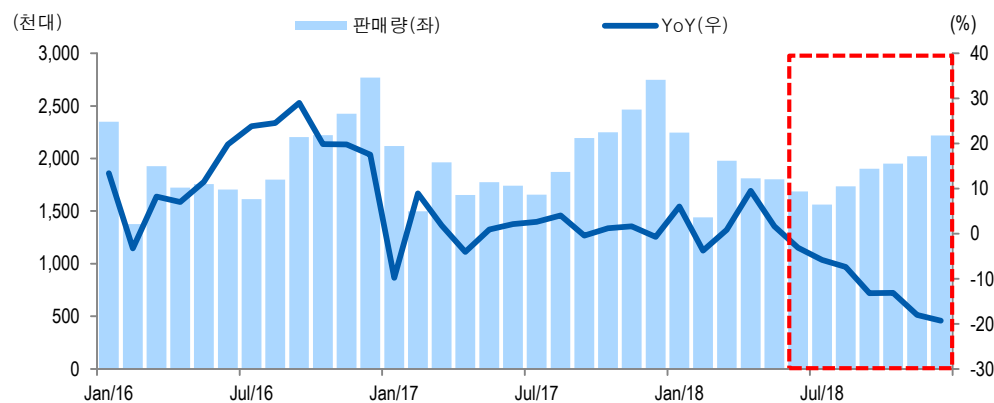
주: 3Q17 통상임금 관련 비용 제외시 영업이익 617 억원
 자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 중국 주요 로컬업체 4분기 판매량 현황



자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 중국 승용차 소매판매 7개월 연속 감소 → 중국 정부 자동차수요 증진 정책 발표 가능성 확대



자료: CPCA, 유안타증권 리서치센터

만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,664	56,847	57,337	60,091	62,324
매출원가	50,054	50,122	49,800	51,840	53,614
매출총이익	8,610	6,725	7,538	8,251	8,710
판매비	5,560	5,890	5,327	5,660	5,863
영업이익	3,050	835	2,211	2,591	2,846
EBITDA	5,336	3,286	4,943	5,444	5,726
영업외손익	-259	-643	-462	-381	-373
외환관련손익	69	-121	62	14	-7
이자손익	-325	-313	-340	-340	-334
관계기업관련손익	53	33	39	40	42
기타	-56	-241	-224	-95	-74
법인세비용차감전순이익	2,791	193	1,749	2,210	2,474
법인세비용	690	10	413	455	510
계속사업순이익	2,101	183	1,336	1,755	1,964
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,336	1,755	1,964
지배지분순이익	1,995	48	1,225	1,584	1,773
포괄순이익	2,072	-462	1,336	1,755	1,964
지배지분포괄이익	1,975	-563	1,229	2,140	2,396

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	21,009	20,211	22,613	23,253	24,696
현금및현금성자산	1,847	1,188	1,087	1,029	1,858
매출채권 및 기타채권	14,277	14,445	14,807	15,365	15,856
재고자산	3,364	3,134	3,632	3,771	3,894
비유동자산	23,635	24,300	24,437	24,868	25,328
유형자산	19,004	19,053	19,177	19,742	20,292
관계기업등 지분관련자산	577	600	600	600	600
기타투자자산	619	591	612	652	694
자산총계	44,644	44,510	47,050	48,121	50,024
유동부채	17,530	19,536	20,223	19,374	19,251
매입채무 및 기타채무	13,394	12,801	12,061	12,483	12,860
단기차입금	1,654	1,007	456	156	-344
자본잉여금	1,411	4,641	4,854	3,884	3,884
비유동부채	11,963	10,852	11,777	12,277	12,777
장기차입금	5,340	4,751	4,893	5,893	6,393
사채	4,490	2,992	3,988	3,488	3,488
부채총계	29,493	30,388	32,000	31,651	32,028
지배지분	14,647	13,517	14,364	15,614	16,949
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,542	6,044	7,106	8,356	9,690
비지배지분	504	605	686	856	1,047
자본총계	15,151	14,123	15,050	16,470	17,996
순차입금	10,889	11,827	11,520	10,806	9,978
총차입금	12,900	13,399	14,496	13,725	13,725

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,502	2,769	3,132	4,291	4,565
당기순이익	2,101	183	1,336	1,755	1,964
감가상각비	2,008	2,096	2,185	2,231	2,306
외환손익	-38	-23	-62	-14	7
종속, 관계기업 관련손익	-53	-33	-39	-40	-42
자산부채의 증감	-1,704	-1,935	-1,546	-276	-237
기타현금흐름	1,187	2,481	1,259	635	567
투자활동 현금흐름	-3,662	-3,774	-3,706	-3,243	-3,298
투자자산	110	-6	-6	-6	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,365	-2,857	-2,341	-2,796	-2,856
유형자산 감소	77	29	29	29	29
기타현금흐름	-484	-940	-1,388	-470	-465
재무활동 현금흐름	39	410	318	-1,439	-877
단기차입금	-134	-558	-571	-1,271	-500
사채 및 장기차입금	711	1,507	4,632	500	500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-548	-542	-175	-334	-439
기타현금흐름	10	3	-3,568	-334	-439
연결범위변동 등 기타	-31	-64	155	334	439
현금의 증감	-151	-659	-101	-58	828
기초 현금	1,998	1,847	1,188	1,087	1,029
기말 현금	1,847	1,188	1,087	1,029	1,858
NOPLAT	3,050	835	2,211	2,591	2,846
FCF	-487	-1,550	533	1,837	2,046

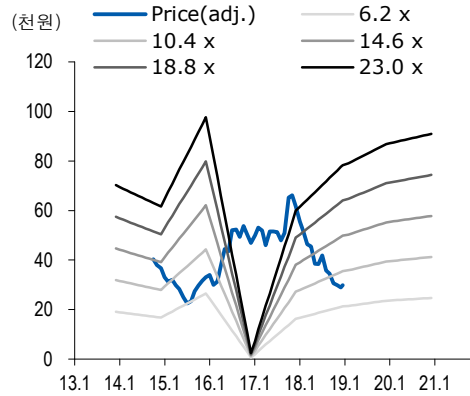
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

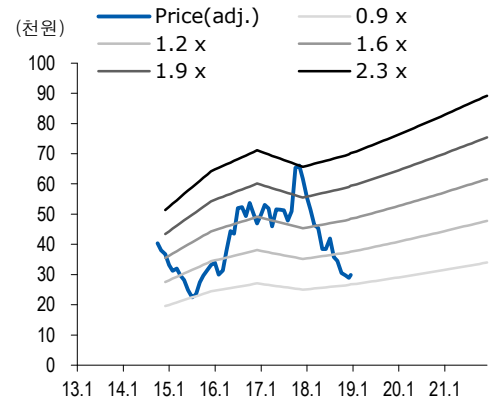
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,249	102	2,609	3,374	3,776
BPS	31,280	28,868	30,676	33,346	36,196
EBITDAPS	56,818	34,985	52,629	57,963	60,970
SPS	124,930	121,062	122,105	127,970	132,725
DPS	1,000	200	200	200	200
PER	10.0	519.9	11.1	9.4	8.4
PBR	1.4	1.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.5	4.9	4.5
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.7	-3.1	0.9	4.8	3.7
영업이익 증가율 (%)	14.8	-72.6	164.7	17.2	9.9
지배순이익 증가율 (%)	58.6	-97.6	2,461.1	29.3	11.9
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.1	13.7	14.0
영업이익률 (%)	5.2	1.5	3.9	4.3	4.6
지배순이익률 (%)	3.4	0.1	2.1	2.6	2.8
EBITDA 마진 (%)	9.1	5.8	8.6	9.1	9.2
ROIC	9.3	3.1	6.3	7.3	7.8
ROA	4.6	0.1	2.7	3.3	3.6
ROE	14.3	0.3	8.8	10.6	10.9
부채비율 (%)	194.7	215.2	212.6	192.2	178.0
순차입금/자기자본 (%)	74.3	87.5	80.2	69.2	58.9
영업이익/금융비용 (배)	8.0	2.4	5.3	6.2	6.9

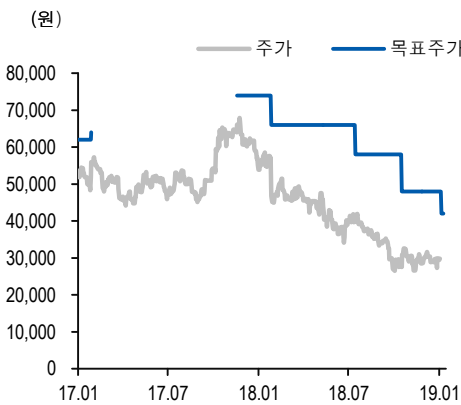
P/E band chart



P/B band chart



만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-17	BUY	42,000	1년		
2018-10-29	BUY	48,000	1년	-37.84	-32.08
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
	담당자 변경				
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 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-14

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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 기존 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 투자의사결정은 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.