

만도 (204320)

자동차부품
남정미


02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (M)
현재주가 (1/31)	33,950원
상승여력	24%

시가총액	15,942억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	132억원
60일 평균 거래량	435,596주
52주 고	57,600원
52주 저	26,550원
외인지분율	23.36%
주요주주	한라홀딩스 외 11 인 30.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.3	11.1 (38.8)	
상대	8.6	2.3 (28.8)	
절대(달러환산)	17.6	13.8 (41.3)	

이익개선을 위한 마지막 퍼즐

4Q18 Review: 영업이익 376억원으로 컨센서스 하회

만도 4분기 매출 및 영업이익은 1조 4,904억원(YoY-1.3%), 376억원(YoY-40.8%)으로 컨센서스를 크게 하회하였다. 분기순이익은 237억원(YoY-38.6)을 기록하였다. ①4분기 생산일수 증가 등에 따른 가동률 상승 및 ADAS 매출 성장, ②북미지역 신규프로그램 시작 등으로 국내(+11%), 북미(+33%), 유럽·기타(6%) 지역 매출은 성장하였다. 그러나 중국 자동차 수요 급감으로 중국지역 매출이 38% 급감하며 가동률이 하락하였다. 중국지역 고정비 부담 증가를 제외한 단가인하 등의 이슈는 제한적이었던 것으로 보여진다. 2018년 수주는 11.7조원으로 연초 목표(10조원)를 초과, 3분기에 제시한 목표(12조원) 수준을 달성하였다. ADAS 매출은 1,620억원으로 YoY+70% 성장하며 전체 매출 대비 11%(3Q18 9.5%)를 기록하였다.

2019년 가이던스 매출 6조원, OPM 4%. 중국 회복시 실적 상향 전망

동사는 2019년 연간실적 가이던스를 매출 6조원(YoY+6%), 영업이익률 4.0%로 제시하였다. 매출은 중국시장에 대하여 현재의 수요 급감 상황이 지속되는 것으로 가정 되어 있다. 중국지역 매출이 2018년과 유사한 가운데, 북미지역 고객사 신규프로그램, 판매 개선, 유럽·인도 지역의 고객다변화 등에 따른 매출 증가를 예상하고 있다. 중국의 자동차 보조금 지급 규모에 따라 향후 중국 수요에 대한 전망치 상향시 동사의 수혜가 예상된다. ADAS 매출은 2019년에도 현대차그룹의 신차출시 영향으로 증가할 것으로 전망한다. 2018년 싼타페 신차 효과 등으로 ADAS 매출 비중이 1분기 대비 4분기 4.1%p(+59%) 증가하였다. 2019년 쏘나타, G80, GV80 등 신차출시 영향으로 ADAS 매출의 계단식 성장이 가능할 전망이다.

중국 소비진작 정책 영향으로 만도 이익 개선 예상

최근 12개월 중국 자동차시장 리스크가 부각으로 동사는 시장대비 29% 하회하는 수익률을 보였다. 과거 대비 중국 이익기여도가 하락하였으나, 과거 고마진 지역이며 중국로컬업체 비중이 높다는 점이 주가에 영향을 미쳤다. 중국 발개위가 2019년 친환경차량, 노후차량 교체 신차 구매 보조금 지급 등 자동차 관련 소비진작 정책의 방안을 발표하였다. 정책규모에 따라 시장 성장률이 달라질 전망이나 2012·2015년 정책 효과 등을 고려시 중국로컬 업체 판매 증가에 따른 동사 수혜가 전망된다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,904	-1.3	6.6	16,107	-7.5
영업이익	376	-40.8	-24.8	665	-43.5
세전계속사업이익	203	-54.2	-39.9	574	-64.6
지배순이익	233	-31.0	-3.8	421	-44.5
영업이익률 (%)	2.5	-1.7 %pt	-1.1 %pt	4.1	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	-0.6 %pt	-0.1 %pt	2.6	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, 원, %, 배)
결산 (12월)	2016A
매출액	58,664
영업이익	3,050
지배순이익	1,995
PER	10.0
PBR	1.4
EV/EBITDA	5.9
ROE	14.3
	2017A
매출액	56,847
영업이익	835
지배순이익	48
PER	519.9
PBR	1.8
EV/EBITDA	12.7
ROE	1.0
	2018F
매출액	56,682
영업이익	1,972
지배순이익	1,071
PER	8.6
PBR	0.9
EV/EBITDA	5.9
ROE	7.7
	2019F
매출액	60,650
영업이익	2,566
지배순이익	1,715
PER	8.6
PBR	0.9
EV/EBITDA	5.0
ROE	11.5

자료: 유안타증권

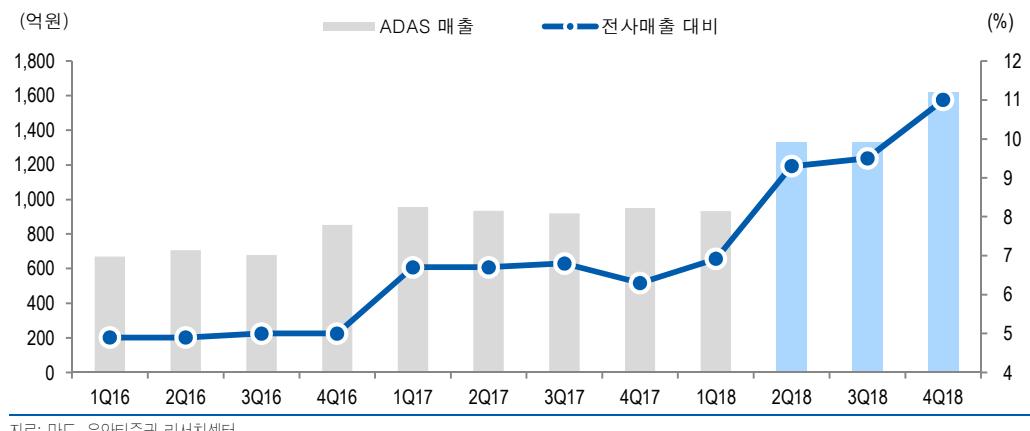
[표 1] 만도 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18 P	2017	2018 P	2019E
매출액	14,304	13,933	13,509	15,101	13,462	14,334	13,981	14,904	56,847	56,682	60,650
YoY Growth(%)	4.7%	-3.2%	-0.4%	-11.3%	-5.9%	2.9%	3.5%	-1.3%	-3.1%	-0.3%	7.0%
영업이익	604	553	-956	635	433	664	499	376	835	1,972	2,566
YoY Growth(%)	7.9%	-14.7%	적전	-42.0%	-28.3%	20.1%	적전	-40.8%	-72.6%	136.1%	30.2%
영업외손익	-125	-55	-271	-191	-53	-173	-161	-172	-643	-560	-372
세전이익	478	497	-1,227	444	380	490	339	203	193	1,412	2,194
YoY Growth(%)	-8.4%	-5.0%	-299.4%	-60.7%	-20.7%	-1.4%	-127.6%	-54.2%	-93.1%	632.8%	55.4%
당기순이익	352	360	-916	386	247	391	269	237	183	1,144	1,742
YoY Growth(%)	-14.9%	-20.4%	-303.3%	-50.8%	-29.7%	8.4%	-129.4%	-38.6%	-91.3%	526.6%	52.3%
영업이익률	4.2%	4.0%	-7.1%	4.2%	3.2%	4.6%	3.6%	2.5%	1.5%	3.5%	4.2%
YoY Change(%)	0.1%p	-0.5%p	-12.6%p	-2.2%p	-1.0%p	0.7%p	10.6%p	-1.7%p	-3.7%p	2.0%p	0.8%p
당기순이익률	2.5%	2.6%	-6.8%	2.6%	1.8%	2.7%	1.9%	1.6%	0.3%	2.0%	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	-1.0%p	-3.3%p	1.7%p	0.9%

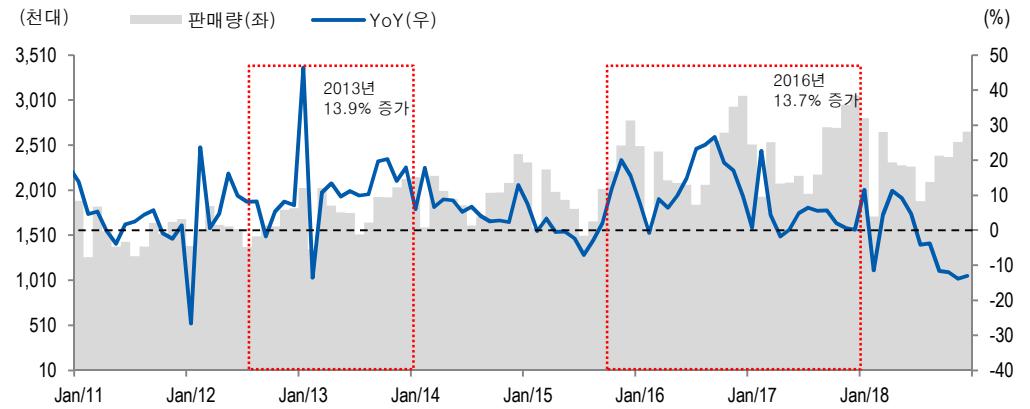
자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 만도 ADAS 매출 추이



자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 중국 자동차 수요 부양정책에 따른 판매량 증감률 추이



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,664	56,847	56,682	60,650	62,785
매출원가	50,054	50,122	49,328	52,242	53,947
매출총이익	8,610	6,725	7,354	8,408	8,839
판관비	5,560	5,890	5,382	5,841	6,005
영업이익	3,050	835	1,972	2,566	2,834
EBITDA	5,336	3,286	4,703	5,419	5,713
영업외손익	-259	-643	-560	-372	-363
외환관련손익	69	-121	62	14	-7
이자손익	-325	-313	-340	-340	-334
관계기업관련손익	53	33	-65	40	42
기타	-56	-241	-218	-87	-65
법인세비용차감전순손익	2,791	193	1,412	2,194	2,470
법인세비용	690	10	268	452	509
계속사업순손익	2,101	183	1,144	1,742	1,961
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,144	1,742	1,961
지배지분순이익	1,995	48	1,071	1,715	1,931
포괄순이익	2,072	-462	1,144	1,742	1,961
지배지분포괄이익	1,975	-563	1,395	2,125	2,392

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	22,000	22,631	23,853
현금및현금성자산	1,847	1,188	1,238	1,327	2,241
매출채권 및 기타채권	14,277	14,445	14,196	14,629	14,876
재고자산	3,364	3,134	3,479	3,587	3,649
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	46,437	47,499	49,181
유동부채	17,530	19,536	19,802	18,867	18,576
매입채무 및 기타채무	13,394	12,801	11,640	11,976	12,185
단기차입금	1,654	1,007	456	156	-344
유동성장기부채	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	31,579	31,144	31,353
지배지분	14,647	13,517	14,210	15,681	17,123
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,542	6,044	6,952	8,422	9,865
비지배지분	504	605	648	675	705
자본총계	15,151	14,123	14,858	16,355	17,828
순차입금	10,889	11,827	11,369	10,509	9,595
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	3,283	4,348	4,700
당기순이익	2,101	183	1,144	1,742	1,961
감가상각비	2,008	2,096	2,185	2,231	2,306
외환손익	-38	-23	-62	-14	7
종속,관계기업관련손익	-53	-33	65	-40	-42
자산부채의 증감	-1,704	-1,935	-1,203	-206	-100
기타현금흐름	1,187	2,481	1,155	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	-1,259	-976
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	-244	-488
기타현금흐름	10	3	-3,568	-244	-488
연결범위변동 등 기타	-31	-64	155	244	488
현금의 증감	-151	-659	50	89	913
기초 현금	1,998	1,847	1,188	1,238	1,327
기말 현금	1,847	1,188	1,238	1,327	2,241
NOPLAT	3,050	835	1,972	2,566	2,834
FCF	-487	-1,550	785	1,888	2,174

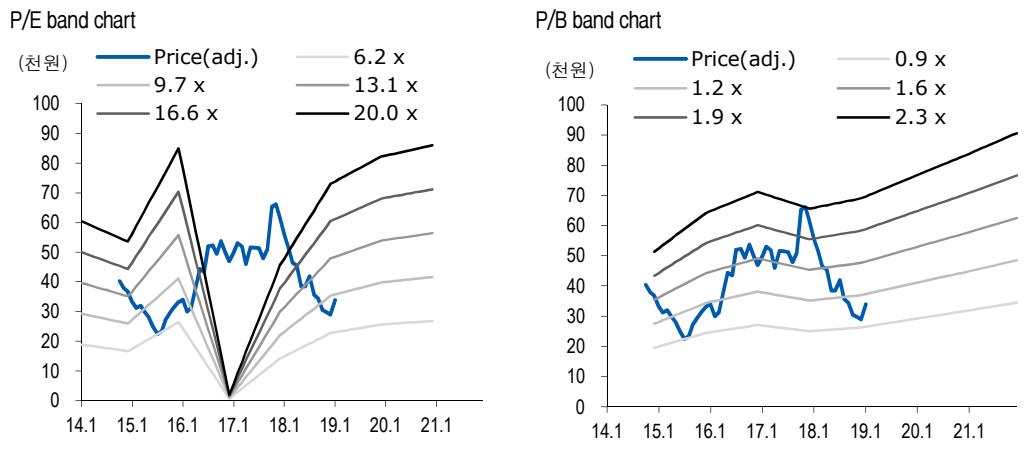
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

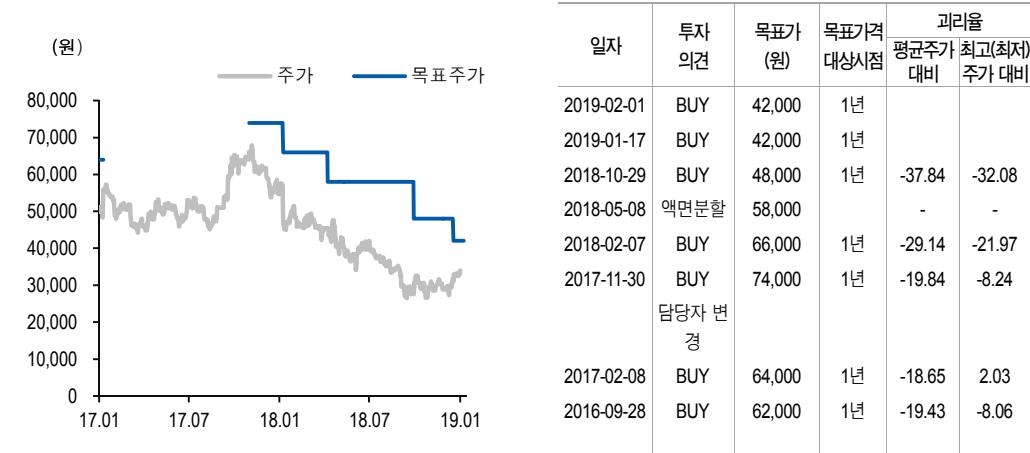
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	2,280	3,652	4,112
BPS	31,280	28,868	30,347	33,488	36,569
EBITDAPS	56,818	34,985	50,080	57,701	60,836
SPS	124,930	121,062	120,710	129,160	133,708
DPS	1,000	200	500	1,000	1,000
PER	10.0	519.9	12.7	8.6	7.7
PBR	1.4	1.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	11.4	5.9	5.0	4.6
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	10.7	-3.1	-0.3	7.0	3.5
영업이익 증가율 (%)	14.8	-72.6	136.1	30.2	10.4
지배순이익 증가율 (%)	58.6	-97.6	2,138.9	60.2	12.6
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.0	13.9	14.1
영업이익률 (%)	5.2	1.5	3.5	4.2	4.5
지배순이익률 (%)	3.4	0.1	1.9	2.8	3.1
EBITDA 마진 (%)	9.1	5.8	8.3	8.9	9.1
ROIC	9.3	3.1	6.0	7.3	7.9
ROA	4.6	0.1	2.4	3.7	4.0
ROE	14.3	0.3	7.7	11.5	11.8
부채비율 (%)	194.7	215.2	212.5	190.4	175.9
순차입금/자기자본 (%)	74.3	87.5	80.0	67.0	56.0
영업이익/금융비용 (배)	8.0	2.4	4.8	6.2	6.9



만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-29

※ 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.