SK COMPANY Analysis

SK securities

만도 (204320/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(하향))

예상보다 더뎌지는 외형성장과 수익성 개선

18 년 4 분기 실적 한국과 북미, 기타지역 성장에도 불구, 주요 고객사의 중국부진 영향으로 시장기대치 하회. 19 년 미국과 유럽에서의 성장 지속, 신차출시를 통한 고수익의 ADAS 매출 확대, 전장부품으로의 변화는 여전히 긍정적 투자포인트. 다만 중국 자동차 수요둔화와 고객사 부진이 이어짐에 따라 외형성장과 수익성 개선은 기대보다 더뎌질 전망. 투자의견 매수를 유지하나 목표주가는 40,000 원으로 하향

Analyst
권순우
soonwoo@sk.com
02-3773-8882

Company Data	
자본금	470 억원
발행주식수	4,696 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	15,942 억원
주요주주	
한라홀딩스(외11)	30.30%
국민연금공단	13.44%
외국인지분률	23.40%
배당수익률	2.90%

Stock Data	
주가(19/01/31)	33,950 원
KOSPI	2204.85 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	57,600 원
52주 최저가	26,550 원
60일 평균 거래대금	132 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.3%	8.6%
6개월	-19.0%	-15.6%
12개월	-38.8%	-28.8%

4Q18 Review - 이어지는 중국부진 영향

18 년 4 분기 실적은 매출액 1 조 4,904 억원(YoY -1.3%), 영업이익 376 억원(YoY -40.8%, OPM 2.5%), 당기순이익 233 억원(YoY -39.5%, NIM 1.6%)으로 시장기대치를 하회했다. 지역별 매출은 한국과 북미, 기타지역 모두 전년 동기 대비 각각 +11.0%, +33.1%, +5.8% 증가하였지만, 중국은 주요 고객사의 생산부진 영향으로 -38.2%로 부진하였다. 전장제품 탑재율 확대로 ADAS 매출은 1,620 억원(매출액 대비 10.9%)으로 증가한 점은 긍정적이나 R&D 비용 증가와 이익기여도가 높았던 중국 부진 여파로 영업이익은 크게 감소하였다. 영업외에서는 한라홀딩스와 공동투자한 한라SV 의 손상처리가 있었다. 현대차 신규차종을 중심으로 진행된 신규수주는 4 분기 5.3 조원을 기록, 연간으로 11.7 조원을 달성하며 목표치인 10 조원을 상회하였다. 2018 년 배당금은 주당 500 원으로 17 년 1000 원 대비 감소하였다.

예상보다 더뎌지는 외형성장과 수익성 개선

2019 년 매출액은 6 조원(YoY +6.2%), 영업이익은 2,408 억원(YoY +22.1%, OPM 4.0%)로 전망한다. 신규 프로젝트와 고객 납품을 통한 미국과 유럽에서의 성장, 19 년 제네시스와 쏘나타 신차출시 등을 통해 수익성이 높은 ADAS 매출이 지속적으로 확대되는 점은 긍정적이다. 컨센셔널 부품에서 전장부품으로의 변화라는 장기적인 투자포인트도 변하지 않았다. 하지만 중국 산업수요와 주요 고객사의 부진이 19 년 상반기까지는 이어질 것으로 예상됨에 따라 외형성장과 수익성 개선은 기대보다 더뎌질 전망이다. 투자의견 매수 유지, 목표주가는 실적추정치와 Target Multiple 변경을 반영하여 19 년 예상 EPS 3,300 원에 Target PER 12 배를 적용한 40,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	억원	52,992	58,664	56,847	56,682	60,179	64,189
yoy	%	207.8	10.7	-3.1	-0.3	6.2	6.7
영업이익	억원	2,656	3,050	835	1,972	2,408	2,913
yoy	%	235.2	14.8	-72.6	136.1	22.1	21.0
EBITDA	억원	4,903	5,336	3,286	5,001	5,929	6,313
세전이익	억원	2,012	2,791	193	1,412	2,161	2,651
순이익(지배주주)	억원	1,258	1,995	48	1,071	1,549	1,900
영업이익률%	%	5.0	5.2	1.5	3.5	4.0	4.5
EBITDA%	%	9.3	9.1	5.8	8.8	9.9	9.8
순이익률	%	2.5	3.6	0.3	2.0	2.7	3.1
EPS	원	2,679	4,249	102	2,280	3,300	4,047
PER	배	61.8	55.2	3,029.0	12.7	10.3	8.4
PBR	배	5.9	7.5	10.7	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	5.8	6.5	12.8	5.2	4.4	3.8
ROE	%	10.6	14.3	0.3	7.7	10.5	11.9
순차입금	억원	10,215	10,972	11,827	10,908	8,642	6,412
부채비율	%	204.6	194.7	215.2	217.1	204.1	192.1

Analyst 권순우 soonwoo@sk.com / 02-3773-8882

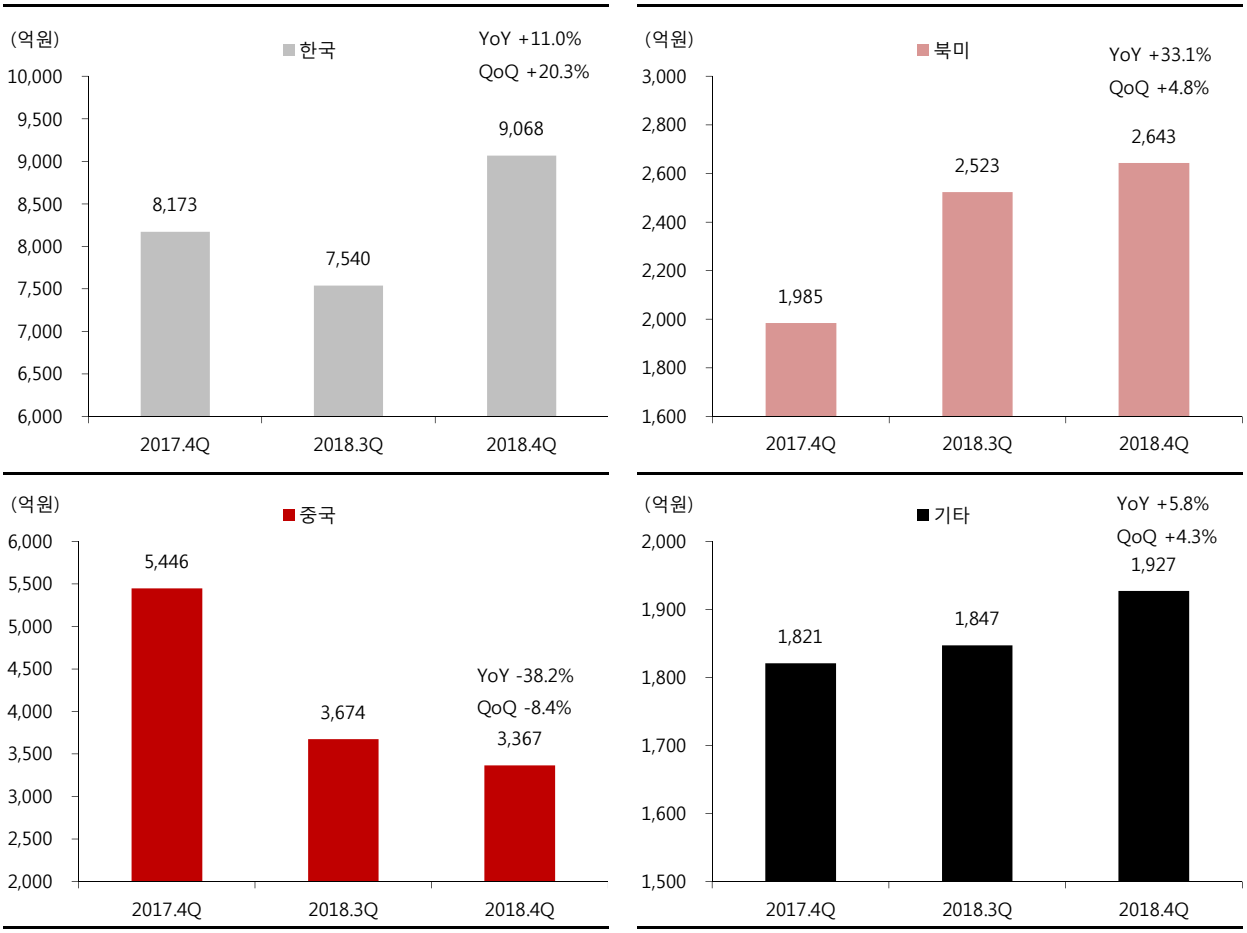
<표 1> 만도 2018 년 4 분기 실적 Review

(단위: 억원)

	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	YoY	QoQ
매출액	15,101	13,462	14,334	13,982	14,904	-1.3%	6.6%
영업이익	635	433	664	500	376	-40.8%	-24.8%
%	4.2	3.2	4.6	3.6	2.5	-1.7%p	-1.1%p
세전이익	444	380	490	339	203	-54.2%	-39.9%
%	2.9	2.8	3.4	2.4	1.4	-1.6%p	-1.1%p
당기순이익	386	247	391	269	233	-39.5%	-13.1%
%	2.6	1.8	2.7	1.9	1.6	-1.0%p	-0.4%p
지배주주	338	229	365	243	233	-31.0%	-3.8%
%	2.2	1.7	2.5	1.7	1.6	-0.7%p	-0.2%p

자료: 만도, SK 증권

<그림 1> 지역별 매출 - YoY / QoQ



자료: 만도, SK 증권

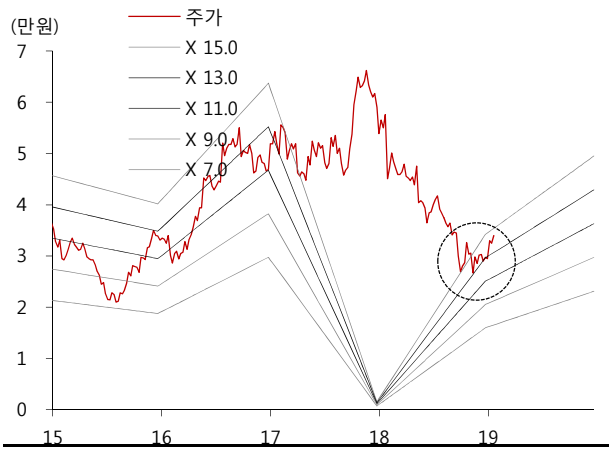
<표 2> 만도 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	19.2Q(F)	19.3Q(F)	19.4Q(F)	2018	2019(F)	YoY
매출액	13,462	14,334	13,982	14,904	13,893	15,127	15,100	16,059	56,682	60,179	6.2%
한국	6,836	7,773	7,482	8,730	6,905	7,851	7,557	8,818	30,822	31,130	1.0%
중국	3,915	4,021	3,649	3,334	3,837	3,941	3,722	3,401	14,919	14,900	-0.1%
미국	1,713	1,838	2,016	2,260	1,867	2,040	2,278	2,553	7,826	8,738	11.7%
기타	2,077	2,176	2,380	2,237	2,493	2,611	2,856	2,684	8,869	10,643	20.0%
연결조정	-1,079	-1,474	-1,546	-1,657	-1,208	-1,315	-1,313	-1,396	-5,755	-5,233	적지
영업이익	433	664	500	376	472	629	611	696	1,972	2,408	22.1%
%	3.2	4.6	3.6	2.5	3.4	4.2	4.0	4.3	3.5	4.0	0.5%p
세전이익	380	490	339	203	423	544	567	627	1,412	2,161	53.1%
%	2.8	3.4	2.4	1.4	3.0	3.6	3.8	3.9	2.5	3.6	1.1%p
당기순이익	247	391	269	233	319	411	428	474	1,140	1,632	43.1%
%	1.8	2.7	1.9	1.6	2.3	2.7	2.8	2.9	2.0	2.7	0.7%p
지배주주	229	365	243	233	303	390	406	450	1,071	1,549	44.7%
%	1.7	2.5	1.7	1.6	2.2	2.6	2.7	2.8	1.9	2.6	0.7%p

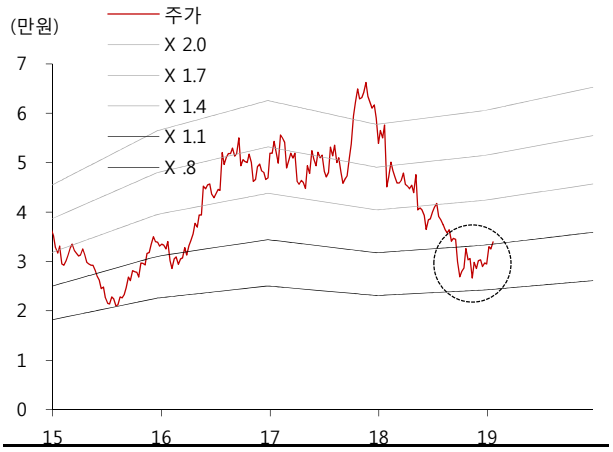
자료: 만도, SK 증권 추정

<그림 2> PER 밴드차트 - 만도



자료: Quantiwise, SK 증권

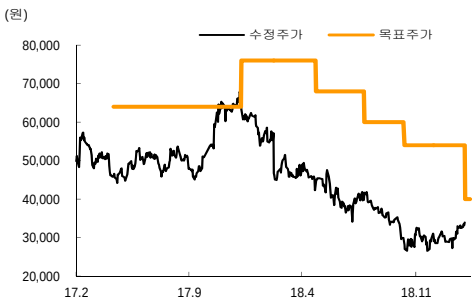
<그림 3> PBR 밴드차트 - 만도



자료: Quantiwise, SK 증권

Analyst 권순우 soonwoo@sk.com / 02-3773-8882

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.02.01	매수	40,000원	6개월		
2019.01.15	매수	54,000원	6개월	-44.53%	-37.13%
2018.10.29	매수	54,000원	6개월	-45.49%	-39.63%
2018.10.10	매수	54,000원	6개월	-47.74%	-45.09%
2018.07.27	매수	60,000원	6개월	-39.50%	-30.17%
2018.04.27	매수	68,000원	6개월	-40.06%	-30.07%
2017.12.08	매수	76,000원	6개월	-31.81%	-16.58%
2017.08.23	매수	64,000원	6개월	-17.57%	6.09%
2017.07.30	매수	64,000원	6개월	-22.62%	-16.09%
2017.07.11	매수	64,000원	6개월	-23.35%	-16.72%
2017.04.12	매수	64,000원	6개월	-23.06%	-16.72%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 2 월 1 일 기준)

매수	91.6%	중립	8.4%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018 P	2019E	2020E
유동자산	21,009	20,211	22,779	25,192	27,736
현금및현금성자산	1,847	1,188	2,305	3,571	4,801
매출채권및기타채권	14,177	14,346	14,305	15,187	16,199
재고자산	3,364	3,134	3,125	3,318	3,539
비유동자산	23,635	24,300	24,325	23,548	22,894
장기금융자산	619	591	605	605	605
유형자산	19,004	19,053	18,973	17,899	16,983
무형자산	1,966	2,227	2,400	2,610	2,784
자산총계	44,644	44,510	47,104	48,740	50,630
유동부채	17,530	19,536	21,764	22,019	22,398
단기금융부채	3,148	5,648	7,917	7,317	6,717
매입채무 및 기타채무	12,804	12,195	12,160	12,910	13,771
단기충당부채	357	439	438	465	496
비유동부채	11,963	10,852	10,486	10,695	10,897
장기금융부채	9,835	7,751	7,186	6,786	6,386
장기매입채무 및 기타채무	34	24	24	24	24
장기충당부채	143	1,783	1,870	2,015	2,144
부채총계	29,493	30,388	32,250	32,714	33,296
지배주주지분	14,647	13,517	14,210	15,323	16,553
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	-52	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	6,542	6,044	6,952	8,267	9,699
비지배주주지분	504	605	644	703	782
자본총계	15,151	14,123	14,854	16,026	17,334
부채와자본총계	44,644	44,510	47,104	48,740	50,630

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018 P	2019E	2020E
매출액	58,664	56,847	56,682	60,179	64,189
매출원가	50,054	50,122	49,354	52,269	55,688
매출총이익	8,610	6,725	7,328	7,910	8,501
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	12.9	13.1	13.2
판매비와관리비	5,560	5,890	5,356	5,503	5,588
영업이익	3,050	835	1,972	2,408	2,913
영업이익률 (%)	5.2	1.5	3.5	4.0	4.5
비영업손익	-259	-643	-560	-246	-263
순금융비용	325	313	-68	97	104
외환관련손익	69	-121	9	-48	-52
관계기업투자등 관련손익	136	33	-65	60	64
세전계속사업이익	2,791	193	1,412	2,161	2,651
세전계속사업이익률 (%)	4.8	0.3	2.5	3.6	4.1
계속사업법인세	690	10	272	529	649
계속사업이익	2,101	183	1,140	1,632	2,001
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,140	1,632	2,001
순이익률 (%)	3.6	0.3	2.0	2.7	3.1
지배주주	1,995	48	1,071	1,549	1,900
지배주주귀속 순이익률(%)	3.4	0.08	1.89	2.57	2.96
비지배주주	106	135	69	82	101
총포괄이익	2,072	-462	915	1,407	1,776
지배주주	1,975	-563	868	1,347	1,698
비지배주주	97	101	47	59	78
EBITDA	5,336	3,286	5,001	5,929	6,313

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018 P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,826	3,065	6,050	5,254	5,458
당기순이익(손실)	2,791	193	1,442	1,632	2,001
비현금성항목등	3,416	5,219	3,998	4,297	4,311
유형자산감가상각비	2,008	2,096	2,548	3,074	2,916
무형자산상각비	278	354	482	448	483
기타	981	2,513	566	161	172
운전자본감소(증가)	-1,704	-1,935	936	-145	-205
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,711	-225	-1,194	-883	-1,012
재고자산감소(증가)	-199	230	9	-193	-221
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	945	-143	1,794	750	860
기타	-738	-1,798	327	180	168
법인세납부	-677	-411	-326	-529	-649
투자활동현금흐름	-3,603	-3,730	-3,941	-2,506	-2,496
금융자산감소(증가)	127	-167	-505	0	0
유형자산감소(증가)	-3,288	-2,828	-2,500	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-704	-657	-657	-657	-657
기타	262	-78	-278	151	161
재무활동현금흐름	-344	70	-972	-1,482	-1,733
단기금융부채증가(감소)	-2,421	-1,946	-3,115	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	2,998	2,895	2,632	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-548	-542	-94	-234	-468
기타	-373	-337	-315	-248	-265
현금의 증가(감소)	-151	-659	1,117	1,266	1,230
기초현금	1,998	1,847	1,188	2,305	3,571
기말현금	1,847	1,188	2,305	3,571	4,801
FCF	584	1,349	1,613	2,537	2,737

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018 P	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	10.7	-3.1	-0.3	6.2	6.7
영업이익	14.8	-72.6	136.1	22.1	21.0
세전계속사업이익	38.7	-93.1	632.8	53.1	22.7
EBITDA	8.8	-38.4	52.2	18.5	6.5
EPS(계속사업)	58.6	-97.6	2,138.8	44.7	22.7
수익성 (%)					
ROE	14.3	0.3	7.7	10.5	11.9
ROA	4.9	0.4	2.5	3.4	4.0
EBITDA마진	9.1	5.8	8.8	9.9	9.8
안정성 (%)					
유동비율	119.9	103.5	104.7	114.4	123.8
부채비율	194.7	215.2	217.1	204.1	192.1
순차입금/자기자본	72.4	83.8	73.4	53.9	37.0
EBITDA/이자비용(배)	14.1	9.3	100.7	23.9	23.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,249	102	2,280	3,300	4,047
BPS	31,191	28,786	30,261	32,632	35,251
CFPS	9,117	5,320	8,732	10,799	11,286
주당 현금배당금	5,000	1,000	500	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	67.6	3,333.3	135.5	10.3	8.4
PER(최저)	33.4	2,169.9	11.6	8.3	6.8
PBR(최고)	9.2	11.8	10.2	1.0	1.0
PBR(최저)	4.6	7.7	0.9	0.8	0.8
PCR	25.7	58.0	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA(최고)	7.5	13.7	8.3	4.4	3.8
EV/EBITDA(최저)	4.9	10.3	4.9	3.9	3.3

자료 : 만도, SK증권 추정